

EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES

Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4052014

Sesión extraordinaria de ratificación: N° 4062014

Información financiera: no auditada al 30 de junio del 2014 y adicional auditada a diciembre 2013.

Contactos: Alexander Meza Schmidt
Cindy Alfaro Azofeifa

Analista Financiero
Analista Senior

ameza@scriesgo.com
calfaro@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación, se presenta el análisis de las variables más importantes consideradas por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo) en el proceso de calificación de riesgo de la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua (EAAI), tomando en cuenta información financiera no auditada con corte al 30 de junio del 2014 e información adicional auditada a diciembre 2013.

Calificación de Riesgo EAAI						
Anterior			Actual*			
Moneda				Moneda		
Córdobas	Extranjera	Perspectiva	Córdobas	Extranjera	Perspectiva	
Largo						
Plazo	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	Estable	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	Estable
Corto						
Plazo	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	Estable	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	Estable

*La calificación actual no varió con respecto a la anterior.

El Consejo de Calificación acordó otorgar a la emisión de Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II) de EAAI la siguiente calificación de riesgo:

Bonos BIAN II				
Emisor	Serie	Monto	Calificación	Calificación
		-millones-	anterior	actual*
Bonos de Infraestructura				
EAAI	Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)	US\$4,00	scr BBB+ (nic)	scr BBB+ (nic)

*La calificación actual no varió con respecto a la anterior

Conjuntamente, el Consejo de Calificación acordó otorgar a las series de la emisión de Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) las siguientes calificaciones de riesgo:

Bonos BRADE				
Emisor	Serie	Monto	Calificación	Calificación
		-millones US\$-	anterior	actual*
EAAI	Serie B	15,00	scr BBB- (nic)	scr BBB- (nic)
EAAI	Serie C	20,00	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)
EAAI	Serie D	2,00	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)

*La calificación actual no varió con respecto a la anterior

scr BBB: Emisiones que cuentan con una suficiente capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

scr BB: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago de capital e intereses según lo acordado, pero variable y susceptible de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

SCR 4: Emisiones a Corto Plazo que tienen una suficiente capacidad de pago del capital e intereses según los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son susceptibles de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

Con relación a la perspectiva, la categoría “**Estable**” se percibe como una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

Las calificaciones desde “**scr AA**” a “**scr C**” y de “**SCR 2**” a “**SCR 5**” pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

“Las calificaciones emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el periodo y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos”

¹ El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com

2. FUNDAMENTOS

Las calificaciones otorgadas a la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua, S.A. (EAAI) toman como fundamento:

FORTALEZAS

- Consistencia mostrada por EAAI en la consecución de los distintos planes establecidos para el mejoramiento de su situación financiera, destacando aumentos en su volumen de operaciones que demuestran un EBIDTA que se incrementa 24% en el último año y presenta un margen del 33% con relación a los ingresos totales.
- La materialización del apoyo económico del Gobierno de Nicaragua brindado a EAAI, significa una fortaleza y soporte para la evolución futura de la situación financiera de la entidad.
- Inclusión de los distintos montos de asignación del período 2015-2017, dentro del Presupuesto General de la República y el Marco Presupuestario de Mediano Plazo, establecidos por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) para la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua.
- Presencia de la cuenta de reserva para los bonos BRADE, la cual aprovisiona paulatinamente los recursos necesarios para el pago de las obligaciones con el público inversionista.
- Los bonos BIAN II tienen un vencimiento establecido para el 25 de enero del 2016, en relación con el monto total emitido (\$4,00 millones), se ha amortizado el 83% del total de la emisión.

OPORTUNIDADES

- La entrada en la fase final del proceso de condonación de la deuda obtenida para el suministro de radar y centro de control de tráfico aéreo de Managua y la Costa Atlántica (préstamos Radar I y Radar II), significará una reducción importante en la carga pasiva de EAAI para los próximos cortes trimestrales, por lo que se espera una mejoría en varios indicadores de endeudamiento, una vez que se liquiden estas operaciones.

- EAAI se circunscribe dentro de la estructuración del megaproyecto canal interoceánico de Nicaragua, lo cual implica proyecciones de consideración en términos del desarrollo y crecimiento en volumen de operaciones.
- La culminación del proceso de certificación de seguridad por parte de la OACI significará la consolidación del aeropuerto Augusto C. Sandino, como un aeródromo de estándares internacionales que permitirá a EAAI buscar una mayor oferta de aerolíneas y potenciar la competitividad de su operación.

RETOS

- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para junio 2014 se muestra en 5,45 veces. Esto presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas.
- Mantener un adecuado crecimiento de operación aeroportuaria que permita una generación de ingresos positiva para la readecuación de la estructura financiera.
- Si bien EAAI mantiene un proceso activo de comercialización y desarrollo de sus aeródromos, así como de mejora continua para su certificación, se debe controlar la expansión de los gastos de administración (+21% interanual a junio 2014) debido a que ante el esquema actual de ingresos y resultados no es adecuado sobrecargar la estructura financiera, ya impactada negativamente por el alto endeudamiento.
- Materializar las estrategias para disminuir la carga pasiva de la entidad, que demuestren una mejora continua en la situación económica de EAAI a través de los resultados financieros.

- Revertir la acumulación de pérdidas que genera una constante erosión de la posición patrimonial de EAAI.

AMENAZAS

- Un deterioro de la economía a nivel internacional podría impactar negativamente el dinamismo del sector turístico de Nicaragua, esto implicaría una caída en los niveles de tránsito aéreo y repercutiría en las proyecciones de crecimiento de operación aeroportuaria que contempla EAAI.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

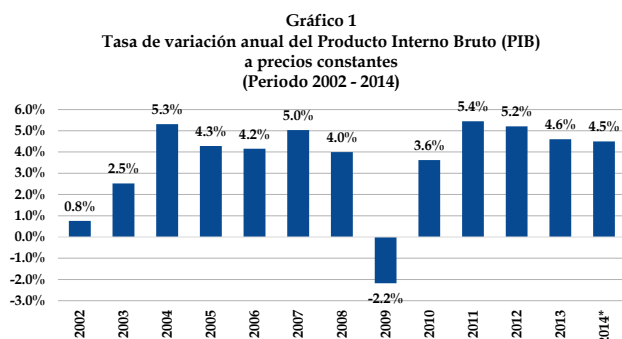
3. ENTORNO ECONÓMICO

3.1 CRECIMIENTO ECONÓMICO

Según datos del Banco Central de Nicaragua (BCN), al cierre del primer semestre del 2014 la economía nicaragüense mantuvo un ritmo de crecimiento positivo como resultado de una expansión de la demanda externa y el mejoramiento en los términos de intercambio.

El dinamismo de la economía nicaragüense continúa siendo impulsado por la industria manufacturera, la agricultura, ganadería, silvicultura y pesca. En conjunto, a marzo 2014, estas actividades aportaron 2,6% puntos porcentuales al crecimiento interanual del PIB (5,3%). La industria manufacturera basó su desempeño en la elaboración de azúcar, productos textiles y alimentos, mientras que el segundo grupo de actividades sustentó su crecimiento en el cultivo de caña de azúcar y otros productos agrícolas (banano, soya, tabaco en rama, entre otros).

Por su parte, la actividad de construcción contrarrestó el crecimiento del PIB trimestral con 0,3 puntos porcentuales negativos, al contraerse 5,4% en términos interanuales, los cuales representan 2,6% de la variación total del PIB al cierre del primer trimestre de 2014.



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.
*Tasa proyectada por el BCN.

3.2 INDICE MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA

Al cierre del primer trimestre, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE), registró un crecimiento interanual de 4,9% con relación a junio del año anterior, y de 4,4% como promedio anual. La serie desestacionalizada, la cual consiste en extraer el componente estacional de la serie original, se mostró sin cambios con respecto al mes anterior. Por su parte, la serie de tendencia ciclo, mostró un crecimiento interanual de 3,8%, mientras que el crecimiento subyacente de largo plazo fue de 4,2%, medido con la variación promedio anual de esta serie.

3.3 DESEMPLEO

En términos del índice de desempleo abierto, el FMI, proyecta al cierre de 2014 una tasa del 6,1%, similar a la tasa reportada al cierre de diciembre de 2013 (6,1%). De igual manera, estima que para los próximos cinco años la tasa de desempleo rondará el 5,8%, la cual resulta inferior a la proyección para el año 2014.

Al analizar los datos de trabajadores asegurados en el Instituto Nicaragüense de Seguridad Social, se observa que a junio de 2014 se registraron un total de 709.019, alcanzándose una tasa de crecimiento promedio anual de 6,7%, equivalente a 43.633 nuevos afiliados. Tales resultados, permiten de forma paulatina lograr avances en la reducción de la tasa desempleo en un horizonte de mediano plazo.

3.4 FINANZAS PÚBLICAS

Uno de los objetivos para mantener la estabilidad de las finanzas públicas para 2014, será la continua aplicación de una política fiscal enfocada en una mayor recaudación tributaria y en la austeridad del gasto. En este sentido, las erogaciones en concepto de gastos de capital serán priorizadas en proyectos relacionados con la salud, agua, energía e infraestructura productiva

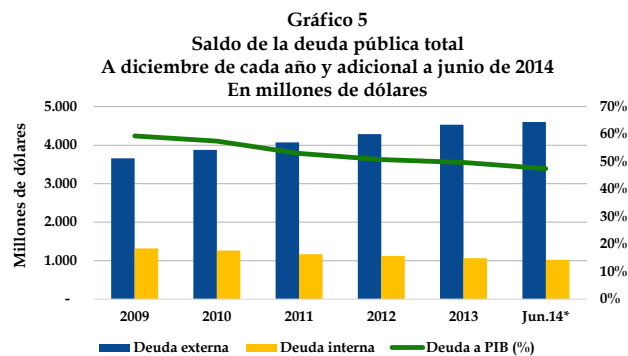
El déficit del Sector Público No Financiero (incluye al Gobierno Central) antes de donaciones, ascendió a 1.020,10 millones de córdobas, revirtiéndose a un superávit después de donaciones por un monto de 472,50 millones de córdobas. En lo que respecta al Gobierno Central el resultado acumulado a junio 2014, luego de aplicar las donaciones externas por valor de 1.231,0 millones de córdobas, registró un superávit que asciende a 1,042.1 millones de córdobas.

Respecto a la Deuda Pública, el saldo a junio de 2014, expresado como la razón de saldo de deuda pública a PIB, fue de 47,5% (junio de 2013: 49,7%), y alcanza los US\$5.626,6 millones, ligeramente superior al saldo de diciembre 2013 (US\$5.594,2 millones). Esta variación se explica por el leve incremento de la deuda pública externa (1,6%), la cual, fue contrarrestada por menores pasivos contraídos por el Gobierno y Banco Central con acreedores nacionales privados (-3,6%).

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.
* Datos preliminares

3.5 COMERCIO EXTERIOR

El déficit comercial ascendió a US\$1.398,8 millones, disminuyendo en US\$5,3 millones con respecto a lo mostrado a junio de 2013 (US\$1.464,1 millones). El resultado observado en el déficit, estuvo influenciado principalmente por el mejoramiento en los precios internacionales de materias primas y al desempeño mostrado en el volumen exportado.

Al cierre de junio del 2014, las exportaciones de mercancías ascendieron a US\$1.365,0 millones, con un crecimiento interanual acumulado del 8,2%, mientras que las importaciones alcanzaron los US\$2.763,8 millones, con una tasa de crecimiento interanual de 1,4%, solo contrarrestadas por la reducción en la adquisición de bienes de capital.

3.6 TIPO DE CAMBIO

La conducción de la Política Cambiaria durante 2014, continúa bajo un esquema de minidevaluaciones programadas, el cual está vigente desde el año 2003. El tipo de cambio al 30 de junio de 2014, fue de C\$25,9521 córdobas por dólar, con una devaluación anual del 5,0%.

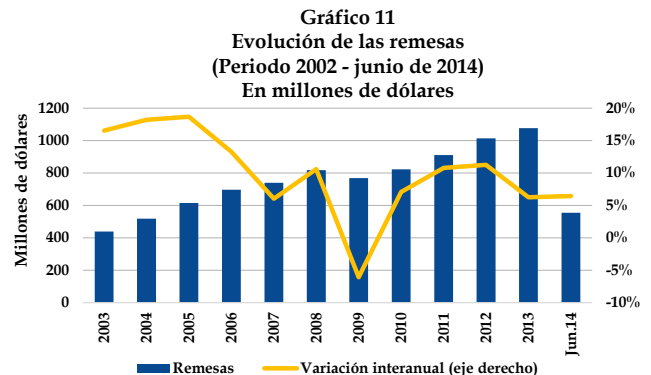
3.7 TASAS DE INTERÉS

La tasa activa en córdobas a junio del 2014, se ubicó en 14,99%; superior a la tasa reportada en el mes anterior (13,84%) y a la tasa observada en igual mes del año anterior (Junio 2013: 14,02%). Asimismo, la tasa pasiva se ubicó en 2,04%, menor a la registrada en el mes anterior (2,13%) y a la tasa reportada en junio de 2013 (2,62%).

Por otra parte, la tasa activa en dólares se ubicó a junio de 2014 en 10,11%, mayor a la observada el mes anterior (9,68%) y a la tasa de su interanual a junio del 2013 (9,35%). A la vez, la tasa pasiva en dólares se ubicó en 1,97%, menor a la observada el mes anterior (2,12%) y mayor a la tasa reportada un año antes (junio 2013: 1,64%).

3.8 REMESAS

El saldo acumulado de remesas al mes de junio ascendió a US\$552,2 millones, monto mayor al mostrado en igual periodo del 2013 (US\$521,6 millones), reflejando un crecimiento interanual del 6,4%.



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

Tales resultados responden a la mejora observada en los flujos provenientes de: Estados Unidos, Panamá y España, los cuales crecieron interanualmente en 6,2%, 44,9% y 33,0% respectivamente. Lo anterior, compensó la desaceleración en el crecimiento de los flujos provenientes de países como Costa Rica (1,8%).

3.9 PERSPECTIVAS Y RETOS

Los principales retos para mantener el crecimiento y la estabilidad económica, requisito fundamental para atender los graves problemas sociales que presenta la nación, continúan íntimamente vinculados al comportamiento de la economía mundial y especialmente la de sus principales socios comerciales.

Adicionalmente, estarán determinados por la continuidad de los flujos de recursos aportados por los países del ALBA, así como aquellos provenientes de organismos multilaterales de crédito que han apoyado los programas de crecimiento económico y de apoyo a las clases menos favorecidas.

Por otra parte, para la consecución de los objetivos en materia económica será fundamental aprovechar las oportunidades potenciales que ofrecen los tratados de libre comercio como el DR-CAFTA y el Acuerdo de Asociación con la Unión Europea, la iniciativa del ALBA, además de los avances en el proceso de integración regional; así como la concreción de megaproyectos como el del canal interoceánico que sería concesionado a una empresa china.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

4.1 PERFIL Y RESEÑA HISTÓRICA

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI) fue constituida mediante Decreto Presidencial N°12-92 el 11 de agosto de 1983, publicado en La Gaceta Diario Oficial N°186 del 16 de agosto de 1983, reformada a través del Decreto N°49-91 publicado en el Diario Oficial La Gaceta N°6 del 13 de enero de 1992.

De acuerdo con su Ley Creadora, la EAAI es una entidad descentralizada, con patrimonio autónomo, propiedad del estado nicaragüense, personalidad jurídica y de duración indefinida, cuyo objetivo es la administración de los aeropuertos internacionales y nacionales existentes, o que en el futuro se desarrollen en el país; implementando las medidas y procedimientos necesarios para la organización y funcionamiento de los servicios aeroportuarios y funciones auxiliares a los mismos.

Dada la necesidad en infraestructura aeroportuaria que enfrentaba Nicaragua, EAAI se advocó por el progreso e inversión en una red de aeropuertos que impulsara el desarrollo del país en zonas que ofrecen proyectos turísticos y comerciales con importantes potencialidades para el mejoramiento económico del país.

Cabe destacar que EAAI tiene la función de operador aeroportuario y por ende no tiene dentro de sus funciones el llevar a cabo actividades de inversión y construcción de nuevos aeropuertos, sin embargo la coyuntura que presentaba Nicaragua imperó y EAAI fue llamada a asumir el proyecto de desarrollo de infraestructura aeroportuaria en ese país.

Por ello, y como parte del soporte del Estado Nicaragüense, EAAI ha sido incluido dentro de un Programa de Asignación Presupuestaria llevado a cabo por el MHCP que implica la retribución de la obligaciones asumidas por EAAI para ejecutar los distintos proyectos de construcción de aeropuertos y pistas de aterrizaje, esto con el fin de trasladar el impacto económico de la generación de nuevos aeropuertos al Estado Nicaragüense, quien funge como la figura encargada de tal actividad.

Parte importante a destacar es la función social que busca cumplir el EAAI al impulsar el crecimiento económico del país, mediante la modernización de los aeropuertos de Puerto Cabezas, Ometepe, San Juan, entre otros.

Al ser la EAAI una empresa del Estado Nicaragüense, la Junta Directiva es conformada por miembros del Gobierno Central y personas nombradas directamente por el

Presidente de la República, en este orden: 1. El Presidente de la Junta Directiva, nombrado por el Presidente de la República; 2. El Ministro de Transporte e Infraestructura, o su delegado; 3. El Ministro de Hacienda y Crédito Público, o su delegado; 4. El Ministro de Fomento, Industria y Comercio, o su delegado; 5. El Ministro de Defensa, o su delegado; 6. El Presidente del Instituto Nicaragüense de Turismo (INTUR), o su delegado; 7. Un Representante del Presidente de la República; 8. Un Representante de las Asociaciones Privadas Nacionales de Turismo, legalmente reconocidas; 9. Tres representantes de la sociedad Civil.

Actualmente, EAAI se encuentra en la etapa final, de demostración e inspección, del proceso de certificación de seguridad del Aeropuerto Augusto C. Sandino, llevado a cabo ante el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI).

Esta certificación, hará constar que este aeropuerto cumple con los más altos estándares internacionales de la OACI, e implica una mejora sensible a la competitividad de la terminal que le permitirá a EAAI una mayor comercialización del aeropuerto ante nuevas líneas aéreas. Los personeros de EAAI esperan que el aeropuerto esté certificado para el 2015.

5. ESTRUCTURA FINANCIERA

EAAI se encuentra en un proceso de recomposición de su estructura financiera, la cual se caracteriza por el elevado nivel de apalancamiento financiero que denota una posición patrimonial relativamente pequeña frente al nivel actual de activos y pasivos. Ante los riesgos de crédito crecientes que implica esta situación, EAAI se encuentra comprometida, en conjunto con el Estado de Nicaragua, a llevar a cabo un proceso de reducción de pasivos y aumento de la generación de ingresos.

Para el segundo trimestre del 2014, una vez concretado el primer vencimiento y pago de obligaciones con el público inversionista, se observa una contracción general en la estructura financiera de EAAI, lo cual confirma las acciones llevadas a cabo por la Administración para normalizar la carga financiera de la institución.

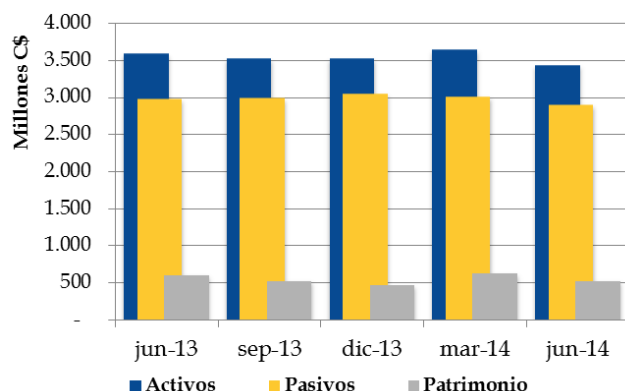
Con relación a la posición patrimonial, después de la inyección de US\$6,67 millones en el mes de marzo 2014, como parte del programa de reajuste de adeudos que lleva a cabo el MHCP, a junio 2014 nuevamente el patrimonio vuelve a descender dadas las presiones que ocasionan las pérdidas acumuladas en los resultados de la organización.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

EAAI: Estructura Financiera



Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, al final del segundo trimestre del 2014 se presenta una corrección en las importancias relativas de los rubros circulantes, después de un proceso de pago de la serie A de los bonos BRADE, que provocó que tanto la posición activa como la pasiva se inflaran hasta que se concretara la cancelación de los bonos durante el mes de abril del 2014.

Además, se manifiesta un reajuste de obligaciones registradas al corto plazo, que en la realidad no significan una exigibilidad real para la organización, el cual fue llevado a cabo por la contabilidad de EAAI.

Como resultado, el activo circulante disminuyó su peso a 5% del total de activos, mientras que los pasivos circulantes redujeron su proporción, con respecto a la suma de pasivo y patrimonio, casi a la mitad, de forma que los componentes al largo plazo retomaron su importancia dentro de la estructura financiera.

Ante el presente esquema, la capacidad de la organización para el pago de sus obligaciones depende en una proporción muy importante de su activo fijo, por lo que una adecuada generación de recursos por medio de este rubro, en combinación con una apropiada administración del flujo de caja, son las principales herramientas que posee EAAI para asegurar el pago a sus acreedores.

Además, para el presente período bajo análisis, se consideran los estados financieros auditados correspondientes al periodo 2012-2013, donde la entidad obtuvo una opinión limpia o sin salvedades sobre la razonabilidad de presentación de su información financiera.

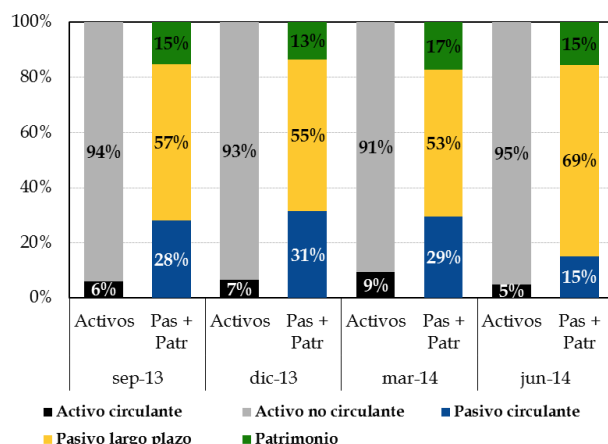
5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.435,08 millones (US\$132,36 millones) para junio 2014, mostrando un decrecimiento interanual del 4% y una contracción trimestral de 6%, la cual es causada principalmente por la salida de recursos líquidos para el pago de la primera emisión de los bonos BRADE.

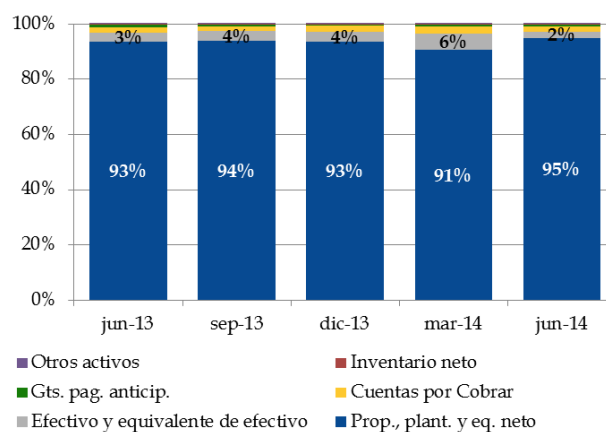
En ese sentido, la partida de efectivo y equivalentes de efectivo presenta disminuciones de 66% trimestral y 38% interanual, lo que ocasionó un descenso de 4 puntos porcentuales en su importancia relativa para junio 2014.

Como resultado, la cuenta de propiedad, planta y equipo pasó a significar un 95% del total de activos, tras registrar C\$3.263,15 millones (US\$125,74 millones) a junio 2014. Esta partida no presenta mayores variaciones de consideración y se enmarca como el componente de mayor peso en la estructura financiera, ya que concentran toda la infraestructura aeroportuaria con que cuenta EAAI.

EAAI: Estructura Financiera



EAAI: Composición de Activos



Por su parte, las cuentas por cobrar mantienen su peso histórico del 2% dentro del activo total y denotan una

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

contracción del 9% interanual y 28% trimestral, ocasionada principalmente por la disminución que presentan la partida de adelanto a contratistas y proveedores.

Dentro de otras variaciones importantes en los componentes del activo para junio 2014, los gastos pagados por anticipado se redujeron 32% interanualmente y 13% de forma trimestral, debido a la liquidación de seguros y otros gastos.

5.2 PASIVOS

Para el cierre de junio 2014, la posición pasiva de la entidad suma C\$2.902,74 millones (US\$111,85 millones), mostrando una disminución interanual del 3% y trimestral del 2%, tras el pago de US\$5,00 millones por la serie A de los bonos BRADES vencidos el 1 de abril del 2014.

Es importante destacar que durante el presente periodo bajo evaluación, EAAI realizó un reajuste en varias cuentas de su pasivo registradas al corto plazo, trasladándolas hacia el largo plazo debido a que no representan una exigibilidad real.

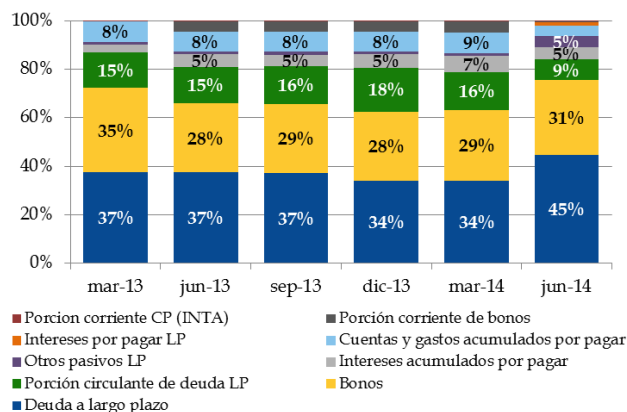
El rubro más importante de estas cuentas reclasificadas corresponde a los préstamos concesionales que se obtuvieron para la construcción de los radares en el Aeropuerto Augusto C. Sandino, operación que se encuentra en proceso de condonación.

Sobre este aspecto, la Administración de EAAI comenta que el pasado 20 de junio del 2014 se publicó en La Gaceta, Diario Oficial, No. 114 el Acuerdo Presidencial donde se autoriza al MHCP transferir a las Instituciones Públicas el alivio de deuda aplicado en los programas “Iniciativas de Países Pobre Altamente Endeudados (HIPC)” y “Alivio de Deuda Multilateral”, donde se encuentran éstos préstamos concesionales conferidos por el Instituto de Crédito Oficial del Reino Unido de España.

Por lo tanto, según la Administración de EAAI, la deuda obtenida para el suministro de radar y centro de control de tráfico aéreo de Managua y la Costa Atlántica (préstamos Radar I y Radar II) se encuentra en la fase final de condonación, la cual se concretará en los próximos meses, por lo que tales obligaciones se liquidarán de la posición pasiva.

A junio 2014 la porción corriente de préstamos por pagar a largo plazo, la porción corriente de intereses por pagar a corto plazo y las cuentas y gastos acumulados por pagar, ajustaron sus importancias relativas a 9%, 5% y 4%, respectivamente; resaltando además, la contracción de la porción corriente de bonos tras la liquidación comentada previamente.

EAAI: Composición Pasivos



Como contraparte de la reclasificación, la deuda a largo plazo incrementó su importancia relativa a 45%, los otros pasivos a largo plazo se elevaron a un 5% de participación y los intereses por pagar a largo plazo cerraron con una importancia relativa del 2%.

De esta forma, EAAI expone su giro financiero concentrado en el largo plazo, el cual está enfocado a permitir el espacio de tiempo oportuno para que se consoliden comercialmente los distintos aeropuertos administrados por la organización y se alivie paulatinamente la presión de liquidez que debe ser gestionada.

5.3 PATRIMONIO

El patrimonio de EAAI suma C\$532,34 millones (US\$20,51 millones) para junio 2014, contabilizando decrecimientos por el orden del 15% trimestral y 12% anual, a causa de la erosión que ocasiona la acumulación de pérdidas.

En general, el patrimonio consta de terrenos cedidos por el Gobierno de Nicaragua que no pueden ser vendidos, traspasados o embargados para el pago de las obligaciones, así como de los aportes del Estado de Nicaragua.

Puntualmente, las pérdidas acumuladas se ubican en C\$1.035,16 millones (US\$39,89 millones) al cierre del segundo trimestre del 2014, éstas se derivan en gran parte de los costos financieros asumidos por EAAI para desarrollar la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

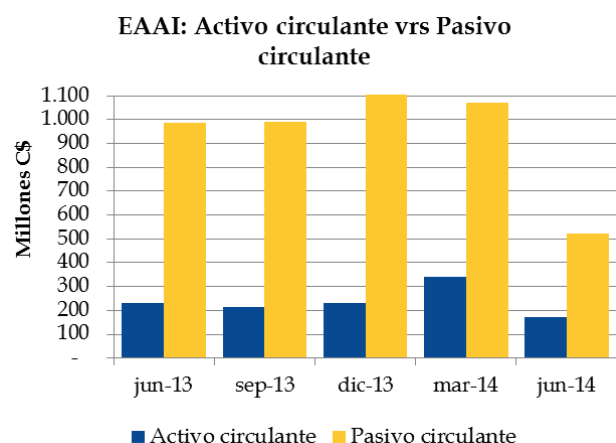
6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

6.1 LIQUIDEZ

Estudiando la capacidad de EAAI para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, es notable que la entidad mantiene una brecha negativa de liquidez al presentarse la relación *Activo circulante < Pasivo circulante*; lo cual significa que la masa actual de recursos líquidos no logra cubrir la totalidad de obligaciones con vencimiento dentro del próximo año.

En consecuencia, la organización mantiene un monitoreo diario de sus flujos de efectivo y mediante el análisis sobre la prelación de sus obligaciones, tanto financieras como comerciales, ha logrado sostener una adecuada administración de los flujos para asegurar su solvencia con sus distintos acreedores.

Puntualmente, la brecha de liquidez negativa suma C\$350,99 millones (US\$11,72 millones) para junio 2014, y contabiliza reducciones de 52% trimestral y 53% anual, debido al efecto de la cancelación de la serie A de los bonos BRADE y el traslado de obligaciones registradas como pasivos corrientes hacia pasivos al largo plazo.



Dicho reajuste contable, ocasionó que en términos absolutos, la reducción de los pasivos circulante fuera 3,19 veces mayor a la reducción que mostraron los activos circulantes, por lo que si bien la cancelación de la serie A de los bonos BRADE significó un impacto considerable a la cantidad de recursos líquidos disponibles, la precisión contable efectuada en el pasivo al largo plazo logra sostener el nivel de liquidez durante el presente trimestre.

Lo anterior se demuestra mediante una razón circulante a junio 2014, que incluso mejora ligeramente su nivel con respecto al trimestre anterior, al cerrar en 0,33 veces. Esto

significa que los activos circulantes cubren el 33% de las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa.

Liquidez	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14
Razón circulante	0,24	0,22	0,21	0,32	0,33
Prueba ácida	0,23	0,21	0,20	0,31	0,31

Es importante precisar, que después de la reclasificación efectuada en el pasivo circulante, actualmente solo el préstamo Balloon Payment mantenido con Banpro se enmarca como una operación registrada al corto plazo cuya exigibilidad real es al largo plazo, debido a la naturaleza propia del préstamo. Por ello, si se elimina este efecto del total de pasivos circulantes, la razón circulante mejora a 0,45 veces para junio 2014.

Pasando al análisis del flujo de caja proyectado con el que cuenta la entidad para todo el plazo de vigencia de las emisiones, se destaca que dentro de sus principales supuestos se considera un crecimiento anual del 5% en los ingresos operativos, un crecimiento anual del gasto en 2%, financiamiento externo con condiciones favorables, aumento de las tarifas y las inyecciones de recursos por parte del MHCP hasta el 2017.

Con relación a esos compromisos asumidos por el MHCP para hacer frente a aquellas deudas contraídas para el desarrollo de la infraestructura aeroportuaria, a continuación se detallan los montos de las distintas asignaciones presupuestarias a efectuarse hasta el 2017, incluidos dentro del Presupuesto General de la República y el Marco Presupuestario de Mediana Plazo (MPMP) del Gobierno de Nicaragua:

Programa de Asignaciones MHCP	
Año	Monto
2015	6.727.504,34
2016	5.360.360,74
2017	3.245.797,93
Total	\$15.333.663,01

Fuente: Información administrada por la Administración de EAAI.

Para el segundo trimestre del 2014, EAAI cierra con un flujo de caja real acumulado de US\$3,01 millones, el cual es un 133% mayor al registrado durante el cierre del segundo trimestre del año 2013.

Este crecimiento interanual en la caja final, se logra después de que la empresa mostrara una generación de entradas de efectivo 8% mayor que la realizada durante el segundo trimestre del año anterior, lo cual fue impulsado por un crecimiento interanual del 9% y 6% en las entradas de efectivo por ingresos de servicios aeroportuarios y por

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

ingresos de servicios auxiliares, respectivamente. Para el cierre del año 2014, EAAI proyecta cerrar su flujo de caja en US\$1,61 millones.

Asimismo, cabe señalar que el flujo de caja acumulado a junio 2014 considera las transferencias efectuadas por el MHCP durante el periodo, así como la consecuente amortización de varios préstamos y una disminución del 44% interanual en las salidas de efectivo por concepto de inversiones, esto como parte del proceso que EAAI lleva a cabo para extraer de su operación la inversión en infraestructura aeroportuaria y pasar esta a manos del Gobierno de Nicaragua.

6.2 ENDEUDAMIENTO

Para el cierre del segundo trimestre del 2014, EAAI sostiene su alto apalancamiento financiero, tras registrar una razón de deuda que llega a 84,50%, la cual crece ligeramente tanto trimestral como interanualmente debido a que si bien se han amortizado varias obligaciones, la consecuente disminución de la posición activa y la entrada de algunos préstamos para necesidades particulares, sostiene el peso de los pasivos en las finanzas de la organización.

En general, las obligaciones financieras suman C\$1.547,63 millones (US\$59,63 millones) para junio 2014, por lo que se aumentan 2% de manera trimestral, aunque interanualmente se registran una reducción de 6%. Lo anterior es producto de la cancelación específica de obligaciones por medio de los recursos aportados por el MHCP y la entrada de dos préstamos por los siguientes conceptos:

- Préstamo bancario por US\$700.000,00 por parte de BAC Nicaragua, esto para cubrir gastos de emergencia para habilitar el aeropuerto de Panchito, debido a los eventos de sismicidad que se encontraba viviendo el país.
- Préstamo con CARUNA por US\$1.200.000,00 para el pago a la constructora MECO por concepto de avalúos pendientes contratados con la institución.

Lo anterior, originó un impacto general en los indicadores de endeudamiento de EAAI para junio 2014, donde por el lado del interés promedio sobre pasivos, el indicador refleja el costo creciente que asume EAAI por su financiamiento, el cual, pese al incremento observado en la generación de utilidades operativas (+71% interanual), genera una caída trimestral en la capacidad de cobertura de los intereses.

Por su parte, tras la disminución continua de la base patrimonial, el endeudamiento se vuelve a elevar tanto

trimestral como interanualmente, por lo que a junio 2014, los pasivos superan a la posición patrimonial en 5,45 veces.

Endeudamiento	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14
Razón de deuda	83,10%	84,88%	86,57%	82,73%	84,50%
Cobertura de intereses	38%	30%	-1%	93%	59%
Endeudamiento	4,92	5,61	6,45	4,79	5,45
Interés medio sobre Pasivos	5,03%	5,60%	5,74%	4,83%	5,70%

La entidad mantiene colocados en el mercado los Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II), cuya emisión fue efectuada por US\$4,00 millones. Al 30 de junio del 2014, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.380.838,71 equivalentes a US\$400.000,00 y en el largo plazo el saldo por esta obligación asciende a la suma de C\$7.785.635,72 equivalentes a US\$300.000,00, denotándose una amortización de US\$100.000,00 durante el presente trimestre bajo evaluación.

Es importante recordar que el vencimiento de los BIAN II está establecido para el 25 de enero del 2016 según prospecto. Con relación al monto total emitido en los BIAN II (\$4,00 millones), se ha amortizado el 83% del total de la emisión.

En conjunto, EAAI cuenta con la emisión de \$42 millones correspondientes a los Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE), de los cuales se colocaron en su totalidad las series A (cancelada el 1 de abril del 2014), B, C y \$2 millones de la serie D.

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)			
Clase de instrumento	Bonos		
Nombre de la emisión	Serie B	Serie C	Serie D
Monto de la emisión (millones)	US\$15,00	US\$20,00	US\$2,00
Plazo (años)	10	15	20
Fecha de emisión	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009
Fecha de vencimiento	1-abr-2019	1-abr-2024	1-abr-2029
Tasa de interés	8,25%	8,50%	9,00%

Para tal efecto, es importante mencionar que el prospecto de los bonos BRADE constituye una Cuenta de Reserva que se alimenta a través del flujo de los contratos de Derecho de Terminal, así como por aportaciones extraordinarias según el comportamiento del flujo de efectivo, para contribuir al pago del principal de los valores.

Este aprovisionamiento es administrado por INVERCASA, a través de una Cuenta de Reserva en una Institución Bancaria de primer orden.

Después del pago de la serie A de los bonos BRADE, la Cuenta de Reserva vuelve a reiniciar su crecimiento hasta alcanzar la fecha de vencimiento de la siguiente serie emitida. Al 31 de julio del 2014, el fondo suma US\$287,889.15, según el último estado de cuenta del fondo

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

de reserva, monto que equivale a un 1,92% de la serie B de los bonos BRADE.

Siguiendo con las precisiones sobre el endeudamiento de EAAI, el 70% del total de la deuda comercial a corto plazo se compone de un préstamo con BANPRO, donde las cuentas se encuentran calculadas con base a 5 y 10 años y se aplica el “Balloon Payment” al finalizar cada periodo de 12 meses, realizando una renovación por un periodo similar hasta concluir el plazo originalmente pactado. El monto original de este crédito es por US\$7,0 millones, cuyo saldo a junio 2014 se registra en US\$5,63 millones.

Si bien la modalidad “Balloon Payment” requiere del registro de estos préstamos dentro del rubro a corto plazo, cabe destacar que la exigibilidad de los mismos no es al corto plazo, si no que su cancelación está pactada en el largo plazo, lo cual alivia las programación de pagos de obligaciones de la entidad.

7. ANÁLISIS DE GESTIÓN

7.1 ACTIVIDAD

Analizando las distintas obras que realiza EAAI, para el presente periodo se destacan dentro de los principales egresos correspondientes a proyectos, los siguientes:

- Ampliación de la pista del Aeropuerto de San Juan.
- Construcción de plataformas áreas y acceso a pista en el Aeropuerto de Managua.
- Mejoramiento y ampliación de la pista de aterrizaje y plataformas del Aeropuerto de Corn Island.
- Construcción de cerca perimetral en el sector de ampliación de la pista del Aeropuerto de Managua.
- Conclusión de obras covachas del Aeropuerto de Managua.

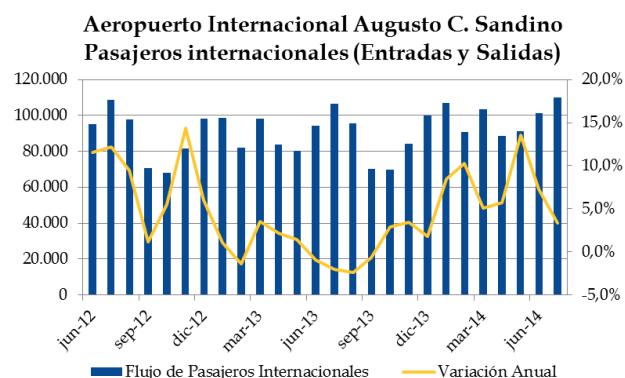
En cuanto a los índices de actividad de la entidad, la rotación del activo circulante (RAC) llega a 4,78 veces, aumentando tanto interanual como trimestralmente a causa del efecto conjunto entre la mejoría del nivel de ingresos y la disminución observada en los activos circulantes.

De la misma forma, la mejor generación de ingresos elevó la rotación del activo fijo y del activo total al nivel más alto registrado durante el último año. Además, la tendencia de crecimiento que se percibe en los indicadores, da señales de expansión en la actividad aeroportuaria de EAAI, que se traduce en una mayor generación de ingresos a través de su activo fijo.

Actividad	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14
RAC	2,93	3,29	3,06	2,44	4,78
RAF	0,20	0,21	0,21	0,25	0,25
RAT	0,19	0,20	0,20	0,23	0,24

Con respecto a la actividad aeroportuaria referente a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino propiedad de EAAI, es importante destacar que el aeropuerto presenta estacionalidades en el comportamiento del flujo de pasajeros, siendo los periodos de diciembre a marzo y de julio a setiembre cuando se registra la mayor entrada y salida de pasajeros internacionales y por ende el mayor movimiento a nivel de ingresos.

El segundo trimestre del 2014 presenta una decrecimiento del 7% en su flujo total de pasajeros internacionales, con respecto al trimestre anterior, debido al efecto estacional. Sin embargo, interanualmente durante este trimestre se atendió a un 9% más de pasajeros internacionales.



Como se observa en la línea tendencia de la tasa de variación anual, hasta mayo 2014 se presentó un sostenido incremento interanual en el flujo de pasajeros internacionales, por encima incluso de las proyecciones que mantiene la administración de EAAI.

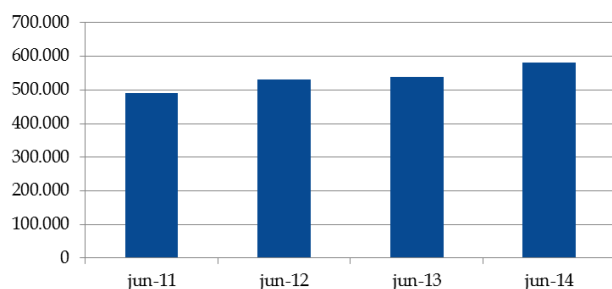
Al final, las mejoras en infraestructura logradas han significado un impacto directo al flujo de pasajeros que este aeropuerto puede recibir, elevando en los últimos 4 años el ritmo de entradas y salidas de pasajeros internacionales.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino
N° Pasajeros internacionales (Entradas y Salidas)
Acumulado Anual



El incremento en la operación de EAAI, así como la cobertura de las necesidades de los otros aeropuertos como Ometepe y San Juan, ha significado un aumento en los gastos administrativos, lo cual repercutió en los niveles de rotación de este tipo de gasto para junio 2014.

Por otro lado, al percibirse un importante incremento anual en la utilidad de operación, se presentó una mejora en la razón de cobertura de los gastos administrativos, al ubicarse en 0,64 para el cierre del segundo trimestre del 2014. Trimestralmente, el indicador cae debido al efecto estacional.

Actividad	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14
Rotación Gtos. Adm.	28,41	24,96	21,94	22,71	22,51
Util. Operac/Gtos Adm.	0,45	0,36	-0,02	0,85	0,64

8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al finalizar el segundo trimestre del 2014, EAAI presenta un incremento del 19% en sus ingresos totales con respecto a los registrados durante el mismo periodo del año anterior, tras contabilizar C\$418,40 millones (US\$16,12 millones).

Esto es consecuencia de un mayor nivel de actividad aeroportuaria que elevó los ingresos por servicios aeroportuarios en un 20% durante el último año, además del crecimiento en los réditos generados por servicios auxiliares (+13% interanual), así como en otros líneas de ingreso donde se destacan aquellos por concepto de comisión de servicios de rampa (+56% interanual), concesiones (+18% interanual) y otros ingresos financieros (+17% interanual).

De esta forma, los ingresos de la entidad se componen en un 80% por servicios aeroportuarios, 14% por ingresos auxiliares, un 3% corresponde a los otros ingresos financieros y el restante 3% por ingresos generados a través de las concesiones y la comisión de servicios de rampa.

Al mismo tiempo, se registra un ascenso en los gastos totales por el orden del 15% interanual, al sumar éstos C\$531,22

millones (US\$20,47 millones). Dicha variación es causada por el crecimiento del 16% interanual en los gastos financieros, un 21% más de costos por servicios aeroportuarios, como respuesta al crecimiento de operación aeroportuaria, y el incremento de 21% en los gastos de administración, principalmente.

De forma general, para junio 2014 los costos y gastos de EAAI se componen, primordialmente, en 33% por los gastos financieros, 21% por costos de servicios aeroportuarios, con 16% de importancia relativa se ubican las depreciaciones y los gastos administrativos significan un 14%.

Puntualmente, dentro de los gastos administrativos el crecimiento se origina a raíz del aumento del 68% en los gastos de viaje, derivados de los costos asumidos por el traslado de funcionarios especializados vinculados al proceso de certificación y los gastos de viajes de la Gerencia General por motivo de las negociaciones sobre el proyecto del canal. Adicionalmente, las necesidades de capital humano para los nuevos aeropuertos incrementaron en un 15% los gastos por concepto de sueldos y beneficios al personal.

Analizado por unidades de negocio, el crecimiento del gasto administrativo es explicado en un 99% por los gastos originados en la Gerencia General, que básicamente responden al aumento de los gastos señalados en el párrafo anterior.

Por su parte, dentro de los gastos financieros se encuentran aquellos originados por pérdida cambiaria (12% de los gastos totales), la cual se produce esencialmente al revalorizar las obligaciones financieras (prestamos con la banca comercial, préstamos concesionales y bonos) y que representa 37% del total de gasto financiero acumulado y consume el 18% de los ingresos totales acumulados.

Este concepto, se genera por un efecto contable ligado a una condición de la política monetaria de Nicaragua, por lo que no involucra aspectos de eficiencia operativa de la entidad como tal.

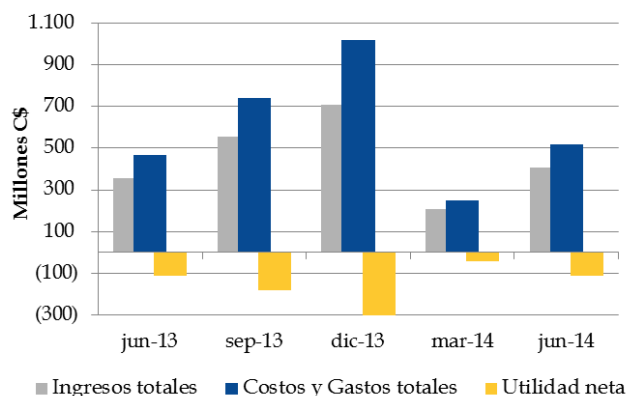
En detalle, el efecto negativo que causa esta revaloración cambiaria obedece a un aspecto estructural sobre el sistema de deslizamiento cambiario en Nicaragua, en conjunto con los aspectos coyunturales del mercado de divisas en este país, que producen una depreciación continua de la divisa, causando que el incremento de este rubro en las finanzas de EAAI sea una constante.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
 Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
 Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
 San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
 Condominio Metro 2000, local 13 A

EAAI: Estado Resultados Acumulado



Al final, para junio 2014 el efecto conjunto de ingresos y gastos produjo un resultado del periodo que totalizó C\$112,82 millones (US\$4,35 millones) de pérdida acumulada, por lo que se sostiene la situación de pérdida de EAAI, incrementándose ligeramente en un 2% de forma interanual.

A la fecha, el nivel actual de ingresos aún no es lo suficientemente alto para que la Empresa sea capaz de revertir, por sí sola, su nivel de endeudamiento y situación de pérdida. Sin embargo, este escenario sería afectado positivamente según se efectúen los distintos pagos del Programa de Asignación Presupuestaria del MHCP, al aliviar la carga de la deuda comercial de EAAI.

Analizando a EAAI en razón del EBITDA, el cual mide el desempeño operativo de la empresa, se observa como la entidad ha incrementado sus beneficios de operación interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de C\$133,46 millones (US\$5,14 millones), presentando así un incremento interanual del 24%.

EAAI EBITDA -En Córdoba (C\$)-			
	jun-13	jun-14	Δ anual
Utilidad Bruta	28.688.872,68	49.194.373,43	71%
(+) Depreciación	79.071.998,84	84.265.536,38	7%
EBITDA	107.760.871,52	133.459.909,81	24%
Ventas	340.264.672,70	406.736.391,82	20%
Margen EBITDA	32%	33%	

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI mejora ligeramente su nivel de forma interanual, en razón a su empleo de costos operativos, lo cuales consumen alrededor del 85% de los ingresos totales.

9. RENTABILIDAD

Tanto el rendimiento de operación sobre activos como el margen de utilidad operativa muestran una recuperación interanual a junio 2014, impulsada por la mejor generación de ingresos que ha obtenido EAAI.

Después del primer trimestre del 2014, periodo caracterizado por un buen dinamismo en el flujo de pasajeros y servicios aeroportuarios prestados, se registra una contracción normal en ambos indicadores, ya que por estacionalidad, el segundo trimestre se presenta un menor dinamismo en la actividad aeroportuaria.

Por otro lado, al mantenerse las pérdidas en los resultados de EAAI, los indicadores de rendimiento sobre activos (ROA) y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) continúan mostrándose negativos.

De igual forma el efecto del apalancamiento sigue evidenciando el impacto negativo que genera el pago de intereses en la estructura de rentabilidad de la organización, aunque tras la disminución de la deuda comercial, lograda por el aporte del Estado, el efecto se redujo de forma interanual.

Rendimientos	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14
Rend. Operación / Activos	1,60%	1,45%	-0,07%	3,72%	2,86%
ROA	-6,20%	-6,89%	-8,81%	-4,45%	-6,57%
ROE	-36,66%	-45,55%	-65,63%	-25,77%	-42,39%
Margen de utilidad operativa	8%	7%	-0,36%	16%	12%
Efecto apalancamiento	-3,43%	-4,15%	-5,81%	-1,11%	-2,83%

10. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Hacia junio 2014, el índice de costo de servicios asciende trimestralmente a 40,24%, significando que para este periodo los gastos por servicios, tanto aeroportuarios como auxiliares, tuvieron un mayor peso dentro de la estructura de rentabilidad; sin embargo, el crecimiento interanual en los ingresos totales disminuyó el indicador con respecto a lo registrado a junio 2013.

Similarmente, el indicador de gastos de operación presenta mejoras de forma interanual a causa del aumento anual en los ingresos percibidos por la operación aeroportuaria, aunque hay un ligero crecimiento trimestral. En general, para junio 2014, EAAI denota una ligera mayor holgura en rentabilidad operativa.

Adicionalmente, el indicador de gasto financiero crece ligeramente hacia junio 2014 al ubicarse en un 37,46%, debido al registro del pago de intereses de los bonos BRADE. Sin embargo, interanualmente hay una reducción

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

notable en el indicador que confirma el proceso de ajuste en la carga pasiva de la organización, de manera que se reduzca el peso que el gasto financiero ocupa dentro del esquema de rentabilidad.

Costos De Transformación	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14	jun-14
Costo de Servicios	41,24%	42,01%	44,34%	37,40%	40,24%
Gastos Operación	50,32%	50,79%	56,02%	46,39%	47,67%
Gasto Administrativo	18,56%	19,93%	22,90%	19,18%	18,76%
Gasto Financiero	45,57%	46,19%	44,99%	34,02%	37,46%

En general, al cierre del ejercicio bajo análisis se observa como la entidad sostiene la reversión en la tendencia del peso que significan cada uno de los costos dentro de los ingresos totales, suscitada después de la inyección de recursos del MHCP.

Así, en la medida que se mantenga una generación de ingresos creciente y se logre el reajuste a los pasivos de la entidad, se observará un decrecimiento en tales indicadores de forma que logren alcanzar el equilibrio con el nivel de ingresos.

Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades No Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada ante el ente regulador en noviembre del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en enero del 2009. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. "SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."

Las calificaciones emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el período y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407 | 2102-9511
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A