SCRiesgo
Rating Agency

28 de marzo del 2016
Ref: SCRN-400162016

Señor
Víctor Urcuyo
Superintendente
Superintendencia de Bancos y Otras
Instituciones Financieras
Managua, Nicaragua

COMUNICADO DE HECHOS RELEVANTES

Procedemos a informar que el 28 de marzo del 2016, quedaron ratificadas las calificaciones otorgadas en la Sesión Ordinaria Nº 4012016 celebrada el 16 de marzo del 2016, basándose en información no auditada a diciembre del 2015 y considerando información a setiembre del 2015, para **Factoring S.A.** Adjunto se envían los fundamentos de la calificación. En Ref: **(Informe SCR-40052016).**

Nombre del emisor o sociedad administradora	*Nombre de la emisión o del fondo de inversión según RNVI*	*Moneda*	*Escala de Calificación Actual* *		*Fecha de la información financiera en que se basó la calificación* **	*Fecha del Consejo de Calificación*
Factoring, S.A.	Largo Plazo Moneda Local	NIO	**scr A-(nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Factoring, S.A.	Lago Plazo Moneda Extranjera	USD	**scr A-(nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Factoring, S.A.	Corto Plazo Moneda Local	NIO	**SCR 3+ (nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Factoring, S.A.	Corto Plazo Moneda Extranjera	USD	**SCR 3+ (nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Factoring, S.A.	Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija Papel Comercial, 2014	USD	**SCR 3+ (nic)**		31/12/2015	16/03/2016
Factoring, S.A.	Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija Bonos, 2014	USD	**scr A-(nic)**		31/12/2015	16/03/2016
Factoring, S.A.	Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija Papel Comercial, 2016***	USD	**SCR 3+ (nic)**		31/12/2015	16/03/2016
Factoring, S.A.	Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija Bonos, 2016***	USD	**scr A-(nic)**		31/12/2015	16/03/2016

*La calificación no varió respecto a la anterior

**Considerando información a setiembre del 2015.

***Las calificaciones otorgadas son iniciales.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

SCRiesgo
Rating Agency

La calificación **scr A** se otorga a aquella *"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"*

La calificación **SCR 3** se otorga a aquellas *"Emisiones a Corto Plazo que tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses dentro de los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo se verían afectados en forma susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.*

Las calificaciones desde *"scrAA"* a *"scrC"* y desde *"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.

Perspectiva Estable: Se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en noviembre del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor desde Julio del 2011. 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. Además considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la sociedad calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, la información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, Bolsa de Valores y puestos representantes."

Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras
Oficina de Correspondencia
RECIBIDO
Nombre: Karla R
Fecha: 31 MAR 2016 4:35

Atentamente,

Jorge Chaves Villalta
Subgerente General
Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.

C.C.: Licda. Bertha Martínez, Intendente de Valores
Lic. Gerardo Argüello, Gerente General Bolsa de Valores de Nicaragua
Sr. Mauricio Padilla, Gerente General Invernic
Archivo

Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras
RECEPCIÓN
Recibido por: Perla Rojas
31 MAR a: 2016 Hora: 3:54 pm
Registro No.: 2939

La veracidad y la oportunidad de este Comunicado de Hecho Relevante es responsabilidad de Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A., y no de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

FACTORING S.A.
Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4012016
Información financiera no auditada: a setiembre y diciembre 2015

Contactos: Marcela Mora Rodríguez Analista Senior mmora@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

El presente informe se basa en los estados financieros de Factoring S.A. con información financiera no auditada a setiembre y diciembre 2015.

FACTORING S.A.	CALIFICACION ANTERIOR			CALIFICACIÓN ACTUAL		
	Córdobas	Moneda Extranjera	Perspectiva	Córdobas	Moneda Extranjera	Perspectiva
Largo plazo	scr A- (nic)	scr A- (nic)	Estable	scr A- (nic)	scr A- (nic)	Estable
Corto plazo	SCR 3+ (nic)	SCR 3+ (nic)	Estable	SCR 3+ (nic)	SCR 3+ (nic)	Estable

**Las calificaciones otorgadas no variaron con respecto a las anteriores.*

Adicionalmente se le otorga calificación de riesgo a los siguientes Programas de Emisión que se encuentran inscritos en la SIBOIF:

Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija (Resolución 386, enero 2014)		
Tipo de valor	Plazos	Calificación
Papel Comercial	menor a 360 días	SCR 3+ (nic)
Bonos	igual o mayor a 360	scr A- (nic)

Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija (Resolución 0407, marzo 2016)		
Tipo de valor	Plazos	Calificación
Papel Comercial	menor a 360 días	SCR 3+ (nic)
Bonos	igual o mayor a 360	scr A- (nic)

Explicación de la calificación otorgada:
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 3: Emisiones a Corto Plazo que tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses dentro de los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo se verían afectados en forma susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

(+) o (-): Las calificaciones desde "scr-AA" a "scr-C" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías.

Perspectiva Estable: se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.[1]

2. PRINCIPALES INDICADORES

Indicadores	Dic.15
Total activos (millones $)	9,51
Índice de morosidad	4,10%
Razón Circulante	1,28
Cobertura Patrimonial	89,50%
Margen de intermediación	14,41%
Rendimiento s/ el patrimonio	7,90%

3. FUNDAMENTOS

FORTALEZAS:
- Amplia experiencia en el negocio de factoraje.
- Robustecimiento de la estructura financiera.
- El 100% de las operaciones de Factoring son de factoraje con recursos.
- Sólida estructura de capital.
- Uso eficiente del apalancamiento financiero para el crecimiento de las operaciones.

RETOS:
- Mantener indicadores de cartera sanos.
- Consolidar la gestión integral de riesgos.
- Crecer en la base de clientes para continuar con el objetivo de disminuir la concentración existente.
- Control en el crecimiento de los gastos administrativos y financieros, siendo estos los que más pesan dentro de la estructura de gastos de la entidad.
- Mejorar los indicadores de rentabilidad mostrados al cierre de diciembre 2015.

"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".

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

- Fortalecer el área de Tecnología de la información.
- Continuar con el uso eficiente del apalancamiento, el cual debe traducirse en crecimiento y rentabilidad.

OPORTUNIDADES:

- Reactivación de la economía nacional.
- Potencial crecimiento del factoraje tradicional, ya que todavía existe desconocimiento general del producto.
- La existencia de otro tipo de productos financieros relacionados con el factoraje en los cuales se puede incursionar.
- Aprovechamiento de tratados de libre comercio (ALBA, DR, CAFTA, ect.)
- Consolidación de megaproyectos como Tumarín y el Gran Canal.

AMENAZAS:

- Entrada de fuentes de financiamiento informales que provoquen el sobrendeudamiento.
- La incursión con más fuerza por parte de la banca comercial en el factoraje.
- Los efectos del cambio climático podría afectar a ciertos sectores productivos, lo cual desacelera el crecimiento económico en esos sectores.

4. ENTORNO MACROECONOMICO

4.1. Desempeño de la economía

Según lo indica el Banco Central de Nicaragua (BCN), durante el 2015 el desempeño de la economía fue satisfactorio, mostrando un crecimiento cercano al 4%, una inflación baja y estable, un buen manejo de las finanzas públicas y un fortalecimiento de las reservas internacionales netas.

Lo anterior a pesar de un entorno internacional caracterizado por un menor dinamismo de las economías desarrolladas, lo cual afectó la demanda externa, aunado a la baja en los precios internacionales de los principales productos de exportación, afectaron el desempeño de actividades tales como; manufactura, minería y agricultura.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, quién en forma reiterada ha elogiado el desempeño de la economía nicaragüense, para el 2016 se espera un crecimiento ligeramente superior al mostrado en el 2015, estimándolo en un 4,2%. Al mismo tiempo la entidad no obvió mencionar los principales riesgos externos que amenazan el cumplimiento de dicho pronóstico, especialmente la caída en el precio de los "commodities" y los efectos de la reducción de los programas de apoyo otorgados por Venezuela.

4.2. Producción

De acuerdo con los datos oficiales al mes de noviembre 2015, el índice mensual de actividad económica creció 4,8% de forma interanual, experimentando un crecimiento acumulado de 3.8 por ciento.

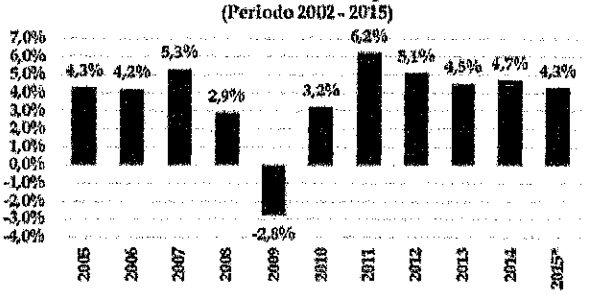
Por el enfoque de la producción, las actividades que presentaron un mayor crecimiento interanual fueron: Construcción (21,1%), Comercio (10,2%), Transporte y Comunicaciones (8%), Energía y Agua (6,4) e Intermediación Financiera y Servicios Conexos (6,0%), siendo éstas las más representativas.

Por su parte las que mostraron variaciones interanuales negativas fueron en su orden; Silvicultura y Extracción de Madera con un -12,9%, Explotación de Minas y Canteras con un -10,3% y Pesca y Acuicultura que alcanzó un -0,6%.

Finalmente, las actividades primarias (Agricultura y Pecuario) mostraron crecimientos interanuales del 0,3% y 4,4%, respectivamente.

Para el cierre del 2015, según estimaciones de la Secretaría del Consejo Monetario Centroamericana (SECMCA) se espera que el PIB se modere por los efectos de la sequía y el descenso de los precios de las materias primas y llegue a alcanzar entre un 4.3% y 4,8%.

Gráfico 1
Tasa de variación anual del PIB a precios constantes
(Periodo 2002 - 2015)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.
*Dato estimado por SIECA

4.3. Comercio exterior

Al cierre del año 2015, el monto registrado por concepto de exportaciones fue de US$2.419,4 millones, lo cual representó una disminución del 7,8% (US$204,97 millones) respecto al

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

año anterior. Por otro lado, las importaciones a diciembre del 2015, cerraron en US$5.901,9 millones, cifra que implicó un leve crecimiento interanual del 0,5%.

Debido a que las exportaciones fueron menores que las importaciones, el país presentó una balanza comercial negativa de US$3.482,3, lo cual se aprecia en el siguiente gráfico.

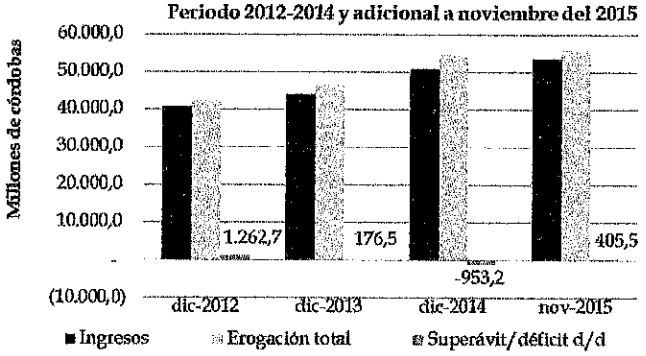
El comportamiento del sector exportador se mantiene dominado por los efectos de menores precios internacionales de las materias primas y la reducción en los volúmenes exportados de algunos productos significativos. Esta reducción se dio principalmente en los productos agropecuarios específicamente las ventas de café; además en las exportaciones de minería (oro) y de manufactura, asociado con menores exportaciones de azúcar.

Por el lado de las importaciones, el incremento está asociado con el repunte de las importaciones no petroleras específicamente de aquellas de bienes de consumo no duraderos, como resultado del dinamismo mostrado por las adquisiciones de equipo de transporte, medicina y productos farmacéuticos, materiales de construcción y maquinaria industrial.

4.4. Finanzas públicas

Los resultados del Gobierno Central (GC) al cierre del noviembre del 2015 continúan mostrando un buen desempeño, consistente con un menor ritmo de crecimiento de varios componentes de gastos. De esta manera, se registra un superávit después de donaciones C$405,4 millones.

Gráfico 5
Déficit fiscal del GC
Periodo 2012-2014 y adicional a noviembre del 2015



Fuente: elaboración propia con datos del BCN

A pesar de que los ingresos del gobierno presentaron un crecimiento significativo, congruente con la situación positiva a nivel económico, el crecimiento en los gastos fue mayor, lo cual provocó que se mantenga presentando un déficit fiscal antes de donaciones.

De acuerdo con el Banco Central de Nicaragua, la ejecución de la política fiscal ha sido prudente, lo cual se refleja en una posición superavitaria a noviembre del 2015 y una tendencia de reducción del endeudamiento público.

4.5. Moneda y finanzas

A noviembre del 2015, las Reservas Internacionales Netas Ajustadas (RINA) presentan una acumulación de US$20,3 millones, lo cual está asociado principalmente con la entrada de recursos externos en concepto de préstamos y donaciones. Sin embargo esta variación se vio aminorada por el pago de servicio de deuda externa (US$11,9 millones) y la venta de divisas (US$13,5 millones).

El Sistema Financiero Nacional presentó una congruencia con el aumento en la cartera y la captación de los depósitos, reflejando un desempeño favorable. De esta forma, el saldo de la cartera bruta de crédito creció 24,9% y los depósitos 15,1%, de forma interanual.

Propiamente, la tasa de interés activa implícita en córdobas al finalizar el año se ubicaron en 12,0%, representando una disminución de 6 puntos base. La tasa pasiva implícita en córdobas cerró en 2,32%, lo cual significó un aumento de 0,8 puntos base con respecto a diciembre del 2014. Debido a la disminución presentada por las tasas activas en córdobas, el margen de intermediación financiera se mantuvo en 10,5% y ha presentado un comportamiento a la baja en el último año.

4.6. Inflación

La inflación interanual registró en 3,05% (6,48% en diciembre del 2014). Sin embargo, la tendencia decreciente desde diciembre del 2014 de este factor ha contribuido a llevar a la inflación a un nivel menor al 5%. Según el Banco Central de Nicaragua, los indicadores de la perspectiva inflacionaria con respecto a diciembre del 2014, muestran que las presiones al alza han disminuido, principalmente por el abastecimiento interno adecuado de alimentos y por la caída en los precios internacionales del petróleo. Esta disminución en la inflación fue atenuada parcialmente por el aumento de los precios en las divisiones de restaurantes y hoteles, educación y recreación y cultura.

OFICINAS REGIONALES

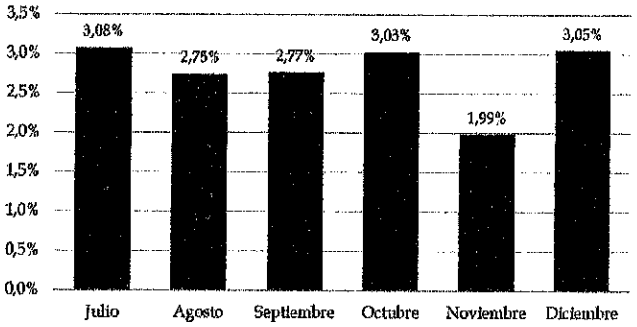
Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Gráfico 6
IPC
Variación interanual, Periodo Ene-15 a Jun-15



Fuente: elaboración propia con datos del BCN

5. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

Reseña Histórica

Factoring es una compañía que fue constituida el tres de Julio del año 1998 bajo la denominación "BDF Factoring, S.A." siendo la primera empresa de factoraje en Nicaragua. Su objeto principal es el negocio de descuento de documentos y actividades conexas que le permitan las leyes de la Republica de Nicaragua.

La empresa comenzó con un capital social de C$1,000,000, sin embargo el 8 de Abril del año 2003 la Junta General de Accionistas por acuerdo de todos los accionistas se procedió a modificar el nombre de la sociedad a "Factoring Nicaragüense, S.A." la que podrá abreviarse como "Factoring, S.A." que se mantiene a la fecha y con un capital social de C$3,000,000 dividido en 300,000 acciones de igual valor. Posteriormente el 1 de Octubre del año 2007 la Junta General de Accionistas por acuerdo de todos los accionistas procedió a autorizar el aumento del capital social de la compañía a C$13,000,000 dividido en 13,000 acciones de igual valor.

En enero 2013 la Junta General de Accionistas acuerda aumentar el capital social en C$45,000,000, quedando un nuevo capital social de C$58,000,000, compuesto por C$13,000,000 en acciones comunes y C$45,000,000 en acciones preferentes.

Perfil de la Entidad

Las transacciones de Factoring, S.A. se caracterizan por la compra a descuento de facturas o cualquier otro documento representativo de crédito a través de la cesión o endoso por parte del vendedor.

El negocio del factoraje financiero es reciente en Nicaragua y sus cualidades y ventajas no son muy conocidas. Esto ha permitido a Factoring, S.A. mantener un flujo creciente de clientes desde su fundación.

El nicho de mercado de Factoring ha venido cambiando con el tiempo, en la actualidad se enfocan hacia el segmento de pequeñas y medianas empresas, donde mediana viene a ser una compañía con cuentas por cobrar superiores a C$2 millones. No obstante, cuentan con clientes que se catalogan como empresas grandes, las cuales podrían administrar cuentas por cobrar desde C$15 millones, además, se consideran asesores financieros de sus clientes.

Gobierno Corporativo

Factoring cuenta con un Código de Gobierno Corporativo, el cual se encuentra en etapa de implementación y tiene por objetivo la formalización de las prácticas de negocios y administración de la entidad y todos sus funcionarios.

Dicho Código establece como la más alta autoridad de Factoring a la Asamblea General de Accionistas, la cual nombra a la Junta Directiva. Cabe mencionar que en julio 2014 se hace un cambio en la Junta Directiva, ya que el señor David Silva, anterior gerente general y tesorero de la junta directiva renuncia, nombrándose al señor Oscar Granja como su sustituto, quedando la junta directiva de la siguiente:

Factoring S.A. Junta Directiva	
Presidente	Eduardo Belli Pereira
Vicepresidente	Basil Sabbah Butler
Secretaria	Kathleen Butler de Belli
Tesorero	Oscar Granja Castro
Director	Ann Carey de Sabbah
Director	Federico Sacasa Patiño
Director	Alejandro Graham Estrada

En febrero 2015 se comunica un traspaso de acciones por parte del Basil Sabbah y Ann Carey, los cuales son transferidas al señor Mohamed Said Sabbah, quedando este como el accionista mayoritario, con 41.357 acciones, 78,47% de la totalidad.

Además se establecen comités de apoyo, tales como, el Comité de Auditoría, Comité Ejecutivo y de Finanzas, Comité de Crédito y Riesgo y Comité de Gobierno Corporativo, además, es importante resaltar que ya tienen aprobadas las Políticas de Crédito, un Manual de

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

clasificación, evaluación y provisión de cartera y un Código de Conducta.

A partir de octubre 2013 se crea la Gerencia de Riesgos, la cual tiene como objetivo mitigar el riesgo de crédito y operativo, consecuentemente se aprobaron nuevos procedimientos y se establecen políticas para fortalecer dicha área, actualmente, esta gerencia se llama Cadena de Pagos. Adicionalmente se crea una plaza de Abogado Interno para todos los trámites internos de formalización de operaciones. Para el 2014 se ha reforzado el área de cobro y el área de ejecutivos.

6. ANALISIS FINANCIERO Y DE GESTION

6.1. Estructura financiera

La estructura financiera de Factoring al cierre del 2015 muestra una contracción, al reducirse los activos en 4% interanual y 9% semestral, lo cual obedece a la reducción en la cartera, asociado a que algunos clientes significativos realizaron cancelaciones anticipadas aduciendo exceso de liquidez. Dicho comportamiento difiere de la tendencia creciente que venía registrando la estructura de la entidad a lo largo de los últimos años, sin embargo, si se compara la cartera promedio del 2014 con el 2015, se registra un incremento de 19% anual, registrando un saldo promedio de la cartera de C$254,8 millones.

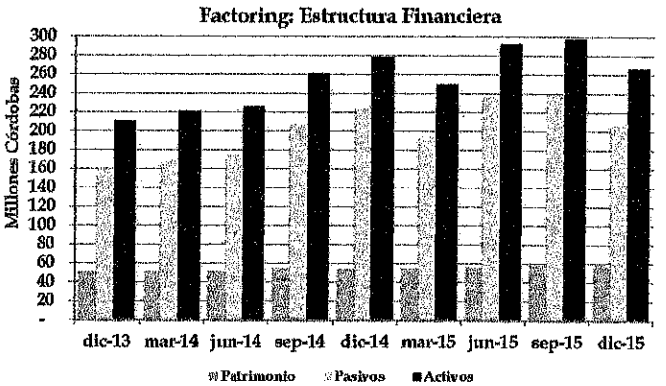
Los movimientos que ha mostrado Factoring en su estructura financiera responden al comportamiento directo de la cartera de crédito, dicha cuenta es la más representativa del activo total, llegando a representar 91% a diciembre 2015, siendo a su vez el impulsador de la disminución del activo circulante para este período.

Factoring se ha caracterizado por tener metas de crecimiento significativas, tanto en activos totales como en cartera, las cuales se han cumplido más allá de lo presupuestado. Para el cierre del 2014 la Administración se había planteado crecer 24% en activos y 30% en cartera, metas que al cierre del período fueron alcanzadas y superadas. Sin embargo, al cierre del 2015 la Administración no logra llegar a lo que se había planteado para dicho cierre, C$270, 35 millones en cartera y C$290,11 en activos, registrando un grado de cumplimiento de 89% y 92% respectivamente.

Dentro de las estrategias utilizadas para el logro del crecimiento en la colocación de cartera, se atribuye a que se enfocaron en algunos sectores de la economía que tenían potencial de crecimiento, adicionalmente se contrataron ejecutivos de alto perfil, los cuales durante el 2015 recibieron capacitación en forma constante y se están estableciendo alianzas comerciales para el desarrollo de nuevos productos y estrategias de venta cruzadas, sin olvidar el fondeo que poseen por medio de la emisión de valores y por financiamiento bancario.

Por su parte, a diciembre 2015 los pasivos muestran una *reducción interanual de 7% y semestral de 12%, mismos que* obedecen principalmente a la reducción de las obligaciones con terceros, de las obligaciones con instituciones financieras y de las obligaciones con socios, cuentas que se reducen tanto en forma interanual como semestral, las cuales sumadas representan 22% del pasivo total.

Con relación al patrimonio muestra una tendencia creciente, registrando un incremento de 9% interanual y 5% semestral a diciembre 2015, producto del aumento en el capital social, lo cual obedece a la capitalización que se realizó de las utilidades retenidas, como parte del acuerdo de Junta Directiva para fortalecer el patrimonio, el crecimiento en la reserva legal.



En cuanto a la composición de la estructura financiera, es destacable que los activos circulantes representan en promedio cerca del 99%, lo cual es normal por el tipo de actividad de la entidad, ya que las cuentas por cobrar (cartera de crédito) representan cerca del 92% en promedio de los activos totales en el último año.

Como parte de la estrategia de crecimiento de Factoring, la porción de pasivos que financian activos había venido incrementándose y como contraparte se reducía el financiamiento de activos con recursos propios, reflejando un aprovechamiento de las opciones de crecimiento vía apalancamiento, no obstante, debido a la disminución de algunas cuentas del pasivo, la relación varía un poco. A diciembre 2015 el pasivo circulante financia un 77% de los activos, mientras que por medio de recursos propios se

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

financia el 22% y el restante 1% es pasivo a largo plazo, estructura que varía en el último año, ya que se registra una disminución en el financiamiento, vía pasivo a corto plazo y como contraparte aumenta la porción financiada por patrimonio. Esta variación se da debido a que la liquidez generada a finales de año, producto de las cancelaciones anticipadas de algunos clientes, fue utilizada para cancelar pasivo y por ende la participación del mismo disminuyó.

El cambio en el tipo de fondeo al cierre del año 2012, disminuyendo el financiamiento vía capital y como contraparte creciendo el apalancamiento, obedece en gran parte a la inscripción de un programa de emisiones, el cual ha venido ganando participación como fuente de fondeo, representando a diciembre 2015 un 69% del pasivo, de igual forma el financiamiento por medio del préstamo con Corporación Interamericana de Inversiones, también ha ganado participación, representando un 7% del pasivo.

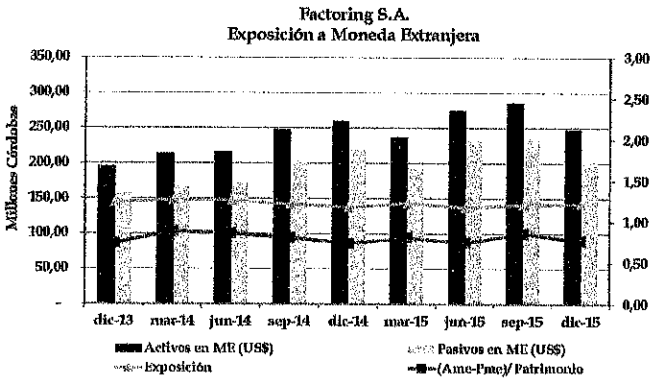
6.2. Administración de riesgos

6.2.1. Riesgo cambiario

El balance de Factoring mantiene dolarizado y con mantenimiento de valor cerca del 94% de sus activos en promedio durante el último año.

Con respecto a los pasivos de la entidad, estos estuvieron denominados en moneda extranjera en promedio para el último año un 98%, dicho monto es explicado por las líneas de créditos bancarias en dólares que tiene Factoring con entidades financieras y por el programa de emisiones. Por su parte el patrimonio se mantiene 100% en córdobas.

Al cierre de diciembre 2015 se observa una brecha de C$45,39 millones de los activos y pasivos en moneda extranjera y la exposición de la entidad se mantuvo en promedio para el último año en 1,21 veces, mostrando estabilidad y cercanía a tener un calce entre activo y pasivo en moneda extranjera, lo cual SCRiesgo considera positivo ya que esta estructura mitiga el riesgo cambiario.



6.2.2. Riesgo de liquidez

Con relación a la liquidez mostrada por Factoring, en los últimos años se ha mantenido estable y los movimientos que se reflejan obedecen principalmente a la correlación que hay entre la liquidez y el ritmo de colocación de la cartera.

Es importante mencionar que los activos líquidos están compuestos solo por la cuenta de efectivo, no registran inversiones. El comportamiento de la liquidez inmediata (Efectivo/Activo Total) se venía reduciendo a lo largo de los últimos tres años, en busca de una mayor eficiencia, en el último año en promedio ronda un 7%, manteniéndose estable y con las variaciones normales que puede registrar este indicador dada la colocación de cartera o los pagos recibidos.

La razón circulante de Factoring se mantiene muy estable, las variaciones son poco significativas y siempre se ha mantenido por encima de 1 vez, registrando en promedio para el último año un indicador de 1,26 veces.

Estos indicadores de liquidez denotan que Factoring está direccionando sus recursos a activos productivos, manteniendo niveles bajos en su activo líquido y como contraparte dirigiéndolo a colocación de cartera, manteniendo indicadores de liquidez adecuados para la operativa del negocio.

Factoring S.A: Indicadores de Liquidez							
	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Razón Circulante	1,32	1,30	1,24	1,28	1,24	1,24	1,28
Liquidez Inmediata	15,45%	8,28%	8,71%	7,01%	5,05%	5,23%	9,33%

6.2.3. Riesgo de crédito

Antes de empezar a analizar la información financiera relacionada con la cartera, es importante hacer referencia a que Factoring aplica los estándares establecidos por la SIBOIF para lo concerniente a cartera de crédito que se establece para las entidades reguladas, con lo cual se da un mayor seguimiento a la calidad de la cartera por categoría de riesgo, por estado y aplican una serie de procedimientos que les brinda mayor soporte para el cuidado de la cartera.

A diciembre 2015 la cartera de crédito suma C$241,27 millones, registrando una reducción de 4% interanual y 12% semestral, asociado a que algunos clientes significativos realizaron cancelaciones anticipadas aduciendo exceso de liquidez, lo cual repercute en que solo se alcanzara el 89% de cumplimiento de la metas de colocación para el 2015, sin embargo, es importante mencionar que el saldo promedio de cartera del 2015 fue de C$254.8MM, un 19% mayor al saldo promedio de cartera del año 2014.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

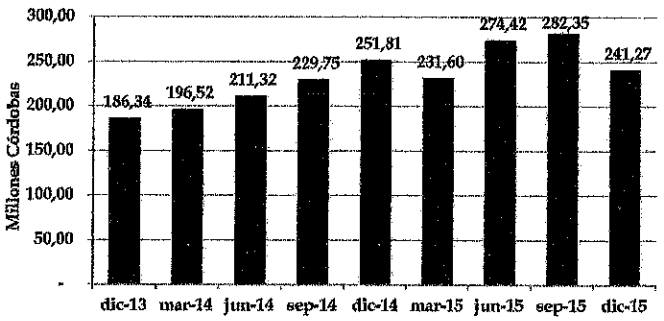
www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Según la proyección de crecimiento de cartera para el 2016 es de 26% respecto al cierre 2015. Esta proyección se basa en diferentes estrategias que realizará la Administración, dentro de las que se puede señalar:

- Publicidad en medios y programas que alcanzan nuestro mercado meta.
- Inicio de publicidad en redes sociales, específicamente en Facebook. Esta página está siendo manejada por una empresa experta en la materia que asegura que nuestras publicaciones sean las correctas y que lleguen al segmento correcto.
- Campañas internas de clientes referidos, lo que hace que todo el personal (no sólo el área de Negocios) esté enfocado en obtención de clientes nuevos.
- Programa de capacitaciones para potenciar las habilidades de ventas y negociación y contar con ejecutivos de Negocios más capacitados.

La Administración comenta que siempre buscan crecer con nuevos productos a tasas competitivas, pero fondeados con capital de trabajo más barato, con el fin de rentabilizar el crecimiento de la cartera, reflejo de esto es el aumento en el fondeo por medio de la emisión de valores y del fondeo con instituciones financieras.

Factoring S.A.: Cartera Crédito Bruta

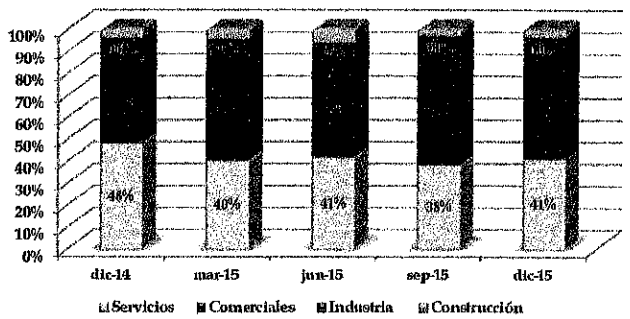


Un dato importante de señalar es que las todas las operaciones de factoraje de la entidad son realizadas "Con Recursos" lo que implica que el financiamiento está 100% garantizado por el total de las facturas, de manera que Factoring no asume el riesgo de incobrabilidad por parte del deudor.

Al cierre de diciembre 2015 el 79% de las operaciones de crédito están en dólares y el 21% en córdobas con mantenimiento del valor. Todas las operaciones de Factoring pueden ser en córdobas, con la salvedad de que debe haber una cláusula de mantenimiento del valor o en su defecto ser en dólares, lo anterior de acuerdo con las políticas internas.

La cartera por actividad a diciembre 2015 se concentra principalmente en 2 sectores, servicios que representan 41% y comercio con el 44% de la cartera, mientras que un 11% pertenece al sector industrial y un 4% a construcción. Dicha composición ha registrado cambios interanualmente, ya que el sector servicios representa 7% menos y se reduce en términos absolutos un 19% interanual, mientras que el sector comercio aumenta su participación en 8% y crece en términos absolutos un 16%, siendo estos los cambios más relevantes.

Factoring: Cartera de Crédito por Actividad



En la clasificación de la cartera por el tipo de garantía, al ser esta una cartera de cuentas por cobrar de la actividad de factoreo, su principal garantía son el Endoso de los Documentos por Cobrar, las cuales representan un 91% a diciembre 2015, seguida de las garantía Hipotecaria y Prendaria con un 3% y un 5% respectivamente, mientras que el restante 1% se clasifica como cash collateral.

Interanualmente, es de resaltar algunas variaciones, como el aumento en cash collateral y en la garantía prendaria que crecen 169% y 14% respectivamente. Por su parte, la cartera garantizada con el endoso de documentos por cobrar disminuye 1% y la hipotecaria un 66% respecto a diciembre 2014.

Por estado, la cartera de crédito se mantiene en promedio para el último año, un 93% al día, mientras que el 2% se encuentra vencido y el restante 4% en cobro judicial. Los créditos vigentes disminuyen 6% anual, además, representan un punto porcentual menos del total de cartera que hace un año y por su parte, los créditos vencidos y en cobro judicial, en conjunto, crecen 22% en forma interanual, sin embargo, disminuyen 32% en forma semestral.

Al cierre de diciembre 2015 el indicador de créditos vencidos y en cobro judicial a cartera total aumenta, pasando de 4,8% a 6,1% interanualmente, no obstante, mejora respecto a junio 2015, lo cual obedece básicamente a un créditos que presentó problemas de recuperación y se encuentra en cobro judicial, sin embargo, se sigue manteniendo en los registros de cartera, influyendo en los indicadores.

La calidad de la cartera por categoría de riesgo se mantiene en promedio para el último año clasificada el 96% como A, mientras que la categoría de riesgo B y C representan cerca

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

de 1% en promedio cada una. De los cambios interanuales significativos se debe destacar el aumento en términos absolutos de los créditos B y E, los cuales aumentan 269% y 760% respectivamente, pesando éstos últimos un 4% de la cartera total. Por su parte, los créditos A disminuyen 8% anual términos absolutos.

La Administración indica que el aumento en la cartera de crédito clasificada E obedece puntualmente a un cliente que se encuentra en cobro judicial. Y en el caso de la disminución de los créditos A es por un tema de la reducción de la cartera en forma anual.

En cuanto a las estimaciones por deterioro e incobrabilidad de la cartera de crédito, crecen 61% en forma interanual y 2% respecto a junio 2015. Al cierre de diciembre 2015 la provisión a cartera total es de 3% y representa 71% de la cartera CDE y de la mora mayor a 90 días un 74%, lo cual le genera holgura en sus estimaciones y es un mitigante de peso, sin embargo, dichas coberturas, disminuyeron y se ubican menor al 100%, esto debido al aumento en la cartera CDE y en la mora mayor a 90 días, lo cual responde especialmente al crédito que anteriormente se mencionó están en cobro judicial.

La mora mayor a 90 días aumenta en forma interanual y semestral, ya que se reporta en 4% al cierre de diciembre 2015.

Factoring S.A.: Indicadores de Cartera							
	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Préstamos Vencidos y en cobro judicial a Cartera Total	8,3%	5,1%	4,8%	7,0%	7,9%	8,6%	6,1%
Provisión a Cartera Vencida	61,3%	38,1%	38,1%	38,9%	39,4%	33,5%	50,1%
Prov./Cartera Total	5,1%	2,0%	1,8%	2,7%	2,6%	2,9%	3,1%
Créditos C-D-E a Cartera total	4,3%	1,5%	1,4%	2,6%	3,7%	4,0%	4,3%
Prov./Cartera C-D-E	117,1%	131,9%	134,5%	104,7%	70,5%	72,0%	70,9%
Mora>90 días a Cartera Total	4,1%	1,2%	1,1%	2,0%	2,8%	4,0%	4,1%
Provisión a Mora > 90 días	124,1%	158,3%	164,6%	133,8%	93,6%	72,0%	74,0%

El plazo promedio ponderado de la cartera en córdobas es de 42 días y el de la cartera en dólares es de 102 días a diciembre 2015.

La cartera de clientes muestra una concentración considerable, ya que los 5 clientes más grandes a diciembre 2015 representan 23% de la cartera total, siendo que el más grande representa 5,8%, cabe señalar que del total de los cinco clientes más grandes el 100% está al día.

Es importante resaltar que la concentración aumentó levemente en forma semestral, ya que a junio 2015 los 5 mayores clientes representaban un 22%. Sin embargo, respecto a la concentración de los 5 clientes más grandes a capital más reserva y utilidades, se reporta una disminución, ya que pasa de 105% en junio 2015 a 95% en diciembre 2015, no obstante, sigue mostrando una alta exposición según los estándares de la industria financiera.

Factoring logró captar 41 clientes nuevos durante el segundo semestre 2015, además para el cierre de diciembre 2015 se llega a un total de 96 clientes vigentes, siendo la cartera activa de 200 clientes, es claro que aún se mantiene un nivel de concentración moderado respecto a la cartera total, pero alto respecto a capital más reservas y utilidades, sin embargo, producto del esfuerzo realizado por la Administración dichas concentraciones se mantienen controladas y con tendencia decreciente.

Factoring S.A.: Concentración a diciembre 2015			
Clientes	Monto (millones C$)	% Cartera Total	% Capital+ Reservas + Utilidades
1	13.990.553,41	5,80%	23,66%
2	11.186.122,28	4,64%	18,92%
3	10.747.760,45	4,45%	18,17%
4	10.350.438,84	4,29%	17,50%
5	9.931.897,94	4,12%	16,80%
	56.206.772,92	23,30%	95,05%

Es importante anotar que estos 5 clientes más grandes tienen en promedio cada uno entre 1 y 88 créditos relacionados a diferentes pagadores, lo cual mitiga el riesgo de concentración.

6.2.4. Riesgo Tecnológico

Factoring mantiene un contrato por servicios con un proveedor especializado en la materia, mediante el cual se le brinda el servicio de desarrollo, adecuación e implementación del sistema llamado Factoraje.

La Administración de Factoring, indica que en el área de Tecnología de la Información se registran avances en la implementación de la nueva plataforma tecnológica respecto al mantenimiento anterior, sin embargo, la misma ha registrado atrasos en su implementación, dado esto se replanteó el proyecto y se hizo un cronograma de trabajo para establecer tiempos, tanto para el técnico como para los usuarios expertos que se necesitan para ir avanzando, inclusive se hacen actas de las reuniones y las mismas son semanales. Se estima que se concluya para finales del 2016, como dato adicional para a finales del 2015 se tenían implementados 3 módulos.

6.2.5. Riesgo de Gestión y Manejo

La eficiencia en el uso de los activos se mantiene estable, en promedio para el último año alcanza el 92% (relación entre

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

cartera bruta a activo total), importante mencionar que en tanto disminuyen los activos improductivos, como las disponibilidades, mayor será la eficiencia y esto se refleja en los niveles alcanzados por la entidad en el último año, de forma interanual la eficiencia en el uso de los activos se mantiene casi invariable.

Por su parte, el gasto administrativo a gasto total muestra una leve disminución interanual, al pasar de 54,2% a 52,7%, sin embargo, en términos absolutos, este crece 13% interanualmente, lo cual responde al reforzamiento de la estructura organizacional de la entidad y por los gastos legales de cobranza que se han incrementado en la recuperación de los créditos que están en cobro judicial.

Las variaciones que han mostrado el gasto administrativo y financiero son congruentes con el crecimiento de las operaciones de Factoring, no obstante, SCRiesgo considera que este es un aspecto que Factoring debe monitorear, de manera que vaya acorde al crecimiento del negocio, manteniendo un adecuado control de los mismos, para no impactar negativamente los resultados de la entidad.

Factoring S.A.: Indicadores de Gestión							
	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Eficiencia uso de Activos	88,2%	93,3%	90,4%	92,6%	93,6%	94,8%	90,5%
Gastos administrativos / Activos totales	9,2%	9,7%	9,6%	9,8%	9,7%	9,7%	10,0%
Gastos operativos / Ingresos financieros	88,7%	87,2%	91,7%	99,8%	95,5%	93,2%	92,2%
Gastos financieros / Ingresos financieros	30,6%	34,8%	30,2%	36,4%	36,4%	36,0%	35,1%
Gto.Administrativo/ Gto.Total	46,8%	52,0%	54,2%	50,0%	51,3%	51,9%	52,7%

*Indicadores Anualizados

En cuanto al gasto total respecto a los ingresos generados por la entidad, al cierre de diciembre 2015, representan el 89%, aumentando en forma interanual, ya que a diciembre 2014 representaba 86%, lo cual ha disminuido los niveles de utilidades, producto del crecimiento que va teniendo la entidad y la redefinición de los servicios que brindan de la mano con más controles que mitiguen los riesgos asociados a la actividad, además un aspecto importante, es el registro del gasto por provisión de cartera así como el administrativo, los cuales en el último han pesado en el gasto total, mermando el resultado final de la entidad.

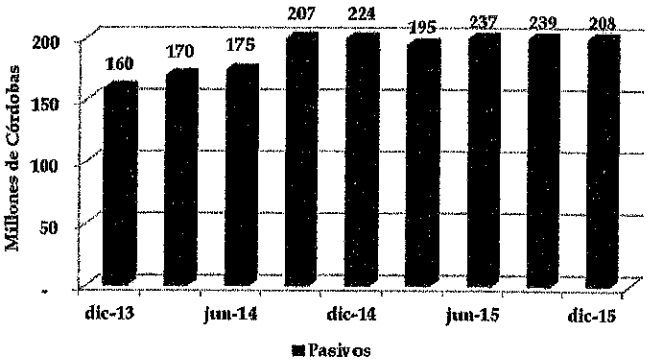
6.3. Fondeo

La cartera pasiva de Factoring registró C$207,73 millones ($7,44 millones) al cierre de diciembre 2015, disminuyendo 7% interanual y 12% semestral. Las variaciones tanto anuales, como semestrales, responden principalmente a la reducción de las obligaciones con terceros, las obligaciones con instituciones financieras y las obligaciones con socios, las cuales en conjunto pesan 22% del pasivo y decrecen 56% anual y 58% semestral.

Estas reducciones responden a la cancelación anticipada de cartera por parte de algunos clientes, por lo que la Administración decide cancelar saldos con algunas instituciones financieras para un manejo más eficiente de la liquidez y la no renovación de financiamiento con terceros con el fin de seguir incentivando el fondeo por medio de la *emisión en Bolsa*.

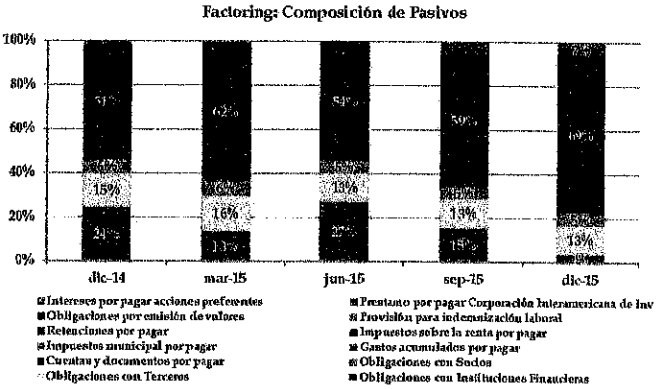
Dicha reducción del pasivo total se vio mermada por el incremento de 25% anual y 13% semestral de las obligaciones por emisión de valores, ya que dicha cuenta pesa 69% de los pasivos.

Factoring S.A.: Pasivos Totales



La composición de las cuentas pasivas a diciembre 2015 varía con relación a lo mostrado hace un año, siendo la más representativa las obligaciones por emisión de valores con el 69%, seguidas por las obligaciones con terceros con 13%, luego el préstamo con la Corporación Interamericana con 7% y las obligaciones con socios representan 5% del pasivo total. De los cambios interanuales en la composición cabe destacar, el aumento en las obligaciones por emisión de valores y del préstamo por pagar con Corporación Interamericana de Inversión, así como la disminución de las obligaciones con instituciones financieras.

Factoring: Composición de Pasivos



OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

La estrategia de fondeo de Factoring busca utilizar alternativas más rentables para crecer, es por eso que los pasivos asociados a la emisión de bonos y al financiamiento bancario han venido aumentando su representatividad en la composición del pasivo total.

Continuando como principal fuente de fondeo la emisión de valores, Factoring inscribe una nueva emisión el 30 de enero 2014 de un Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija por un monto total de $6,0 millones, en papel comercial y en bonos, dicho Programa vence en enero 2016, no obstante a la fecha hay series que aún no han vencido.

Al cierre de diciembre 2015 la emisión colocada representa el 69% del pasivo y equivale a 2,44 veces el patrimonio de Factoring, las series emitidas y que a esa fecha no han vencido son las siguientes:

Nombre Emisión	Fecha Emisión	Valor US$	Plazo días	Tasa
FAC-12-2015-1	20/02/2015	900.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-2	19/03/2015	550.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-3	30/04/2015	400.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-4	19/05/2015	200.000,00	360	7,00%
FAC-6-2015-5	15/07/2015	250.000,00	180	5,75%
FAC-12-2015-5	15/07/2015	250.000,00	360	7,00%
FAC-12-2015-6	04/08/2015	500.000,00	360	7,00%
FAC-6-2015-6	20/08/2015	250.000,00	180	5,75%
FAC-12-2015-7	07/09/2015	400.000,00	360	7,00%
FAC-6-2015-7	19/11/2015	200.000,00	180	5,75%
FAC-12-2015-8	20/11/2015	400.000,00	360	7,00%
FAC-6-2015-8	09/12/2015	400.000,00	180	5,75%
FAC-6-2015-9	18/12/2015	400.000,00	180	5,75%
		5.100.000,00		

Los recursos obtenidos con la emisión de valores han sido destinados para capital de trabajo de manera que se incremente la colocación de créditos y además para cancelar pasivos financieros que tienen un costo más alto.

La Administración de Factoring informa la aprobación por parte de SIBOIF, el 15 de marzo 2016 de un nuevo Programa de Emisiones de Valores Estandarizados de Renta Fija por un monto total de $8,0 millones, en papel comercial y en bonos, aún no se definen las series y las tasas, estos datos se pactaran en su momento. Dicho programa viene a sustituir el que venció en enero 2016 y su plazo de colocación es de 2 años.

Otro aspecto a considerar es que para el Programa anterior, la Junta Directiva mantenía vigente la aprobación de no repartir dividendos durante todo el plazo en que la emisión estaba en circulación, cambiando la condición para el nuevo Programa, en el cual Factoring, S.A. declarará y pagará dividendos hasta tener completados C$58.000.000 de capital social, el cual está compuesto por C$13.000.000 de acciones comunes y C$45.000.000 de acciones preferentes. A la fecha, el capital social completado es de C$52.705.000.

Con relación a los indicadores de fondeo, se mantienen estables a lo largo del último año pero disminuyen al cierre del 2015, la relación pasivo total a activo total llega al 77,9% a diciembre 2015, dado una reducción mayor en los pasivos en forma interanual. Por su parte, el indicador Deuda/Patrimonio reporta 3,53 veces a diciembre 2015, lo cual es holgado con relación a la política de Factoring, la cual establece un máximo en este índice de hasta una relación de 6:1, sin embargo, además la misma disminuye en forma interanual.

Factoring S.A.: Indicadores de Fondeo							
	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Pasivo Total/Activo Total	75,8%	77,1%	80,5%	78,1%	80,8%	80,3%	77,9%
Deuda/Patrimonio	3,13	3,37	4,13	3,57	4,20	4,08	3,53
Cartera/ Obligaciones	1,16	1,21	1,12	1,19	1,16	1,18	1,16

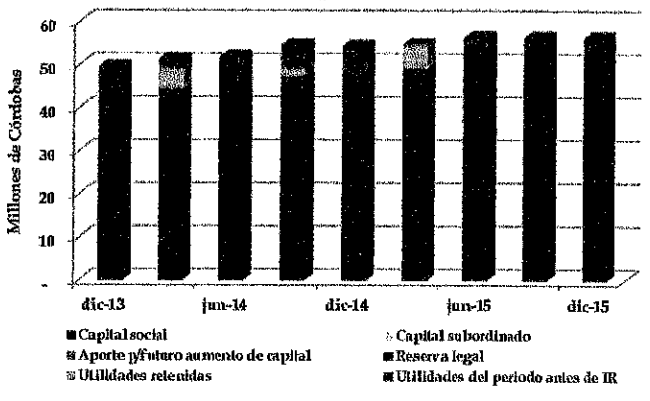
Por su parte la cobertura de la cartera a obligaciones se mantiene estable, siendo que en promedio para el último año se ubica en 1,16 veces.

6.4. Capital

Al cierre de diciembre 2015, el patrimonio de Factoring alcanzó los C$58,91 millones ($2,11 millones), mostrando un crecimiento anual de 9% y semestral de 5%, el cual obedece principalmente a un incremento en el capital social, producto de la capitalización, como parte del acuerdo de Junta Directiva para fortalecer el patrimonio y de la reserva legal.

A partir de junio 2013 se refleja el cambio en la composición del patrimonio, misma que se mantiene hasta la fecha, ya que se capitalizaron las utilidades retenidas y el capital subordinado y como parte del acuerdo de Junta Directiva, las utilidades futuras también serán capitalizadas hasta alcanzar un capital social de C$58.000.000.

Factoring S.A.: Composición del Patrimonio



OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

A diciembre 2015 el capital social representa el 90% del patrimonio, seguido de las utilidades del periodo con 7% y la reserva legal un 3%.

Con relación a los indicadores de capital se puede observar que Factoring mantiene una sólida estructura de capital, sin embargo, se muestran variaciones en los mismos, con una cobertura patrimonial de 89,5%, disminuyendo en forma interanual, lo cual está asociado a un mayor registro de provisión por incobrables. Por su parte, el apalancamiento productivo, se ha mantenido estable en el último año, siendo en promedio de 4,53 veces, lo que indica que el patrimonio está invertido 4,53 veces en activos que generan recursos para la entidad.

Factoring S.A.: Indicadores de Capital							
	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Apal.Prod. (#)	3,64	4,08	4,64	4,23	4,87	4,81	4,10
Cob. Pat./Pasivo	22,2%	24,7%	20,2%	21,3%	19,5%	19,1%	22,7%
Cob. Patrimonial	82,5%	93,7%	94,8%	87,0%	87,4%	86,8%	89,5%
Endeudamiento Económico	3,93	3,88	4,79	4,22	4,63	4,69	4,08

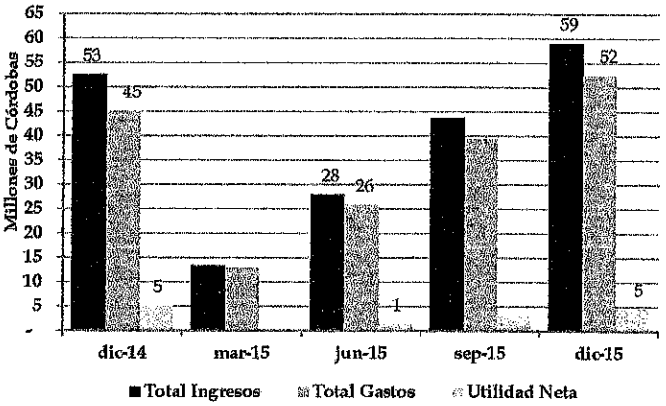
Por su parte, la razón de endeudamiento económico se ha mantenido para el último año por encima de 4 veces, manteniéndose con mucha holgura para seguir creciendo, además, con corte a diciembre 2015 disminuye tanto en forma anual como semestral, debido a la disminución en los pasivos.

6.5. Rentabilidad

Las utilidades netas al cierre de diciembre 2015 suman C$4,60 millones (US$164,5 mil) y se reduce interanualmente cerca de 12%, disminuyendo también en términos marginales respecto a lo registrado en diciembre 2014, representando alrededor del 8% de los ingresos totales, esto debido a que los ingresos crecieron a una tasa menor a la registrada por los gastos.

Es importante comentar que en cuanto a resultados no se logra alcanzar lo proyectado debido según la Administración a varios motivos, entre los que destaca las menores tasas activas y de comisión por desembolso por un tema de mercado, el registro de gastos por provisión de cartera producto de algunos casos que cayeron en mora y mayores gastos operativos. Las utilidades proyectadas para el cierre del 2016 son de C$5,5 millones.

Factoring S.A.: Estado de Resultados



Los ingresos de Factoring al cierre de diciembre 2015 suman C$59,06 millones ($2,11 millones), incrementándose interanualmente en 12%, variación que responde al crecimiento interanual de los ingresos por intereses corrientes, cuenta que registra un aumento del 20% y es de las más significativas del total de ingresos.

La principal fuente de ingresos son los ingresos por intereses corrientes que representan 78%, seguido por los ingresos por comisión de desembolso y cobranza que representan el 17% del total de ingresos, dicha composición se ha mantenido estable a lo largo de los últimos tres años.

Cabe mencionar que la cuenta otros ingresos decrece 38% interanual, representando un 4% de los ingresos totales, aspecto que merma el crecimiento de los ingresos totales, ya que en diciembre 2014, los otros ingresos crecen 78% interanual y llegaron a representar 6%.

Por su parte, a diciembre 2015 los gastos totales de Factoring suman C$52,49 millones ($1,88 millones) incrementándose 16% en forma interanual. El gasto total está compuesto por un 53% el gasto administrativo, un 38% gasto financiero y un 9% la provisión de cartera, mostrando variaciones en forma interanual, ya que a diciembre 2014 la provisión representaba 13% del gasto total, el administrativo llegaba a 54% y el financiero a 33%.

Con corte a diciembre 2015 el gasto administrativo crece 13%, de igual forma el gasto financiero crece 35% interanual; siendo estos los dos impulsadores del crecimiento en el gasto. Por su parte, el gasto por provisión de cartera, de reduce 17% interanualmente.

Al incrementarse el saldo promedio de cartera para el 2015, el fondeo también aumenta de manera que el gasto financiero asociado se incrementa, siendo este el motivo para dicha variación.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Producto del menor resultado, los indicadores de rentabilidad del Fctoring disminuyen interanualmente y en forma semestral, sin embargo, también influye en el cálculo de los indicadores, que el patrimonio y el activo productivo crecen significativamente en forma anual.

Factoring S.A.: Indicadores de Rentabilidad							
	dic-13	jun-14	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Margen de Intermediación	17,4%	15,4%	15,9%	13,7%	13,7%	13,8%	14,41%
Margen Financiero Neto	10,9%	13,2%	10,6%	2,4%	5,3%	7,2%	8,1%
Rap	2,4%	2,8%	2,2%	0,5%	1,0%	1,5%	1,7%
Rap	10,1%	12,0%	9,9%	2,2%	5,2%	7,3%	7,9%
Rf	19,8%	18,4%	17,9%	16,7%	17,1%	17,5%	18,0%

*Indicadores Anualizados

Por su parte, el margen de intermediación disminuye, siendo en promedio de 14,3%, producto de las tasas que se pactan en el factoreo, ya que la tasa activa disminuyó para ser más competitivos en el mercado. En el caso del margen financiero, es menor con relación a periodos anteriores, por la disminución marginal del resultado versus los ingresos generados.

Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación Entidades Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada en el ente regulador en noviembre 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en octubre 2011. 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."

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

SCRiesgo
Rating Agency

28 de marzo del 2016
Ref: SCRN-400152016

Señor
Víctor Urcuyo
Superintendente
Superintendencia de Bancos y Otras
Instituciones Financieras
Managua, Nicaragua

COMUNICADO DE HECHOS RELEVANTES

Procedemos a informar que el 28 de marzo del 2016, quedaron ratificadas las calificaciones otorgadas en la Sesión Ordinaria Nº 4012016 celebrada el 16 de marzo del 2016, basándose en información no auditada al 31 de diciembre del 2015, para la **Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)**. Adjunto se envían los fundamentos de la calificación. En Ref: **(Informe SCR- 40042016).**

Nombre del emisor o sociedad administradora	*Nombre de la emisión o del fondo de inversión según RNVI*	*Moneda*	*Escala de Calificación Actual* *		*Fecha de la información financiera en que se basó la calificación*	*Fecha del Consejo de Calificación*
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Largo Plazo Moneda Local	NIO	**scr BB+ (nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Corto Plazo Moneda Local	NIO	**SCR 4 (nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Largo Plazo Moneda Extranjera	USD	**scr BB+ (nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Corto Plazo Moneda Extranjera	USD	**SCR 4 (nic)**	**Estable**	31/12/2015	16/03/2016
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie B	USD	**scr BBB- (nic)**		31/12/2015	16/03/2016
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie C	USD	**scr BB+ (nic)**		31/12/2015	16/03/2016
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie D	USD	**scr BB+ (nic)**		31/12/2015	16/03/2016

*La calificación no varió respecto a la anterior

La calificación **scr BBB** se otorga a aquellas *"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".*

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

La calificación **scr BB** se otorga a aquellas *"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."*

La calificación **SCR 4** se otorga a aquellas *"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."*

Las calificaciones desde **"scr AA"** a **"scr C"** y desde **"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.

Perspectiva Estable: Se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

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 en el ente regulador en noviembre del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor desde 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. Además considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis.

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la sociedad calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, la información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que estén disponibles en las oficinas del emisor, en la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras, Bolsa de Valores y puestos representantes."

Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras
Oficina de Correspondencia
RECIBIDO
Recibido: Marlen
Fecha: 31 MAR 2016 Hora: 4:35

Atentamente,

Jorge Chaves Villalta
Subgerente General
Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.

C.C.: Licda. Bertha Martínez, Intendente de Valores
Lic. Gerardo Argüello, Gerente General Bolsa de Valores de Nicaragua
Sr. Emiliano Maranhao, Vicepresidente, INVERCASA
Archivo.

Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras
RECEPCION
Recibido por: Perla Rojas
Fecha: 31 MAR 2016 Hora: 3:54pm
Registro No.: 2038

La veracidad y la oportunidad de este Comunicado de Hecho Relevante es responsabilidad de Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A., y no de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES
Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4012016
Información financiera: no auditada al 31 de diciembre del 2015.

Contactos: Marcela Mora Rodríguez Analista Senior mmora@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 31 de diciembre 2015.

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.*

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 -millones US$-	Calificación anterior	Calificación 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 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.

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.

La categoría **Estable** se refiere a que se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

2. FUNDAMENTOS

Las calificaciones otorgadas a la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua (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 el aumento en su volumen de operaciones.
- Significativas inversiones en infraestructura del Aeropuerto, dado el alto crecimiento en el flujo de operaciones.
- El apoyo económico brindado por el Gobierno de Nicaragua significa una fortaleza y soporte para la evolución futura de la situación financiera de la entidad, la cual le permite afrontar las deudas contraídas para el mejoramiento del Aeropuerto.
- Existencia del Programa de asignación 2015-2017 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público

"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*

(MHCP) para la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua. Lo correspondiente a la asignación del 2015 ya fue transferido por un monto de US$6,73 millones.

- EAAI se constata como la primera organización en América Central en poseer la "Certificación de las Operaciones Seguras" otorgada por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil (INAC) y auditada por el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI).

- Los bonos BIAN II fueron cancelados en forma oportuna y en su totalidad en enero del 2016, en relación con el monto total emitido ($4,00 millones), a diciembre 2015 se había amortizado el 98% del total de la emisión.

OPORTUNIDADES

- EAAI se circunscribe dentro de la estructuración del megaproyecto del canal interoceánico de Nicaragua, lo cual implica proyecciones de consideración en términos del desarrollo de infraestructura y crecimiento en volumen de operaciones.

- El actual desarrollo de la economía nicaragüense y su recuperación.

- El crecimiento en la oferta turística del país, reflejando una plaza más segura y con mucha diversidad natural.

RETOS

- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para diciembre 2015 este se muestra en 4,17 veces. Lo anterior, presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas.
- Cumplir con el compromiso de empezar a acumular a partir del 2016, un monto mensual en la cuenta de reserva para los bonos BRADE, la cual permita aprovisionar los recursos necesarios para el pago de las obligaciones con el público inversionista.

- 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.

- Considerando el nivel de apalancamiento financiero actual, EAAI aún debe consolidar un mayor flujo operativo para controlar los riesgos de liquidez que implica dicha situación al largo plazo, no obstante el flujo de efectivo a la fecha es mayor al registrado en años anteriores.

- Mantener un adecuado crecimiento de operación aeroportuaria que permita una generación de ingresos que impacte hacia el alza los niveles de rotación y flujo operativo.

- Controlar el creciente nivel de gastos de operación, específicamente, aquellos de orden administrativo que mantienen un peso considerable sobre los ingresos, lo cual repercute en el nivel de utilidades operativas.

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

- Con excepción del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, las demás terminales significan un centro de costo para la operación de EAAI ya que aún no se ha consolidado un flujo suficiente de tránsito aéreo que lleve a punto de equilibrio la operación de los distintos aeródromos.

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 Desempeño de la economía

Según lo indica el Banco Central de Nicaragua (BCN), durante el 2015 el desempeño de la economía fue satisfactorio, mostrando un crecimiento cercano al 4%, una inflación baja y estable, un buen manejo de las finanzas públicas y un fortalecimiento de las reservas internacionales netas.

Lo anterior a pesar de un entorno internacional caracterizado por un menor dinamismo de las economías desarrolladas, lo cual afectó la demanda externa, aunado a la baja en los precios internacionales de los principales productos de exportación, afectaron el desempeño de actividades tales como; manufactura, minería y agricultura.

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional, quién en forma reiterada ha elogiado el desempeño de la economía nicaragüense, para el 2016 se espera un crecimiento ligeramente superior al mostrado en el 2015, estimándolo en un 4,2%. Al mismo tiempo la entidad no obvió mencionar los principales riesgos externos que amenazan el cumplimiento de dicho pronóstico, especialmente la caída en el precio de los "commodities" y los efectos de la reducción de los programas de apoyo otorgados por Venezuela.

3.2 Producción

De acuerdo con los datos oficiales al mes de noviembre 2015, el índice mensual de actividad económica creció 4,8% de forma interanual, experimentando un crecimiento acumulado de 3.8 por ciento.

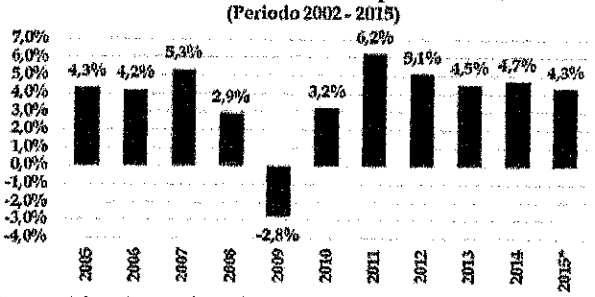
Por el enfoque de la producción, las actividades que presentaron un mayor crecimiento interanual fueron: Construcción (21,1%), Comercio (10,2%), Transporte y Comunicaciones (8%), Energía y Agua (6,4) e Intermediación Financiera y Servicios Conexos (6,0%), siendo éstas las más representativas.

Por su parte las que mostraron variaciones interanuales negativas fueron en su orden; Silvicultura y Extracción de Madera con un -12,9%, Explotación de Minas y Canteras con un -10,3% y Pesca y Acuicultura que alcanzó un -0,6%.

Finalmente, las actividades primarias (Agricultura y Pecuario) mostraron crecimientos interanuales del 0,3% y 4,4%, respectivamente.

Para el cierre del 2015, según estimaciones de la Secretaría del Consejo Monetario Centroamericana (SECMCA) se espera que el PIB se modere por los efectos de la sequía y el descenso de los precios de las materias primas y llegue a alcanzar entre un 4.3% y 4,8%.

Gráfico 1
Tasa de variación anual del PIB a precios constantes
(Periodo 2002 - 2015)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.
*Dato estimado por SEMCA

3.3 Comercio exterior

Al cierre del año 2015, el monto registrado por concepto de exportaciones fue de US$2.419,4 millones, lo cual representó una disminución del 7,8% (US$204,97 millones) respecto al año anterior. Por otro lado, las importaciones a diciembre del 2015, cerraron en US$5.901,9 millones, cifra que implicó un leve crecimiento interanual del 0,5%.
Debido a que las exportaciones fueron menores que las importaciones, el país presentó una balanza comercial negativa de US$3.482,3, lo cual se aprecia en el siguiente gráfico.

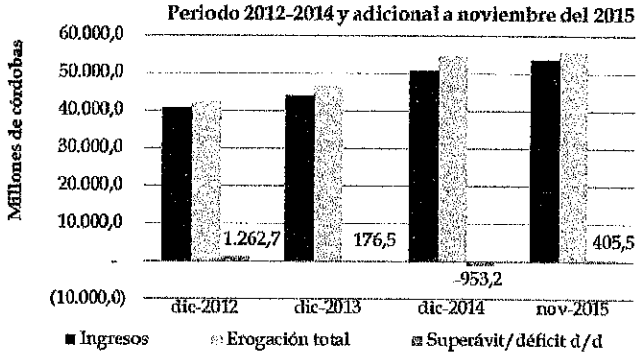
El comportamiento del sector exportador se mantiene dominado por los efectos de menores precios internacionales de las materias primas y la reducción en los volúmenes exportados de algunos productos significativos. Esta reducción se dio principalmente en los productos agropecuarios específicamente las ventas de café; además en las exportaciones de minería (oro) y de manufactura, asociado con menores exportaciones de azúcar.

Por el lado de las importaciones, el incremento está asociado con el repunte de las importaciones no petroleras específicamente de aquellas de bienes de consumo no duraderos, como resultado del dinamismo mostrado por las adquisiciones de equipo de transporte, medicina y productos farmacéuticos, materiales de construcción y maquinaria industrial.

3.4 Finanzas públicas

Los resultados del Gobierno Central (GC) al cierre del noviembre del 2015 continúan mostrando un buen desempeño, consistente con un menor ritmo de crecimiento de varios componentes de gastos. De esta manera, se registra un superávit después de donaciones C$405,4 millones.

Gráfico 5
Déficit fiscal del GC
Periodo 2012-2014 y adicional a noviembre del 2015



Fuente: elaboración propia con datos del BCN

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

A pesar de que los ingresos del gobierno presentaron un crecimiento significativo, congruente con la situación positiva a nivel económico, el crecimiento en los gastos fue mayor, lo cual provocó que se mantenga presentando un déficit fiscal antes de donaciones.

De acuerdo con el Banco Central de Nicaragua, la ejecución de la política fiscal ha sido prudente, lo cual se refleja en una posición superavitaria a noviembre del 2015 y una tendencia de reducción del endeudamiento público.

3.5 Moneda y finanzas

A noviembre del 2015, las Reservas Internacionales Netas Ajustadas (RINA) presentan una acumulación de US$20,3 millones, lo cual está asociado principalmente con la entrada de recursos externos en concepto de préstamos y donaciones. Sin embargo esta variación se vio aminorada por el pago de servicio de deuda externa (US$11,9 millones) y la venta de divisas (US$13,5 millones).

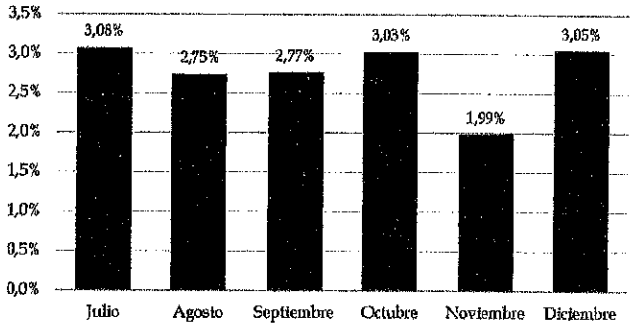
El Sistema Financiero Nacional presentó una congruencia con el aumento en la cartera y la captación de los depósitos, reflejando un desempeño favorable. De esta forma, el saldo de la cartera bruta de crédito creció 24,9% y los depósitos 15,1%, de forma interanual.

Propiamente, la tasa de interés activa implícita en córdobas al finalizar el año se ubicaron en 12,0%, representando una disminución de 6 puntos base. La tasa pasiva implícita en córdobas cerró en 2,32%, lo cual significó un aumento de 0,8 puntos base con respecto a diciembre del 2014. Debido a la disminución presentada por las tasas activas en córdobas, el margen de intermediación financiera se mantuvo en 10,5% y ha presentado un comportamiento a la baja en el último año.

3.6 Inflación

La inflación interanual registró en 3,05% (6,48% en diciembre del 2014). Sin embargo, la tendencia decreciente desde diciembre del 2014 de este factor ha contribuido a llevar a la inflación a un nivel menor al 5%. Según el Banco Central de Nicaragua, los indicadores de la perspectiva inflacionaria con respecto a diciembre del 2014, muestran que las presiones al alza han disminuido, principalmente por el abastecimiento interno adecuado de alimentos y por la caída en los precios internacionales del petróleo. Esta disminución en la inflación fue atenuada parcialmente por el aumento de los precios en las divisiones de restaurantes y hoteles, educación y recreación y cultura.

Gráfico 6
IPC
Variación interanual, Periodo Ene-15 a Jun-15



Fuente: elaboración propia con datos del BCN

4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

4.1 Perfil y reseña histórica

La Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (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.

EAAI se ha abocado al progreso de la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua mediante la inversión en una red de aeropuertos que impulsará el desarrollo del país en zonas que ofrecen proyectos turísticos y comerciales con importantes potencialidades para el mejoramiento económico del país, como ha sido ejemplo la modernización del aeropuerto de Puerto Cabezas y la construcción de los aeropuertos de Ometepe, San Juan, entre otros.

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 ante las necesidades del país, EAAI fue llamada a asumir el proyecto de desarrollo de infraestructura aeroportuaria.

Por ello, y como parte del soporte del Estado Nicaragüense, EAAI ha sido incluida dentro del Programa de Asignación Presupuestaria llevado a cabo por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el cual 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

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Nicaragüense, quien funge como la figura encargada de tal actividad.

Actualmente, EAAI cuenta con la "Certificación de las Operaciones Seguras" en cada una de sus etapas del proceso operacional correspondiente al Aeropuerto Augusto C. Sandino, esta certificación es emitida por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil (INAC) y auditada por el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI), según las Normas Internacionales de Aviación Civil establecidas por este.

Dicha certificación, de carácter internacional, acredita al Aeropuerto Augusto C. Sandino como un aeropuerto seguro y hace constar que este aeropuerto cumple con los más altos estándares internacionales de la OACI, implicando así una mejora sensible a la competitividad de la terminal que le permite a EAAI una mayor comercialización del aeropuerto ante nuevas líneas aéreas. El Aeropuerto Internacional de Managua se convierte entonces en el primer país de América Central en tener esta calificación.

El año 2015 se ha caracterizado por mejoras al Aeropuerto Augusto C. Sandino, por un crecimiento en el flujo de pasajeros y mayor frecuencia de vuelos.

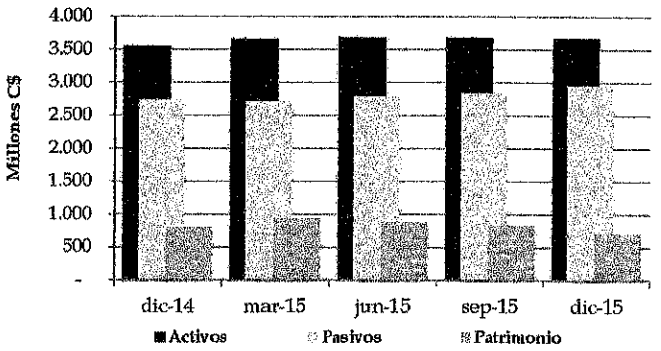
5. ESTRUCTURA FINANCIERA

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 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, sin embargo, en la actualidad están en un proceso de inversiones a nivel de infraestructura en el Aeropuerto Augusto C. Sandino, ya que se volvió una necesidad debido al aumento en el flujo de pasajeros y en la frecuencia de vuelos, por tanto, se ha postergado la reducción de pasivos, para proceder con dichas inversiones.
Con relación a la estructura financiera de la entidad para el último trimestre 2015, muestra una leve disminución del activo, versus un incremento en los pasivos y su correspondiente contracción en el patrimonio, manteniendo el mismo comportamiento del trimestre anterior, esto básicamente se debe a que se desembolsó un financiamiento con Bancorp por US$2,8 millones.

Interanualmente, se registra un incremento en los activos cercano al 3%, combinado con el crecimiento del 8% en el pasivo total y la contracción del 12% en el patrimonio, la cual viene dada por el aumento en la pérdida acumulada.

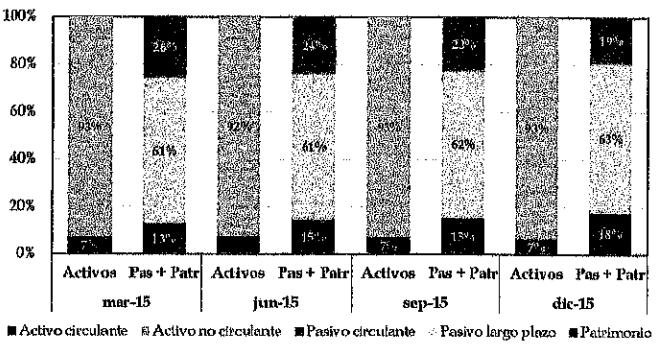
Cabe señalar que para el primer trimestre 2015, se mantuvo la contracción en los pasivos, acompañado del aumento en la posición patrimonial, esto debido a que para dicho período se había recibido el ingreso de US$6,73 millones como parte del aporte del MHCP correspondiente al año 2015, el cual fue destinado a la cancelación de pasivos.

EAAI: Estructura Financiera



Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, a diciembre 2015 se mantiene el esquema de alta concentración en los activos no circulantes con 93%, mientras que los activos a corto plazo pesan 7% del activo total, siendo menor a los pasivos de mayor exigibilidad.

EAAI: Estructura Financiera



En esta composición, se evidencian señales de una brecha negativa de liquidez, ya que los activos de mayor convertibilidad en efectivo no logran cubrir las obligaciones con exigibilidad de corto plazo. Al mismo tiempo, esto expone el verdadero giro financiero a largo plazo del negocio de EAAI, con un activo a largo plazo que se financia a diciembre 2015, en 63% vía pasivos a largo plazo, 19% a través de patrimonio y 18% por medio de pasivo circulante. La capacidad de la organización para el pago de sus obligaciones depende en una proporción muy importante de la capacidad del activo fijo para generar ingresos y aportar a la liquidez, sin embargo, hay que tener en cuenta que por la

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

naturaleza del negocio es normal que el activo más representativo de EAAI sea el activo fijo y la generación de flujo y liquidez se de en el mediano plazo.

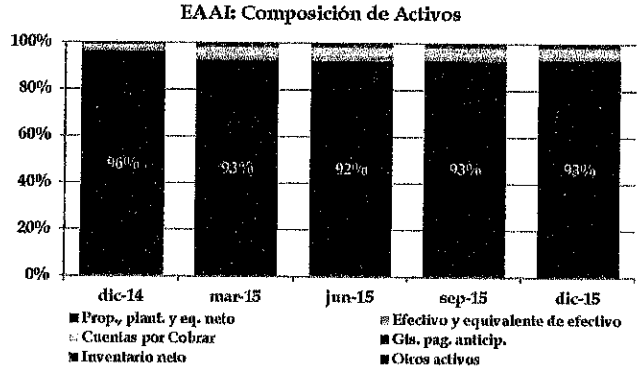
5.1 Activos

La partida de activos de EAAI suma C$3.670,63 millones (US$131,43 millones) para diciembre 2015, mostrando un crecimiento interanual del 3% y una leve disminución trimestral del 0,4%. El aumento anual obedece al incremento de 123% en las cuentas por cobrar, además de un mayor registro en el efectivo, en los gastos pagados por anticipado y en otros activos. En cuanto a la reducción trimestral, responde principalmente a un menor registro del efectivo y de los gastos pagados por anticipado.

Con relación a la composición de los activos, a diciembre 2015, la cuenta inmuebles, mobiliario y equipo representa 93%, seguido de las cuentas por cobrar con el 4%, el efectivo y los gastos pagados por anticipado con 1% cada uno, siendo las más representativas. Dicha composición se mantiene muy estable, respecto al trimestre anterior.

Cabe mencionar que la cuenta de propiedad, planta y equipo, suma a diciembre 2015 C$3.420,63 millones (US$122,48 millones), mostrándose estable en forma trimestral y anual.

Por su parte las cuentas por cobrar crecen 123% en forma anual y 5% trimestral, lo cual corresponde al aumento de clientes y mayor generación de ingresos que ha implicado la entrada nuevas líneas aéreas.



5.2 Pasivos

Para el cierre de diciembre 2015, el pasivo de la entidad suma C$2.961,19 millones (US$106,03 millones), mostrando una variación trimestral positiva de 4% y de 8% anual, en el caso del aumento trimestral responde a la adquisición de un préstamo nuevo con Bancorp por US$2,8 millones, además, un aumento en la poción corriente de préstamos por pagar largo plazo, por un refinanciamiento de dos préstamos con Banpro bajo la modalidad Balloon Paymet, en la revalorización de las obligaciones negociables y en la provisión para indemnizaciones laborales.

En el caso del aumento interanual de los pasivos, responde principalmente a la adquisición de los préstamos que se realizaron durante el 2015 (US$2,5 millones con Banpro y US$2,8 millones con Bancorp), el aumento las cuentas y gastos acumulados por pagar y en la revalorización de las obligaciones negociables.

La obtención del crédito con Banpro fue destinado para compra de equipos de asistencia en tierra y para el pago de avalúos de proyecto de recarpeteo de las plataformas internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino, en el caso del préstamo adquirido con Bancorp se hizo con el objetivo de fortalecer y mejorar la infraestructura de la terminal aérea del AIACS y terminales nacionales que generan mayor calidad en la atención al aumento de pasajeros.

El pasivo se compone 22% en pasivo de corto plazo y 78% en pasivo de largo plazo. La cuenta más representativa del *pasivo total son los préstamos por pagar* largo plazo con el 40%, seguido de las obligaciones por títulos negociables con 33% y la porción corriente de los préstamos a largo plazo que representan el 13%, siendo las cuentas más representativas del pasivo a diciembre 2015.

Puntualmente, para el cierre del cuarto trimestre 2015 la deuda a largo plazo, pasivo más importante, denota un aumento de 1% trimestral y de 0,3% interanual, dicho aumento es muy leve como consecuencia de la cancelación de deudas a través del aporte del MHCP, la cual mitiga la adquisición de los préstamos adquiridos durante el 2015.

En el caso de las obligaciones por títulos negociables, aumentan trimestralmente por un tema de revalorización de las obligaciones y se da una reducción en su porción corriente, por el pago de la cuota de principal semestral de los BIAN II por US$100.000.

La porción corriente de préstamos por pagar a largo plazo se incrementa 18% trimestral y 41% anual, lo cual obedece al refinanciamiento de dos préstamos con Banpro bajo la modalidad Balloon Paymet y la adquisición del préstamo con Bancorp.

EAAI expone un giro financiero concentrado en el largo plazo (bonos y préstamos comerciales), 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

OFICINAS REGIONALES

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

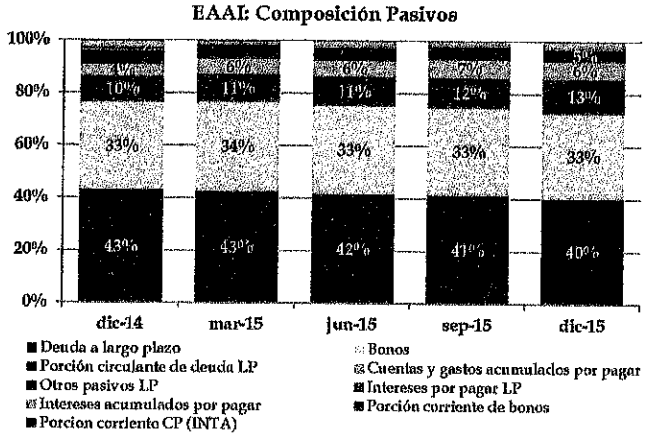
Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

paulatinamente la presión de liquidez que debe ser gestionada para la atención de las obligaciones.

EAAI: Composición Pasivos



5.3 Patrimonio

El patrimonio de EAAI suma C$709,44 millones (US$25,40 millones) a diciembre 2015, registrando una reducción interanual de 12% y de 15% trimestral. Dichas reducciones responden al incremento de la pérdida acumulada, la cual crece 10% trimestral y 24% anual, sumando a diciembre 2015 C$1.451,80 millones. Otra variación importante fue los aportes Estatales introducidos a través de las aportaciones del MHCP y la condonación parcial de la deuda de los Radares I y II, las cuales mitigan la caída en el patrimonio.

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.

6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

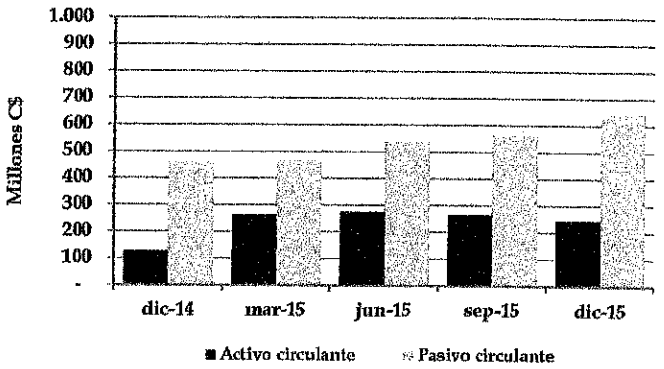
6.1 Cobertura y liquidez

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 menor a pasivo corto plazo"; lo cual significa que la masa actual de recursos líquidos no logra cubrir la totalidad de obligaciones con vencimiento a menos de un año.

Puntualmente, se registra una brecha negativa de liquidez por C$399,54 millones (US$14,31 millones) para diciembre 2015, la cual aumenta en 19% interanual, debido al crecimiento que denota el activo circulante ante la entrada de la asignación del MHCP correspondiente al 2015 y el aumento en las cuentas por cobrar, registrando un incremento anual de 94% por parte del activo circulante, no obstante, no le alcanza para cubrir la brecha, ya que además, los pasivos circulante crecen 40% anual, por la adquisición de los préstamos durante el 2015, las cuales se reducen por la cancelación de deudas por medio de la misma transferencia del MHCP y la condonación parcial de los préstamos concesionales.

Trimestralmente, la brecha negativa de liquidez aumenta 34%, debido a que el activo circulante se reduce 8% en forma trimestral y por su parte, el pasivo circulante aumenta 15%, por el incremento de la porción circulante de la deuda a largo plazo y en la porción corriente de interese por pagar a corto plazo.

EAAI: Activo circulante vrs Pasivo circulante



Al cierre de diciembre 2015 la razón circulante es de 0,38 veces, lo que significa que los activos circulantes cubren el 38% de las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa, cobertura que se considera baja, sin embargo, en forma interanual mejora las razones de liquidez.

Cobertura	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Razón circulante	0,27	0,56	0,51	0,47	0,38
Prueba ácida	0,25	0,55	0,49	0,44	0,36

Es importante resaltar que si bien el préstamo Balloon Payment mantenido con Banpro se enmarca como una operación registrada al corto plazo, su exigibilidad real es al largo plazo debido a la naturaleza propia del préstamo. Por ello, eliminando este efecto del total de pasivos circulantes, la razón circulante mejora a 0,48 veces para diciembre 2015.

Pasivo Circulante -diciembre 2015-	Córdobas	Equivalencia en US$
Total pasivo a corto plazo	644.941.924,10	23.092.774,14
Prestamos Banpro (modalidad Balloon Payment)	136.745.141,47	4.896.293,06
Total deuda exigible real a corto plazo	508.196.782,63	18.196.481,08
Total Activo Circulante	245.398.674,92	8.786.738,72
Razón circulante ajustada	0,48	0,48

Pasando al análisis del flujo de caja, ante esta situación de cobertura insuficiente que denota el activo circulante, EAAI mantiene un monitoreo diario de sus flujos de efectivo y a través del análisis sobre la prelación de sus obligaciones,

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

tanto financieras como comerciales, ha logrado sostener su solvencia, aunque esta se considera estrecha.

EAAI generó un flujo de caja real de US$147,04 mil para el cuarto trimestre 2015, aumentando US$2,99 millones en forma interanual, lo cual responde a un incremento de los ingresos de efectivo (48%) versus un menor aumento en las salidas de efectivo (2%).

Puntualmente, las entradas de efectivo se incrementan porque a setiembre 2014 no se contemplaba financiamiento, mientras que a diciembre 2015 se incluye US$2,8 millones, además se registra un aumento del 12% en los ingresos operativos. Por su lado, el incremento en las salidas de efectivo se origina por más gastos operativos, amortizaciones e inversiones.

Al final, el flujo de caja acumulado a diciembre 2015 se contabiliza en US$3,09 millones, aumentando en forma interanual y se compone en 5% por el flujo generado durante este cuarto trimestre y 95% por el flujo de caja inicial.

El análisis del EBITDA denota una reducción del 17% interanual en las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones, además con el nivel de EBITDA de diciembre 2015, disminuye la cobertura a la carga financiera y al servicio de la deuda, manteniéndose, por debajo de una vez.

La totalidad de la deuda financiera posee un peso elevado frente al EBITDA generado por la entidad, reflejando una exposición alta, en especial por el incremento en los pasivos.

Indicadores EBITDA	dic-14	dic-15
EBITDA (córdobas)	305.086.438	253.827.382
Cobertura a carga financiera	1,00	0,89
Cobertura a servicio de deuda	0,47	0,34
Cobertura a obligaciones CP	0,40	0,27
Deuda financiera a EBITDA	8,12	10,36

En general, EAAI presenta un flujo de operación de corto plazo, el cual le permite cubrir las inversiones en activo neto de corto plazo y pagar las fuentes de financiamiento de exigibilidad inmediata, esto después de hacer frente a los gastos corrientes de operación. Las necesidades de inversión en activo fijo (infraestructura aeroportuaria) requieren de nuevo financiamiento con pasivos o aumento de patrimonio (vía aportaciones del Gobierno) para poder ser financiadas y considerando la deuda total, EAAI aún debe consolidar un mayor flujo operativo para controlar los riesgos de liquidez que expone su estructura financiera.

Según la proyección para el 2016 ajustada a la fecha, EAAI proyecta cerrar con un superávit de flujo de caja al cierre del año por un monto de US$3,31 millones, aumentando en 30% respecto a lo registrado al cierre del 2015, contemplando el flujo de caja final del 2015. Sin embargo, si se considera sólo el flujo de caja generado en el período 2016, este registra un superávit de US$765 mil, el cual disminuye en forma interanual, debido a que las entradas de efectivo disminuyen levemente (-0,2%), respecto a un leve incremento en las salidas de efectivo (0,6%), producto de que en las entradas para el 2015 se contempló más financiamiento y por el lado de las salidas se tienen un ahorro por acumulación de la reserva anual para el pago del principal de los bonos BRADE y un monto menor en inversiones.

Es importante mencionar que dentro de las proyecciones se contempla el incremento en la tarifa aeroportuaria en $5, la cual para el 2016 entra a regir a partir de mayo, siendo este un factor importante que aumentará los ingresos de la entidad.

6.2 Endeudamiento

Al cierre de diciembre 2015 la entidad aumenta el apalancamiento financiero en forma interanual, al mostrar un incremento en la razón de deuda, pasando de 77,22% en diciembre 2014 a 80,67% en diciembre 2015, esto obedece al aumento en los préstamos utilizados para la modernización del Aeropuerto Augusto C. Sandino.

El endeudamiento comercial a setiembre 2015 suma C$1.574,67 millones (US$56,38 millones) aumentando en forma trimestral en 5%, por el desembolso adquirido con Bancorp, además aumenta 8% interanualmente, llegando a significar un 53% del pasivo total, el cual se considera alto. Por su parte, el peso de la deuda comercial al corto plazo es de 13% del total de pasivos, mientras que las obligaciones financieras comerciales al largo plazo pesan un 40%. Dentro de la deuda comercial al corto plazo, se contabiliza el préstamo "Balloon Payment" con BANPRO, el cual significa alrededor del 35% del total de la deuda bancaria al corto plazo; si bien se requiere el registro de esta obligación dentro de los pasivos corrientes, su cancelación o exigibilidad está pactada en el largo plazo, por lo que si no se toma en cuenta esta obligación, los préstamos bancarios al corto plazo significan un 9% del total de pasivos, lo cual disminuye la exigibilidad de los pasivos.

El endeudamiento aumenta forma interanual, pasando de 3,39 veces a 4,17 veces, lo cual se debe al aumento de los pasivos en 8% anual, por la adquisición de más créditos, además, la razón también se vio impactada por la reducción de 12% que presenta el patrimonio en forma interanual; considerándose este nivel de endeudamiento como alto. Si se

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

compara trimestralmente, también aumenta la razón, debido a que el patrimonio se reduce 15% por el registro de pérdidas acumuladas y por su parte, el pasivo aumenta 4%.

La cobertura de intereses se registra en 37,83%, reduciéndose tanto en forma interanual, como trimestral, lo cual obedece a que la disminución de la utilidad operativa en 14%, al cual es mayor a la reducción del 1% en los intereses bancarios en forma interanual.

Por su parte, el costo del pasivo promedio, disminuye en forma interanual y levemente en forma trimestral, debido a la reducción de los intereses bancarios, en promedio en el último año, dicho indicador ronda un 5,88%.

Endeudamiento	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Razón de deuda	77,22%	74,28%	76,01%	77,31%	80,67%
Cobertura de intereses	43,84%	51,90%	45,94%	52,47%	37,83%
Endeudamiento	3,39	2,89	3,17	3,41	4,17
Interés medio sobre Pasivos	6,11%	6,06%	5,86%	5,77%	5,61%

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 cierre de diciembre 2015, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C$2.792.834,76 equivalentes a US$100.000,00. 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 a diciembre 2015 el 98% del total de la emisión.

EAAI cuenta con una emisión de US$42 millones correspondientes a los Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE), de los cuales se colocaron en su totalidad la serie A por US$5,0 millones, la cual fue cancelada en abril 2014, la serie B por US$15,0 millones, la serie C por US$20,0 millones y la serie D por US$2,0 millones.

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 la Casa de Valores INVERCASA, a través de una Cuenta de Reserva en una Institución Bancaria de primer orden.

Después del pago de cada serie de los bonos, la Cuenta de Reserva vuelve a reiniciar su crecimiento hasta alcanzar la fecha de vencimiento de la siguiente serie emitida. Al 30 de diciembre 2015, el fondo suma US$713.343,20, según el último estado de cuenta del fondo de reserva, monto que equivale a un 4,8% de la serie B de los bonos BRADE.

Es importante destacar, que EAAI tiene como compromiso llevar a cabo una reserva programada en el flujo de efectivo que permita consolidar una reserva acumulada de más de US$3,00 millones, la cual se esperaba acumularla al cierre del año 2015, sin embargo, producto de que se ha tenido que incrementar las inversiones en infraestructura en el Aeropuerto, por el crecimiento significativo en el flujo de pasajeros, lo cual ha demandado tener que hacerle mejoras al mismo, se dispuso dejar de aportar a la reserva por este año y empezar a acumular lo que falta en tractos mensuales, a partir del 2016 hasta el 2019. De lo anterior, es destacable que a febrero 2016 el fondo de reserva suma US$1,08 millones.

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:

- Mejoramiento del sistema de balizamiento del Aeropuerto Internacional de Managua.
- Supervisión técnica del proyecto Aeropuerto Costa Esmeralda.
- Recarpeteo de plataforma internacional del Aeropuerto de Managua
- Medición del índice del perfil de la pista de aterrizaje del Aeropuerto Internacional de Managua.
- Compra de equipos de asistencia en tierra y otros activos fijos
- Mejoramiento de la infraestructura de migración en la salida internacional
- Cambio de todas las baterías de baños
- La compra de sillas nuevas para la parte internacional
- Pintura para las terminales del Caribe y de Managua

En cuanto a los índices de actividad de la entidad, la rotación del activo circulante (RAC) disminuye en forma

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

anual, producto de crecimientos mayores en el activo circulante que los registrados en los ingresos.

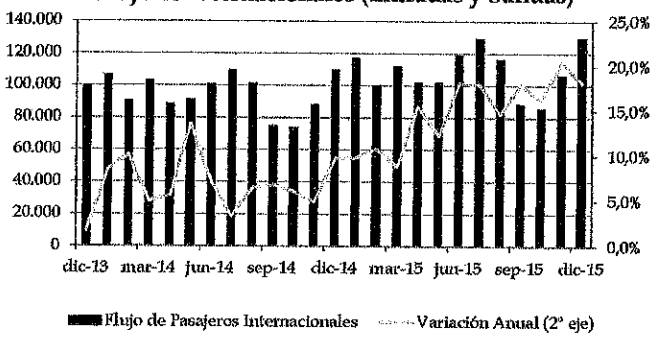
Por el lado de la rotación del activo fijo y del activo total, no se presenta mayor variación con respecto a los periodos anteriores, aunque el mejoramiento en la generación de ingresos ha producido niveles de rotación con tendencia ascendente.

Actividad	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
RAC	7,65	3,60	3,47	3,69	3,96
RAF	0,28	0,28	0,28	0,29	0,28
RAT	0,27	0,26	0,26	0,27	0,26

En relación con la actividad aeroportuaria referente a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, principal plaza 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.

Al finalizar el cuarto trimestre 2015, el flujo acumulado de entradas y salidas de pasajeros internacionales correspondientes al Aeropuerto Internacional de Managua, registró un total de 1.312.351 pasajeros, lo cual significó un crecimiento del 15% con respecto a los datos del mismo periodo del año anterior.

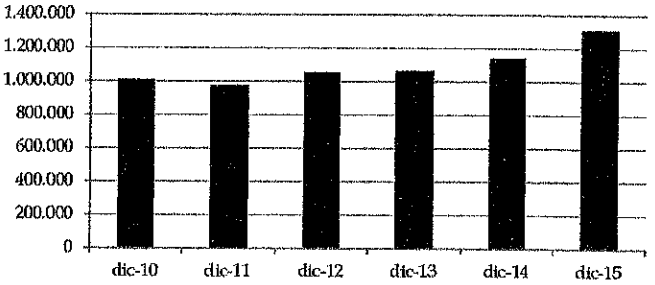
Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino
Pasajeros internacionales (Entradas y Salidas)



Al observar el movimiento de la tasa de variación anual en el número de pasajeros internacionales, EAAI presenta una tendencia ascendente en el crecimiento del tránsito de pasajeros internacionales, la cual se marca desde agosto del 2013. Este periodo denota el incremento en el atractivo de Nicaragua como destino turístico y de negocios en la región, aunado al logro de los distintos proyectos que ha realizado EAAI para contar con una infraestructura aeroportuaria cada vez más robusta.

Actualmente, los niveles de crecimiento en la operación aérea superan las proyecciones mantenidas por la organización y las establecidas a nivel de proyección de flujos de efectivo.

Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino
Flujo de pasajeros internacionales (Entradas y Salidas)
Acumulado Anual



Las mejoras en infraestructura logradas han significado un impacto directo al flujo de pasajeros que este aeropuerto puede recibir, elevando en los últimos 5 años el ritmo de entradas y salidas de pasajeros internacionales.

En cuanto a la rotación del gasto administrativo, la misma disminuye en forma interanual, debido al crecimiento elevado en los gastos administrativos (160% interanual) versus el crecimiento de los activos (3% interanual). Por su parte, la cobertura de la utilidad operativa hacia los gastos administrativos también disminuye, ante la brecha que hay en las variaciones de los gastos administrativos (160%) y la utilidad operativa (-14%).

Este comportamiento obedece al incremento en la operación de EAAI, el mejoramiento en la infraestructura del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, además, se está asumiendo las necesidades de los otros aeropuertos (Ometepe y San Juan) y la finalización del proceso de certificación con OACI, aumentando los gastos de este tipo.

Actividad	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Rotación Gtos. Adm.	35,21	14,40	13,89	14,14	14,00
Util. Operac/Gtos Adm.	0,73	0,34	0,28	0,33	0,24

8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al cierre de diciembre 2015 los ingresos acumulados suman C$1.002,02 millones (US$35,88 millones), creciendo 3% en forma interanual, lo cual obedece principalmente al incremento en 21% anual de los ingresos por servicios aeroportuarios y del 24% en los ingresos por servicios auxiliares.

OFICINAS REGIONALES

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

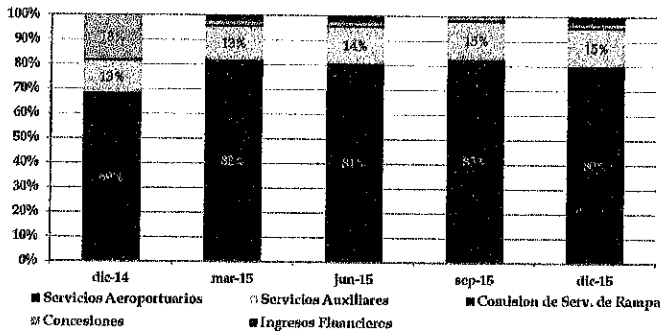
Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

En términos generales, los ingresos de EAAI se componen en un 80% por servicios aeroportuarios, 15% por ingresos auxiliares, corresponde a ingresos generados a través de las concesiones y la comisión de servicios de rampa un 1% para cada uno.

EAAI: Composición de Ingresos



Dentro de las estrategias de EAAI que incrementaron el nivel de ingresos, para el 2015 se destaca el aumento de la oferta de vuelos por varias líneas aéreas:

- Apertura de vuelos directos entre Los Ángeles – Managua, llevado a cabo por Delta Airlines.
- Apertura de vuelos directos entre Dallas – Managua, llevado a cabo por American Airlines.
- Spirit Airlines introdujo vuelos directos entre Houston, Texas y Managua, con una frecuencia de tres vuelos a la semana y una capacidad de sillas entre 140 y 170 personas.
- Operación creciente de Aeroméxico
- Avianca y Copa aumentan las frecuencias de vuelos.
- American y Spirit aumentan las frecuencias de vuelos al cierre del tercer trimestre 2015 y Avianca por su parte, introduce la ruta Managua – Guatemala.

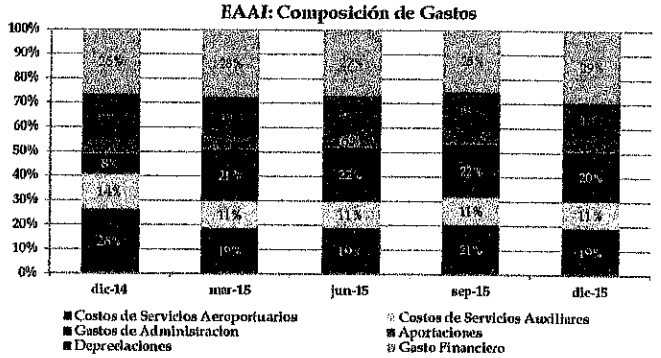
Lo anterior se debe al crecimiento de la demanda de turistas extranjeros, inversionistas y exploradores de negocios, asimismo cabe destacar que la nueva ruta Dallas - Managua, tiene una conexión hasta Shanghái y Beijing.

Por su parte, los gastos acumulados al cierre de diciembre 2015 suman C$1.286,17 millones (US$46,05 millones), registrando un incremento interanual del 6%, lo cual responde al incremento de 160% en el gasto administrativo, así como de 18% en el gasto financiero, siendo los detonantes del crecimiento total del gasto.

Por su parte, los costos de servicios aeroportuarios disminuyen 22% y los costos de servicios auxiliares 20%, lo cual mitigan el aumento de los gastos totales.

De forma general, los costos y gastos de EAAI se componen en 29% por los gastos financieros, seguidos de los gastos administrativos con 20%, los costos de servicios aeroportuarios con 19%, la depreciación con 15%, los costos de servicios auxiliares 11% y las aportaciones el 5% restante. Cabe mencionar que en cuanto a composición, los gastos administrativos aumentan significativamente su representatividad, además de los financieros y en contraparte, los costos de servicio aeroportuario y de servicios auxiliares disminuyen su contribución al gasto y costo total.

EAAI: Composición de Gastos



Es importante mencionar que con excepción del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, las demás terminales significan un centro de costo para la operación de EAAI ya que aún no se ha consolidado un flujo suficiente de tránsito aéreo que lleve a punto de equilibrio la operación de los distintos aeródromos.

El gasto que más ha contribuido en el crecimiento del gasto total, son los administrativos, los cuales crecen 160% interanual, lo cual obedece al incremento en la dotación de personal para el área de rampa a raíz del mayor nivel de operación aeroportuaria, los costos de capacitación asociados a este incremento de personal y las exigencias de la certificación con el OACI, así como la ejecución de gastos de representación y viajes realizados por la Administración de EAAI para misiones de trabajo con motivo de la consecución de nuevas líneas aéreas y visitas a *inversionistas.*

Puntualmente, el efecto conjunto de ingresos y gastos a diciembre 2015 produjo un resultado del período que suma C$284,14 millones (US$10,17 millones) de pérdida acumulada, la cual aumenta en 16% interanual.

OFICINAS REGIONALES

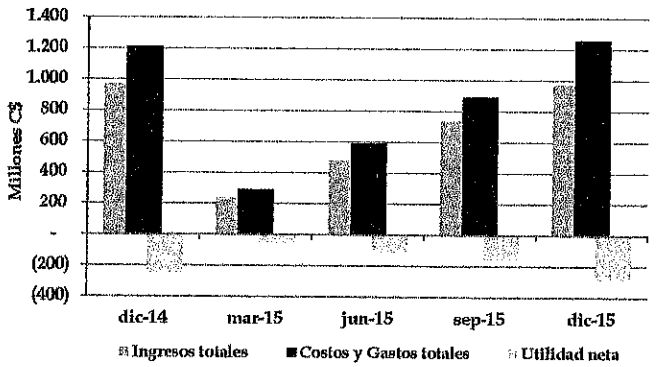
Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino
Edificio Platino Segunda Planta

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

EAAI: Estado de Resultados Acumulado



A la fecha, el nivel actual de ingresos, pese a su significativo crecimiento anual, aún no es lo suficientemente alto para que la Empresa sea capaz de revertir, por si sola, su nivel de endeudamiento y situación de pérdida. Sin embargo, este escenario será afectado positivamente según se efectúen los distintos pagos del Programa de Asignación Presupuestaria del MHCP, la consolidación comercial de los distintos aeropuertos y se lleven a cabo futuras estrategias de revisión tarifaria.

Analizando la razón del EBITDA, el cual mide el desempeño operativo de la empresa, se observa como la entidad disminuyó sus beneficios de operación interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de C$253,83 millones (US$9,09 millones), 17% menor a la registrada en diciembre 2014.

EAAI EBITDA -En Córdobas (C$)-			
	dic-14	dic-15	Δ anual
Utilidad Bruta	73.394.829,30	62.877.687,24	-14%
(+) Depreciación	231.691.608,96	190.949.694,33	-18%
EBITDA	**305.086.438,26**	**253.827.381,57**	-17%
Ventas	967.590.672,07	972.709.372,88	1%
Margen EBITDA	**32%**	**26%**	

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI disminuye su nivel de forma interanual, ya que en razón a su empleo de costos operativos, estos consumen alrededor del 74% de los ingresos totales para diciembre 2015.

9. RENTABILIDAD

La rentabilidad de la entidad se mantiene afectada por el registro de pérdidas y el alto apalancamiento de la misma.

En el caso de la rentabilidad operativa, disminuye en forma interanual y en promedio para el último año terminado a diciembre 2015 ronda el 2,10%, por su parte, el margen operativo también decrece, producto de una menor utilidad operativa en forma interanual.

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, desmejorando su posición respecto al mismo período del año anterior. 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, sin embargo, disminuye en forma interanual, debido a que el costo del pasivo era mayor en diciembre 2014.

Rendimientos	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Rend. Operación / Activos	2,07%	2,34%	2,05%	2,34%	1,71%
ROA	-6,91%	-5,96%	-6,08%	-5,75%	-7,74%
ROE	-30,34%	-23,16%	-25,37%	-25,34%	-40,05%
Margen de utilidad operativ	7,59%	9,00%	7,87%	8,79%	6,46%
Efecto apalancamiento	-4,04%	-3,72%	-3,81%	-3,43%	-3,90%

10. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Al cierre del cuarto trimestre 2015, el índice de costo de ventas desciende interanualmente a 39,93% y respecto al trimestre anterior se mantiene levemente mayor, significando que para este periodo los gastos por servicios, tanto aeroportuarios como auxiliares, consumieron en menor medida los ingresos de la operación; además, el crecimiento interanual en los ingresos totales favoreció el resultado.

Por su parte, el indicador de gastos de operación presenta aumentos de forma interanual y trimestral, afectado por el ascenso en el gasto administrativo. Específicamente, el gasto administrativo consume alrededor del 26,95% de los ingresos generados por EAAI, como consecuencia del incremento interanual del 160% que registra.

El indicador de gasto financiero presenta contracciones de forma interanual, sin embargo, se ha mantenido en rangos estables, sin mostrar variaciones importantes. Conforme se concreten los distintos pasos para la reducción del endeudamiento de la organización, se esperaría que la misma vaya decreciendo y favoreciendo los resultados de la entidad.

Costos De Transformación	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15	dic-15
Costo de Ventas	51,10%	37,23%	37,64%	38,56%	39,93%
Gastos Operación	41,31%	53,77%	54,49%	52,66%	53,61%
Gasto Administrativo	10,42%	26,76%	27,68%	26,55%	26,95%
Gasto Financiero	31,95%	31,05%	30,56%	29,85%	30,57%

OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Es importante a modo de resumen, mencionar que la calificación que posee la EAAI podría variar en función de que se cumpla la reserva mensual a partir del 2016 para el pago de bonos, así como el cumplimiento del Flujo de Caja Proyectado, que su nivel de endeudamiento se contraiga y que sea visible un mayor control del gasto administrativo de la entidad, lo cual mejore los resultados de la misma, siendo estos los factores principales que podrían ocasionar una variación positiva en la calificación de riesgo.

Cabe señalar que dentro de las estrategias a seguir por parte de la Administraciòn de EAAI para mejorar la estrutura financiera de la entidad se encuentran las siguientes:

- Revalorizar los activos no depreciables (Terrenos) al valor actual de mercado aproximadamente son US$23,0 millones de más de su valor registrado mediante valor catastral.
- Continuar con el proceso por parte del MHCP para el saneamiento total de la deuda Radares Españoles.
- Continuar por parte del MHCP fortaleciendo la estructura financiera de la empresa reconociendo deuda adquirida para el desarrollo aeroportuario.
- Priorizar inversiones generadoras de ingresos como son : Ampliación de la terminal y Pista del AIACS, construcción de la pista de concreto hidráulico del Aeropuerto de Corns Islan, desarrollo del proyecto del sistema de gaseo tanto para Managua como para los Aeropuertos Locales y desarrollar del sistema CUTE que modernice los sistemas de informe a líneas aéreas y a usuarios.

Las Políticas ligadas a las estrategias son:

- Control del gasto
- Incremento de operaciones aéreas que generen más tráfico de pasajeros y mayores ingresos.
- Establecer mayor sinergia con el INTUR para comercializar los aeropuertos locales en función de los atractivos de la zona.

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

Panamá: (507) 6674-5936 | 260-9157
Edificio Century Tower, Piso 19
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511
Centro Profesional Presidente, final Avenida
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com