

## EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES

### Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

**Sesión ordinaria: N° 4032014**

**Sesión extraordinaria de ratificación: N°4042014**

**Información financiera:** no auditada al 31 de marzo del 2014.

**Contactos:** Alexander Meza Schmidt  
Cindy Alfaro Azofeifa

Analista Financiero  
Analista Senior

[ameza@scriesgo.com](mailto:ameza@scriesgo.com)  
[calfaro@scriesgo.com](mailto: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. 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 31 de marzo del 2014.

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)
Corto					
Plazo	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	Estable	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)

\*La calificación actual varió con respecto a la anterior.

Adicionalmente, 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 varió con respecto a la anterior

Por otra parte, 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 A	5,00	scr A+ (nic)	scr A+ (nic)
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 A:** Emisiones con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

**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”

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

## 2. FUNDAMENTOS

Las calificaciones otorgadas a la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua, S.A. 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 un 23% en el último año y presenta un margen del 36%, 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.
- Presencia de la programación financiera que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha desarrollado para sanear los pasivos de EAAI, registrándose la inyección de US\$6.667.904,51 para el mes de marzo 2014, las cuales afectan positivamente el flujo de caja y empiezan a evidenciar cambios en los resultados financieros de la organización.
- Crecimiento del 27% en el patrimonio de EAAI durante el último trimestre, después de presentar una tendencia de contracción durante el último año, gracias al aporte Estatal.
- Inclusión dentro del Presupuesto General de la República y el Marco Presupuestario de Mediano Plazo, los distintos montos de asignación del período 2015-2017, establecidos por el MHCP para la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua.
- Los Bonos BRADE requieren una provisión en la cuenta de reserva de al menos 4,5% de la colocación, para el cierre de marzo 2014, esta provisión tiene un saldo que cubre 101% el monto a ser cancelado en la serie A (cuyo vencimiento se registra para el 1 de abril del 2014, día que fue pagada la totalidad de la serie) y el 12% del total del monto colocado.
- 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 80% del total de la emisión.

### OPORTUNIDADES

- 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.

### RETOS

- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para marzo 2014 se muestra en 4,79 veces. Esto presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas, aunque se denota una reducción del nivel de endeudamiento durante el periodo bajo estudio.
- Mantener un adecuado crecimiento de operación aeroportuaria que permita una generación de ingresos positiva para la readecuación de la estructura financiera.
- 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.

### 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.

## 3. ENTORNO ECONÓMICO

### 3.1 Producción nacional

De acuerdo con Banco Central de Nicaragua (BCN) al cierre de 2013, la actividad económica experimentó un crecimiento del 4,6%, que resulta inferior al compararlo con el promedio de los dos últimos años (5,3%).

A pesar de lo anterior, dicho comportamiento supera al registrado por el resto de los países centroamericanos, con excepción de Panamá.

### OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

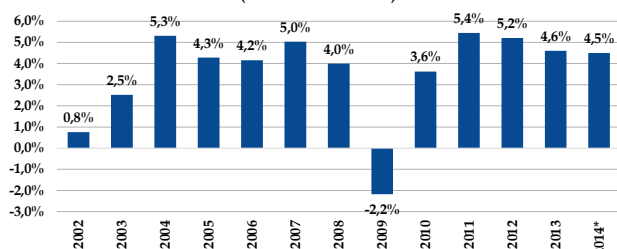
**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

Asimismo, la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), proyecta un crecimiento de la economía para 2014 alrededor del 5,0%, manteniendo el segundo mayor de la región centroamericana, sólo superado por Panamá.

Como parte de las amenazas para alcanzar dicha meta, se encuentra una persistente volatilidad de la economía global, el comportamiento de los precios de los principales productos de exportación y los efectos sobre la producción cafetalera a consecuencia del impacto de la roya en el 2013.

**Gráfico 1**  
Tasa de variación anual del Producto Interno Bruto (PIB)  
a precios constantes  
(Período 2002 - 2014)



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

### 3.2 Índice mensual de actividad económica (IMAE)

La economía nicaragüense mostró un crecimiento interanual a diciembre 2013 del 3,2% y del 5,0% en el promedio anual, de acuerdo con los datos que refleja el Índice Mensual de Actividad Económica (serie original) publicado por el BCN.

Al analizar la composición del indicador por actividad económica, las mayores tasas de crecimiento interanual se presentaron en silvicultura, pesca y minas con un 29,0%, seguido de construcción con 7,7%, hoteles y restaurantes 7,3%, manufactura 7,0% y financiero con 6,8%. La actividad de agricultura mostró una tasa interanual a diciembre muy cercana a cero, mientras que cuatro actividades evidenciaron tasas negativas; pecuarias (11,1%), alquileres (5,8%), transporte y comunicación (4,6%) y energía y agua (0,3%).

### 3.3 Desempleo

El salario promedio nominal de los afiliados al Instituto Nicaragüense de Seguridad Social (INSS) aumentó 7,4% con relación a 2012, y la afiliación se comportó en línea con la actividad económica, registrando un crecimiento de 8,0% (7,8% en 2012). La Encuesta Continua de Hogares (ECH) del Instituto Nacional de Información de Desarrollo (INIDE), indica que la tasa de desempleo abierto (Población desocupada abierta / Población económicamente activa) alcanzó 5,3% en el cuarto trimestre de 2013.

### 3.4 Finanzas públicas

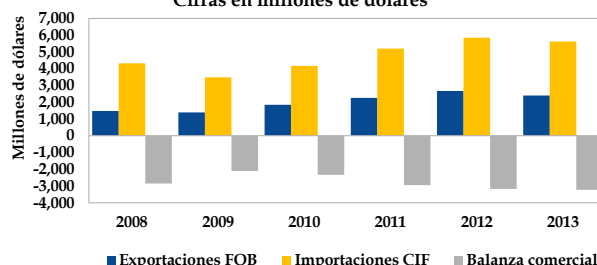
Durante el año 2013, los objetivos de la política fiscal continuaron enfocados a garantizar un financiamiento sostenible a los proyectos, tendientes a reducir paulatinamente los niveles de pobreza por medio de una mayor inversión en infraestructura y fortalecimiento del capital humano.

En ese sentido, para 2013 la erogación total del Sector Público No Financiero (SPNF) registró un crecimiento de 12,2% (14,2% en 2012), asociado principalmente a un mayor impulso al gasto público en infraestructura productiva. Así el gasto de capital creció 27,0% (13,2% en 2012), reflejándose un déficit después de donaciones para el SPNF del 1,0% por ciento en relación al PIB (déficit de 0,2% en 2012).

### 3.5 Comercio exterior

El déficit comercial ascendió a 2.792,3 millones de dólares, incrementándose en 1,9% respecto al déficit mostrado en 2012, esto como resultado de la reducción del valor de las exportaciones FOB (-10,3%) y a una merma en las importaciones FOB del -4,2%.

**Gráfico 2**  
Balanza comercial  
a diciembre de cada año  
Cifras en millones de dólares



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN

El resultado observado en el déficit a diciembre de 2013, está influenciado principalmente por el deterioro interanual de los términos de intercambio (8,2%), debido a una reducción promedio interanual de los precios de exportación (9,3%). Tal comportamiento de los precios, afectó el valor de las exportaciones de productos como el café, azúcar, oro, entre otros.

### 3.6 Evolución del tipo de cambio

La conducción de la Política Cambiaria durante el 2013, continuó bajo un esquema de minidevaluaciones programadas, el cual está vigente desde el año 2003.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

El tipo de cambio al 31 de diciembre de 2013, fue de C\$25,3318 córdobas por dólar, con una devaluación anual del 5,0%, misma observada al finalizar el 2012.

### 3.7 Inversión extranjera directa

Según estimaciones del BCN, la inversión extranjera directa medida en términos brutos al finalizar el 2013 se ubicó en US\$1.358,4 millones, con un crecimiento del 5,8% respecto a lo observado en 2012.

### 3.8 Política monetaria

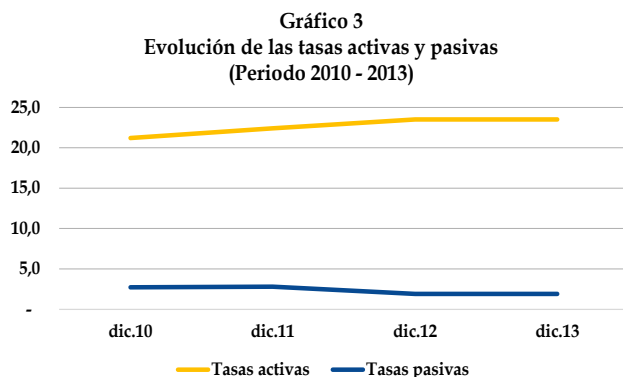
La conducción de la Política Monetaria durante el 2013 contribuyó a alcanzar un crecimiento económico sostenido, con bajas tasas de inflación y el mejoramiento de indicadores sociales.

Según se indica en el Informe Monetario Financiero emitido por el BCN, el Programa Monetario Anual del 2013 se apoyó en las operaciones de mercado abierto, con una colocación de 323,5 millones de dólares en Letras a valor facial durante el año, y se redimieron 256 millones de dólares, para una colocación neta de 67,5 millones de dólares, con una tasa promedio de rendimiento del 2,1%.

### 3.9 Tasas de interés

Según datos del BCN a diciembre de 2013, la tasa activa, se ubicó en 23,5%; 100,2 puntos base superior a la tasa reportada en el mes anterior (22,5%), producto de una mayor dinamismo de tarjetas de créditos.

Mientras que, la tasa pasiva al mismo periodo se ubicó en 1,9%, equivalente a una reducción de 138,4 puntos base respecto al mes anterior (3,3%).



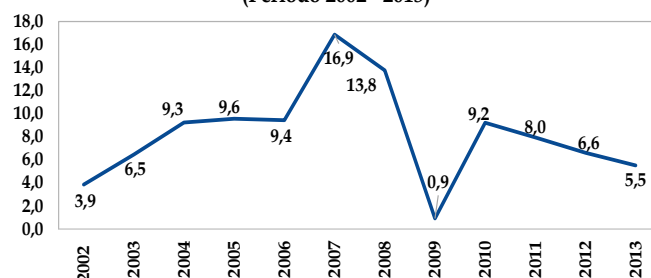
Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

### 3.10 Inflación

Con datos del BCN al cierre de diciembre de 2013, la inflación mensual fue de 1,08%, inferior al 1,64% del mismo mes del año anterior. Este comportamiento corresponde a la sensibilidad mostrada en los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas, recreación y cultura y transporte.

En términos acumulados, el indicador de inflación reporta a diciembre de 2013 el 5,54%, inferior al registro histórico de los años 2012 (6,62%) y 2011 (7,65%). Este comportamiento es explicado por los menores precios en alimentos y bebidas no alcohólicas, alojamiento, agua, electricidad, otros combustibles, restaurantes y hoteles, que representaron en conjunto el 61,6% del resultado acumulado (3,41pp).

**Gráfico 4**  
Tasa de variación del indicador de inflación  
Año base 2006  
(Periodo 2002 - 2013)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

### 3.11 Remesas

Con cifras del BCN a diciembre de 2013, el saldo acumulado en remesas ascendió a US\$1.077,7 millones, mayor a lo mostrado en igual periodo de 2012 (US\$1.014,20 millones), evidenciando un incremento porcentual del 6,3%. En términos porcentuales, el aumento para 2013 fue moderado, respecto al 11,0% del año anterior.

El origen de las remesas del exterior, provienen en su mayoría de los Estados Unidos (US\$629,4 millones), Costa Rica (US\$241,9 millones) y España (US\$56,8 millones). Mientras que las remesas procedentes de Canadá, México, El Salvador y Panamá aportaron en conjunto US\$61,0 millones. De esta manera, las remesas constituyeron al cierre de 2013, una fuente importante de divisas, traducida en un 9,6% del PIB.

### 3.12 Retos a mediano plazo

Los principales retos para mantener el crecimiento y la estabilidad económica, requisito fundamental para atender los graves problemas sociales que presenta la nación,

## OFICINAS REGIONALES

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

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

seguirán íntimamente vinculados al comportamiento de la economía mundial y especialmente a la de sus principales socios comerciales.

Si bien existen señales de mejoramiento en el desempeño de la economía de los Estados Unidos, todavía su crecimiento no se acerca al experimentado en los años previos a la crisis, por lo que persiste aún la incertidumbre sobre su comportamiento en el mediano plazo y el efecto que ello tendrá en las economías de la región.

Adicionalmente se debe considerar que la economía nicaragüense, recibió en los últimos años un flujo importante de recursos provenientes de los países de la iniciativa del ALBA, así como de organismos multilaterales de crédito, que han apoyado los programas de crecimiento económico y de ayuda social a las clases más vulnerables, por lo que cualquier interrupción de tal ayuda, podría derivar en un severo impacto, tanto a nivel económico como social.

## 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.

La Organización de Aviación Civil Internacional (OACI), distinguió a Nicaragua como el segundo país de América con el mejor cumplimiento de las normas internacionales en materia de seguridad aeroportuaria, solo detrás de Canadá.

## 5. ESTRUCTURA FINANCIERA

EAAI se encuentra en 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 implicaba esta situación, EAAI se vio obligada, 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 primer trimestre del 2014, tanto de forma interanual como trimestral, se observan ligeras variaciones en las cuentas principales de la estructura financiera, lo cual señala

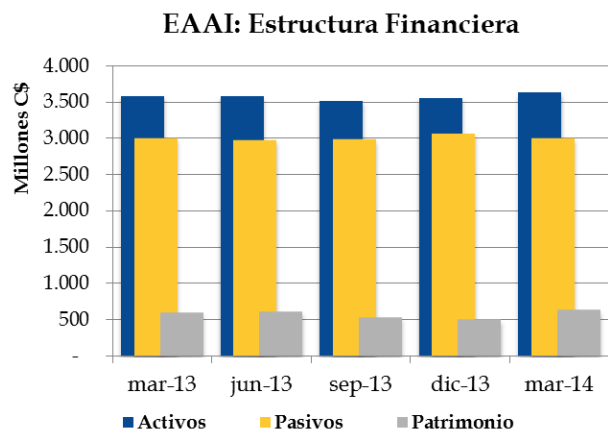
### OFICINAS REGIONALES

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

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

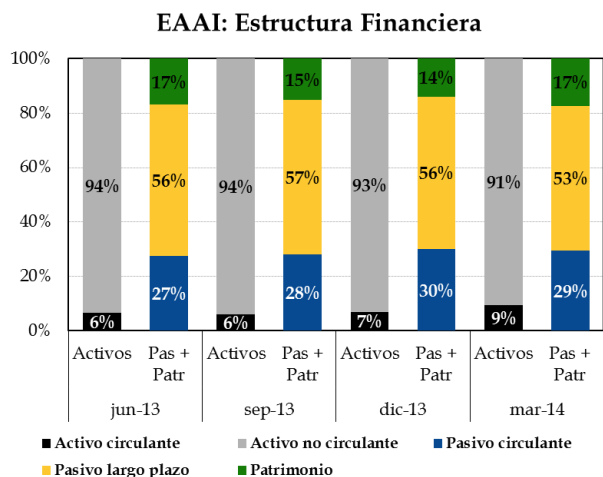


un comportamiento estable en las finanzas de la organización que se denotan por poseer un activo circulante que varía conforme se hace frente a los gastos y deuda de la entidad, y un pasivo que mantiene su nivel y hace frente al primer vencimiento de sus obligaciones con el público inversionista.



Con relación a la posición patrimonial, se revierte la tendencia de contracción mostrada a partir de junio 2013, tras registrarse en el mes de marzo 2014 la entrada de alrededor US\$6,67 millones, como parte del programa de reajuste de adeudos que lleva a cabo el MHCP.

Por tal motivo, el patrimonio registra aumentos del 27% trimestral y 7% anual, afectándose en ese sentido la partida de aportes del estado.



Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, al final del primer trimestre del 2014 se refleja una brecha negativa de liquidez que se contrae mediante el aumento de la importancia relativa del activo circulante al 9%, donde la inyección de recursos por parte del Estado de Nicaragua empieza a denotar una

recuperación en los niveles de cobertura de las obligaciones financieras de la entidad.

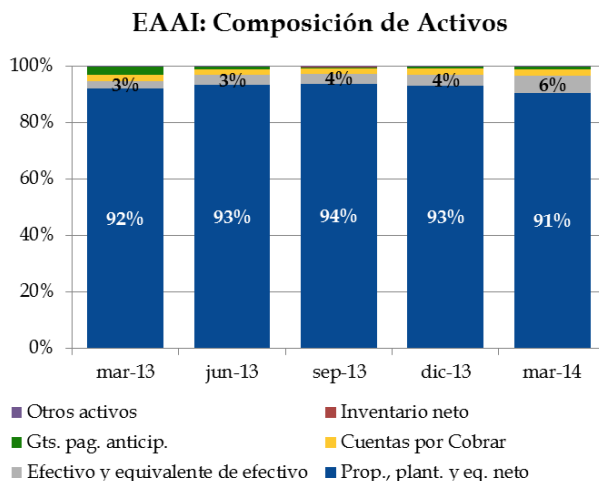
Al mismo tiempo, considerando el peso del pasivo no circulante dentro de la estructura financiera, se expone el giro financiero a largo plazo del negocio de EAAI.

## 5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.637,03 millones (US\$141,86 millones) para marzo 2014, mostrando un crecimiento interanual del 1% y una variación trimestral positiva de 2%, la cual es causada principalmente por la inyección de efectivo que realizó el Gobierno en la estructura financiera de la entidad.

En ese sentido, la partida de efectivo y equivalentes de efectivo presenta un aumento trimestral del 51% e interanual del 133%, ocasionando una ligera variación en la composición relativa de los activos, ya que la propiedad, planta y equipo pasó a significar un 91% del total y la partida de efectivo incrementó su importancia relativa a 6% para marzo 2014. Por su parte, las cuentas por cobrar equivalen al 2% del activo total.

En general, es notable como los activos se concentran de forma importante en la propiedad, planta y equipo, que significa toda la infraestructura aeroportuaria con que cuenta EAAI para la generación de ingresos.



Dentro de otras variaciones importantes en los componentes del activo para marzo 2014, los gastos pagados por anticipado se incrementaron en un 83% de forma trimestral, tras el pago de seguros correspondientes al periodo.

Interanualmente esta partida se contrajo un 74%, ya que a marzo 2013 se realizó un reajuste contable por la auditoría, donde se hizo el registro, según las Normas Internacionales

## OFICINAS REGIONALES

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

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

de Información Financiero (NIIF), del descuento realizado por la colocación de los bonos BRADES, el cual luego sería acreditado con un debito a la cuenta (pasivo) de obligaciones por pagar sobre la emisión de títulos valores.

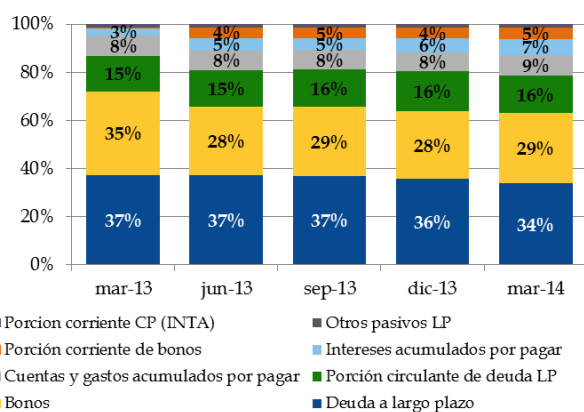
## 5.2 PASIVOS

Para el cierre de marzo del 2014, el pasivo de la entidad suma C\$3.008,90 millones (US\$117,36 millones), mostrando una ligera disminución trimestral de 2%, tras la cancelación de dos préstamos que mantenía la entidad (uno con BAC Nicaragua y otro con BANPRO). Esto disminuiría específicamente la deuda comercial a largo plazo y su porción circulante.

Sin embargo, interanualmente el nivel de obligaciones se sostiene, por lo que se muestra una pequeña variación positiva de 0,11%, impactada por el efecto de revalorización de las deudas por el tipo de cambio y la constante agregación de intereses por pagar, cuya suma total a marzo 2014 registra aumentos del 105% anual y 14% trimestral.

Recientemente, dentro de los cambios más relevantes en la estructura del pasivo, se destaca la entrada del primer vencimiento de los bonos BRADE, la cual elevó la importancia relativa de la porción corriente de bonos. Con relación a los demás componentes del pasivo, no se evidencian variaciones de consideración en las importancias relativas con respecto al último trimestre bajo evaluación.

**EAAI: Composición Pasivos**



En general, EAAI posee una estructura de obligaciones predominantemente concentrada en deuda a largo plazo y bonos, la cual ha presionado históricamente los niveles de gasto financiero de la entidad.

## 5.3 PATRIMONIO

El patrimonio de EAAI suma C\$628,14 millones (US\$24,50 millones) para marzo 2014, contabilizando aumentos por el

orden del 27% trimestral y 7% anual, a causa del incremento en los aportes del Estado, a raíz del programa de transferencias que lleva a cabo el MHCP.

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.

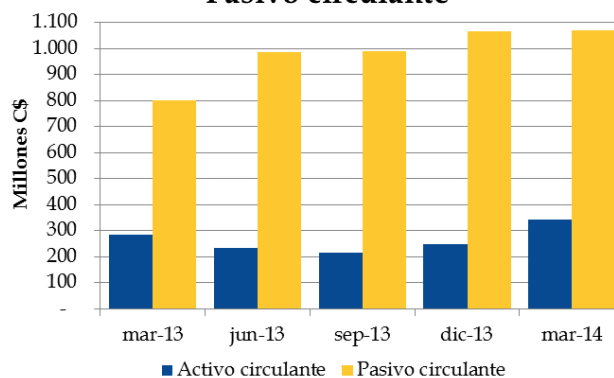
Una de las partidas de mayor peso y que impacta negativamente el balance de EAAI, son las pérdidas acumuladas, las cuales se ubican en C\$939,36 millones (US\$37,54 millones) al cierre del primer trimestre del 2014 y que se derivan en gran parte de los costos financieros asumidos por EAAI para desarrollar la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua.

## 6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

### 6.1 LIQUIDEZ

Estudiando la capacidad de EAAI para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, se destaca que a partir de la inyección de liquidez que realizó el MHCP se presenta una contracción en la brecha de liquidez negativa, indicando para marzo 2014 un monto de activos circulantes por el orden de C\$342,15 millones (US\$13,35 millones) y pasivos circulantes por una suma de C\$1.069,56 millones (US\$41,72 millones), que resultan en un capital de trabajo de negativo de C\$528,33 (US\$28,37 millones) el cual se contrajo un 18% durante el último trimestre y 25% en el último año.

**EAAI: Activo circulante vrs Pasivo circulante**



Simultáneamente, la razón circulante muestra una recuperación en el último trimestre al cerrar en 0,32 veces, significando que los activos circulantes sólo cubren 0,32 veces las obligaciones de corto plazo que mantiene la

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

empresa, por lo que se tiene que tomar parte de su activo fijo para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

Liquidez	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14
Razón circulante	0,35	0,24	0,22	0,23	0,32
Prueba ácida	0,35	0,23	0,21	0,23	0,31

No obstante, es necesario precisar que dentro del pasivo circulante se encuentran cuentas las cuales no representan una exigibilidad para EAAI, a saber:

- El préstamo con BANPRO bajo la modalidad Balloon Payment, cuya exigibilidad real es hacia el largo plazo y que por un tratamiento contable se registra en el pasivo circulante.
- Los préstamos concesionales con el gobierno Español y sus intereses, los cuales solo están a la espera del acta de condonación definitiva por parte del Gobierno Español.
- Las provisiones para el INAC y la Tesorería General de la República (TGR).

Debido a lo anterior, un 56% del pasivo circulante no simboliza una exigibilidad real en el corto plazo para la organización. Al realizar una sensibilización de la razón circulante en términos de esa exigibilidad real de los pasivos a corto plazo, se obtiene una razón de 0,73 veces, la cual mejora su nivel con respecto al trimestre anterior (0,53 veces).

Pasivo Circulante -31 de marzo del 2014-	Córdobas	Equivalencia en US\$
<b>Total pasivo a corto plazo</b>	<b>1.069.563.585,73</b>	<b>41.717.251,69</b>
Prestamos Banpro (modalidad Ballón Paymen)	147.258.769,66	5.743.680,17
Prestamos Concesionales (asumidos por MHCP)	276.076.269,18	10.768.077,15
Intereses por pagar ptmos concesionales	119.956.845,20	4.678.796,07
Otras Ctas por pagar (INAC provisión)	48.092.936,32	1.875.816,60
Otras Ctas por pagar (Transferencia a TGR provisión)	10.000.000,00	390.039,94
<b>Total deuda exigible real a corto plazo</b>	<b>468.178.765,37</b>	<b>18.260.841,76</b>
<b>Total Activo Circulante</b>	<b>342.153.313,58</b>	<b>13.345.345,79</b>
<b>Razón circulante</b>	<b>0,73</b>	<b>0,73</b>

La entidad cuenta con un flujo de caja proyectado al año 2029, el cual dentro de sus principales supuestos destaca un crecimiento anual de los ingresos operativos de un 5%, un crecimiento de los gastos de un 2%, financiamiento externo con condiciones favorables, aumento de las tarifas y recompra de los bonos BRADE.

Para el primer trimestre del 2014, EAAI cierra con un flujo de caja real acumulado de US\$3,27 millones, impulsado por la transferencia de US\$6,67 millones provenientes del MHCP, como parte del programa de ajuste de adeudos de EAAI. Además, la empresa muestra una generación de ingresos por servicios aeroportuarios 20% mayor con respecto a lo producido durante el primer trimestre del año

anterior, provocado principalmente por el incremento de la tarifa de derecho de uso de terminal, mientras que la generación de ingresos por servicios auxiliares fue un 11% mayor.

Por otra parte, el flujo de caja proyectado considera la condonación de la deuda Radar I y II, lo que ayuda a mejorar su estructura de pasivos a corto plazo y consecuentemente alivia la carga financiera de la entidad. Sobre este aspecto, la Administración de EAAI comenta que los trámites de condonación con el Gobierno Español podrían ejecutarse durante el año 2014.

Al final, para marzo 2014 EAAI empieza a mostrar una situación de liquidez, si bien comprometida debido al efecto de los préstamos en el corto plazo, con una mayor holgura de acción dada la importante participación que el Gobierno ha asumido, como una forma de retribuirle a la organización el haber incurrido en inversiones para el desarrollo de los aeropuertos, actividad que se salía de la línea de acción de EAAI pero que fue asumida debido a la coyuntura de necesidad de inversión en infraestructura aeroportuaria en Nicaragua.

## 6.2 ENDEUDAMIENTO

Hacia el cierre del primer trimestre del 2014, EAAI sostiene su alto apalancamiento financiero al registrar una razón de deuda que llega a 82,73%; la cual, sin embargo, se contrae tanto trimestral como interanual a causa de la cancelación de préstamos efectuada durante el periodo.

En general, las obligaciones financieras suman C\$1.491,71 millones (US\$58,18 millones) para marzo 2014, por lo que se disminuyen 8% de manera trimestral y 17% de forma anual. Lo anterior, producto de la cancelación específica de un préstamo con BAC Nicaragua y otro con BANPRO.

Esto originaría un impacto general en los indicadores de endeudamiento de EAAI para marzo 2014, donde el interés promedio sobre pasivos y el endeudamiento llegan a su punto más bajo en el último año.

Aunado a ello, el incremento en la generación de utilidad operativa provocó una importante recuperación en la cobertura de intereses a marzo 2014, indicando que el resultado obtenido después de la operación logra cubrir el 93% del total de gastos por intereses bancarios, mejorando sensiblemente la tendencia de deterioro que muestra históricamente la capacidad de cobertura de costos financieros bancarios, a través del resultado de operación.

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A



Endeudamiento	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14
Razón de deuda	83,60%	83,10%	84,88%	86,12%	82,73%
Cobertura de intereses	64%	38%	30%	6%	93%
Endeudamiento	5,10	4,92	5,61	6,20	4,79
Interés medio sobre Pasivos	4,95%	5,03%	5,60%	5,58%	4,83%

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 31 de marzo del 2014, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.255.358,98 equivalentes a US\$400.000,00 y en el largo plazo el saldo por esta obligación asciende a la suma de C\$10.255.365,39 equivalentes a US\$400.000,00, denotándose una amortización de US\$100.000,00 durante el presente trimestre bajo evaluación.

Es importante recordar que el vencimiento de los BIAN II se establece para el 25 de enero del 2016 según prospecto. En relación con el monto total emitido en los BIAN II (\$4,00 millones), se ha amortizado el 80% 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, B, C y \$2 millones de la serie D.

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)				
Clase de instrumento	Bonos			
Nombre de la emisión	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto de la emisión (millones)	US\$5,00	US\$15,00	US\$20,00	US\$2,00
Plazo (años)	5	10	15	20
Fecha de emisión	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009
Fecha de vencimiento	1-abr-2014	1-abr-2019	1-abr-2024	1-abr-2029
Tasa de interés	8,00%	8,25%	8,50%	9,00%

Como se puede apreciar, para el 1 de abril del 2014 está establecido el vencimiento de la serie A de los bonos BRADE, por lo que EAAI enfrentó el pago de \$5 millones de dólares, cuyo efecto será observado en la información correspondiente al mes de abril 2014.

Para tal efecto, es importante mencionar que el prospecto de los bonos BRADE constituye una cuenta de reserva para aprovisionar los pagos del principal e intereses, dicha reserva debe significar en todo momento un 4,5% del total de la emisión como mínimo. Al 31 de marzo del 2014, el fondo ascendió a US\$5.037.752,73, según el último estado de cuenta del fondo de reserva, monto que equivale a un 12% del programa BRADE en su totalidad.

Este fondo es administrado por INVERCASA y se constituye con reservas de los ingresos generados por la tarifa de derecho de terminal, así como aportaciones extraordinarias según el comportamiento del flujo de efectivo.

Con relación a los compromisos asumidos por el MHCP para hacer frente a aquellas deudas contraídas para el desarrollo de la infraestructura aeroportuaria, como se acotó anteriormente, la Administración de EAAI reporta que para el 03 de marzo del 2014 se realizó la transferencia de US\$6,67 millones como parte de la primera transferencia del programa de saneamiento de deudas, monto designado dentro del Presupuesto General de la República.

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
2014	6.667.904,51
2015	6.727.504,34
2016	5.360.360,74
2017	3.245.797,93
<b>Total</b>	<b>22.001.567,52</b>

Fuente: Información administrada por la Administración de EAAI.

Siguiendo con las precisiones sobre el endeudamiento de EAAI, el 75% 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 marzo 2014 se registra en US\$5,74 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 obligaciones a corto plazo de la organización como se demostró en la sensibilización de la razón de liquidez.

## 7. ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 7.1 ACTIVIDAD

Analizando el avance en las distintas obras que realiza EAAI, el Aeropuerto de Ometepe inauguró sus vuelos abiertos para el público general el 29 de mayo del 2014, finalizándose así la certificación de operación del aeropuerto

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

por parte del INAC. La inversión total en Ometepe ronda los US\$ 10,9 millones.

Para el año 2014, la incursión más significativa en desarrollo de obra para EAAI será la participación conjunta con el Estado y en alianza estratégica con iniciativa privada para desarrollar el aeropuerto de Guacalito, siendo el aporte de EAAI en materia técnica.

En cuanto a los índices de actividad de la entidad, la rotación del activo circulante (RAC) llega a 2,44 veces, disminuyendo trimestralmente a causa de la entrada del efectivo proveniente del aporte del Estado, por medio de la transferencia del MHCP.

Por su parte, la mejor generación de ingresos percibida durante el primer trimestre del 2014, elevó los niveles de rotación del activo fijo (elemento estático y de mayor importancia) y por ende del activo total. Aun así, dado el alto nivel que significan estos rubros en la estructura financiera, se siguen observando niveles de baja rotación, considerando además que las características propias de estas inversiones disponen la generación de réditos a más largo plazo.

Actividad	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14
RAC	2,35	2,93	3,29	2,82	2,44
RAF	0,20	0,20	0,21	0,21	0,25
RAT	0,19	0,19	0,20	0,20	0,23

## 8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al finalizar el primer trimestre del 2014, EAAI presenta un incremento del 25% en sus ingresos totales con respecto a los registrados durante el mismo periodo del año anterior, tras contabilizar C\$217,96 millones (US\$8,50 millones) como consecuencia de un mayor nivel de actividad aeroportuaria, en conjunto con el incremento en la tarifa de Derecho de uso de terminal y los réditos generados por los servicios aeroportuarios y auxiliares, así como los otros ingresos.

De esta forma, los ingresos de la entidad se componen en un 79% por servicios aeroportuarios, 13% por ingresos auxiliares, un 4% corresponde a los otros ingresos y el restante 2% 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 17% interanualmente, al sumar éstos C\$258,43 millones (US\$10,08 millones). La variación es causada por el crecimiento del 38% en los gastos de administración, un 8% más de gastos financieros y el mayor nivel de operación que provocaría incrementos en los costos

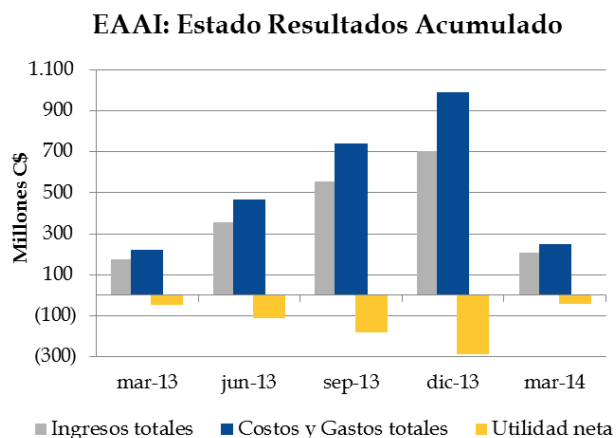
de servicios aeroportuarios y auxiliares por 29% y 15%, respectivamente.

De forma general, para marzo 2014 los costos y gastos de EAAI se componen, primordialmente, en 32% por los gastos financieros, 20% por costos de servicios aeroportuarios, 16% por depreciaciones, los gastos administrativos significan un 15% y con 14% de importancia relativa cada uno, se ubica la pérdida cambiaria y los intereses bancarios.

Es necesario precisar que el incremento en los gastos administrativos se da paralelo a la construcción de los nuevos aeropuertos, ya que se origina de la contratación y capacitación de nuevo personal y operarios para estos aeropuertos.

Además, en el caso de la pérdida cambiaria, la cual se produce al revalorizar las obligaciones financieras (prestamos con la banca comercial, préstamos concesionales y bonos) y que representa 43% del total de gasto financiero acumulado y consume el 17% de los ingresos totales acumulados, se genera por un efecto contable ligado a una condición de la política monetaria de Nicaragua, que no necesariamente 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 minidevaluaciones del sistema cambiario de Nicaragua, en conjunto con los aspectos coyunturales del mercado de divisas en este país. Además, EAAI registra sus ingresos en dólares mas no así sus activos, por lo que se genera constantemente un incremento en la pérdida cambiaria al revalorar.



Al final, para marzo 2014 el efecto conjunto de ingresos y gastos produjo un resultado del periodo que totalizó C\$40,48 millones (US\$1,58 millones) de pérdida acumulada, por lo que se sostiene la situación de pérdida de EAAI, aunque

## OFICINAS REGIONALES

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

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

interanualmente, este monto significa un 11% menos de pérdida.

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\$74,60 millones (US\$2,91 millones), presentando así un incremento interanual del 23%.

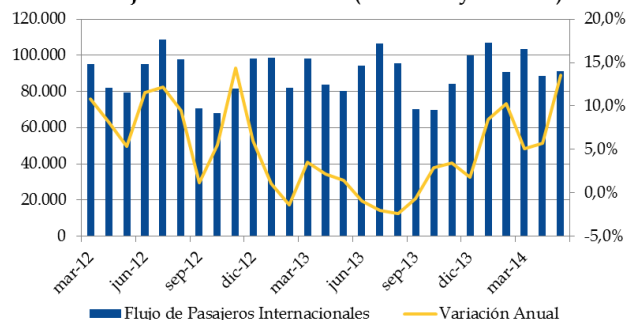
	EAAI EBITDA -En Córdoba (C\$)-		
	mar-13	mar-14	Δ anual
Utilidad Bruta	23.711.044,75	33.832.156,61	43%
(+) Depreciación	36.988.281,76	40.767.072,30	10%
<b>EBITDA</b>	<b>60.699.326,51</b>	<b>74.599.228,91</b>	<b>23%</b>
Ventas	167.090.812,62	208.720.538,03	25%
<b>Margen EBITDA</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI mantiene su nivel de forma interanual, en razón a su empleo de costos operativos, lo cuales consumen alrededor del 80% de los ingresos.

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 períodos 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.

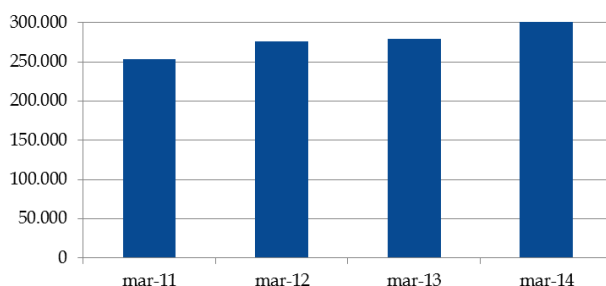
El primer trimestre del 2014 presenta un aumento de 18% en su flujo total de pasajeros internacionales, con respecto al trimestre anterior. Asimismo, interanualmente durante este trimestre se atendió a un 8% más de pasajeros internacionales.

**Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino**  
**Pasajeros internacionales (Entradas y Salidas)**



Como se observa en la línea tendencia de la tasa de variación anual, a lo largo del año 2014 hay 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.

**Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino**  
**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 marzo 2014.

Por otro lado, también se percibe un importante incremento en la utilidad de operación, lo cual presentó una importante mejora en la razón de cobertura de los gastos administrativos al ubicarse en 0,85 para el cierre del primer trimestre del 2014, incluso por encima del nivel logrado durante el mismo periodo del año anterior.

Actividad	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14
Rotación Gtos. Adm.	31,07	28,41	24,96	23,14	22,71
Util. Operac/Gtos Adm.	0,82	0,45	0,36	0,07	0,85

## OFICINAS REGIONALES

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

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

## 9. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Hacia marzo 2014, el índice de costo de servicios desciende trimestralmente a 37,40%, significando que el mayor crecimiento en los ingresos totales ha disminuido el impacto que los gastos por servicios tanto aeroportuarios como auxiliares genera dentro de la estructura de rentabilidad, observándose inclusive un mejora interanual en el indicador.

Similarmente, el indicador de gastos de operación presente mejoras de forma trimestral e interanual a causa del aumento del 25% anual en los ingresos percibidos por la operación aeroportuaria, denotando en general la mayor holgura en rentabilidad operativa que muestra EAAI para marzo 2014.

Adicionalmente, el indicador de gasto financiero decrece ligeramente hacia diciembre 2013 al ubicarse en un 47,45%; también apoyado por las amortizaciones del último periodo.

Costos De Transformación	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14
Costo de Servicios	37,64%	41,24%	42,01%	44,34%	37,40%
Gastos Operación	48,17%	50,32%	50,79%	54,16%	46,39%
Gasto Financiero	46,13%	45,57%	46,19%	47,45%	34,02%

En general, al cierre del ejercicio bajo análisis se observa como la entidad materializa una reversión en la tendencia del peso que significan cada uno de los costos dentro de los ingresos totales. En medida que se sostenga una generación de ingresos creciente y 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.

## 10. RENTABILIDAD

Tanto el rendimiento de operación sobre activos como el margen de utilidad operativa muestran una recuperación significativa a marzo 2014, impulsada por la mejor generación de ingresos en una época, como los primeros meses del año, que se caracteriza por un buen dinamismo en el flujo de pasajeros y servicios aeroportuarios prestados.

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 importante.

Rendimientos	mar-13	jun-13	sep-13	dic-13	mar-14
Rend. Operación / Activos	2,64%	1,60%	1,45%	0,29%	3,72%
ROA	-5,08%	-6,20%	-6,89%	-8,08%	-4,45%
ROE	-30,95%	-36,66%	-45,55%	-58,22%	-25,77%
Margen de utilidad operativa	14%	8%	7%	1%	16%
Efecto apalancamiento	-2,31%	-3,43%	-4,15%	-5,29%	-1,11%

*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.*

Página 12 de 12

## OFICINAS REGIONALES

**Costa Rica: (506) 2552-5936**

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,  
Segunda Planta

**El Salvador: (503) 2260-5407**

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.  
Condominio Metro 2000, local 13 A

[www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com) / [info@scriesgo.com](mailto:info@scriesgo.com)