

Envío de correspondencia

Señor
Para: Orlando José Castillo Guerrero **Fax:** (505) 2263-1072

De: Sociedad Calificadora de Riesgo de Centroamérica, S.A. **Fecha:** 09 noviembre 2009

Asunto: Envío de correspondencia **Documentos:** Dos con esta carátula

CC:

Urgente Para revisar Comentarios Responder Reciclar

Adjunto encontrará nota Ref.: SCRNIC-INF-4102009 con el informe de calificación otorgado a Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)

Atentamente,



Marielos Araya

Asistente Técnico

Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. (SCRiesgo)

Teléf.: Costa Rica (506) 2552-5936 ext. 213

Guatemala (502) 2353-3168

Panamá (507) 6674-5936

Email: maraya@scriesgo.com www.scriesgo.com



Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

Informe de Calificación

Sesión Extraordinaria: 4132009

Información financiera no auditada: al 30 de junio de 2009

Contactos: Gary Barquero Arce Gerente General
Eduardo Monge Montes Gerente Técnico
Roy Diego Chaves R. Analista Senior

gbarquero@scriesgo.com
emonge@scriesgo.com
rchaves@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación se presenta el análisis de Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales, con información financiera no auditada al 30 de junio de 2009.

Este informe corresponde al análisis de las variables más importantes consideradas por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. en el proceso de otorgar la calificación de riesgo a la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI o la Empresa).

Con base en esta información, se otorgaron las siguientes calificaciones a EAAI.

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales				
	Calificación Anterior		Calificación Actual	
	Córdobas	Moneda extranjera	Córdobas	Moneda extranjera
Largo Plazo	scr BBB (nic)	scr BBB (nic)	scr BBB (nic)	scr BBB (nic)
Corto Plazo	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)

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

Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)				
Emisor	Serie	Monto -millones-	Calificación Anterior	Calificación Actual
EAAI	BIAN II	US\$4,00	scr A+ (nic)	scr A+ (nic)

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

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)				
Emisor	Serie	Monto -millones-	Calificación Anterior	Calificación Actual
EAAI	Serie A	US\$5,00	scr A+ (nic)	scr A+ (nic)
EAAI	Serie B	US\$15,00	scr A+ (nic)	scr A+ (nic)
EAAI	Serie C	US\$20,00	scr A+ (nic)	scr A+ (nic)
EAAI	Serie D	US\$20,00	scr A+ (nic)	scr A+ (nic)

Esta calificación de riesgo está sujeta a la firma del contrato que legaliza las condiciones del Fondo de Reserva de Pago entre EAAI y el administrador, que respaldará el pago del principal e intereses de esta emisión BRADE de acuerdo con su Prospecto durante la vigencia total de la emisión.

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 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 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

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. 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. No considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en el ente regulador del mercado de valores, superintendencias, bolsas de valores y puestos representativos."

Página 1 de 12

Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.

Costa Rica Guatemala Honduras Nicaragua Panamá

Tel: (506) 2552- 5936 / (502) 5897-6335 / (507) 209-3821 www.scriesgo.com

Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad de la EAAI, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la entidad, han exhibido una evolución consecuente con el comportamiento de los resultados en los últimos tres años.

Particularmente, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 7,65% al cierre de junio 2009, levemente por debajo del 7,87% alcanzado un año atrás, comportamiento que se presenta en forma paralela con el menor crecimiento de la utilidad operativa de la entidad (12,70%) versus el exhibido por sus activos (16,00%) entre junio 2008 y junio 2009.

Por su parte, el Rendimiento sobre la inversión (RSI) se deterioró interanualmente al pasar de -0,83% a -1,60% entre junio 2008 y junio 2009, ante las pérdidas netas acumuladas por la entidad en el primer semestre del 2009 por C\$13,62 millones, que más que duplican los C\$6,11 millones acumuladas de enero a junio 2009.

De manera consecuente, la Rentabilidad sobre el patrimonio (RSP) se colocó en -6,98% y -22,16% al cierre del primer semestre de los ejercicios 2008 y 2009, respectivamente.

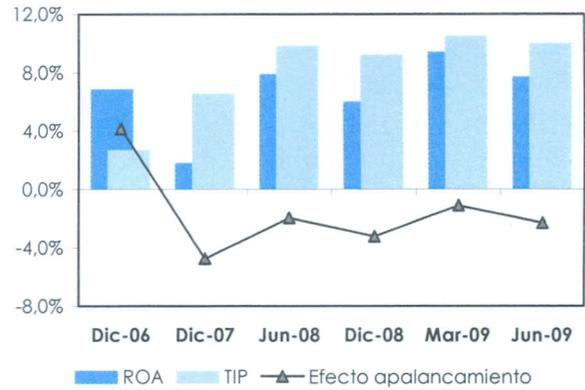
EAAI: Evolución de los indicadores de rentabilidad



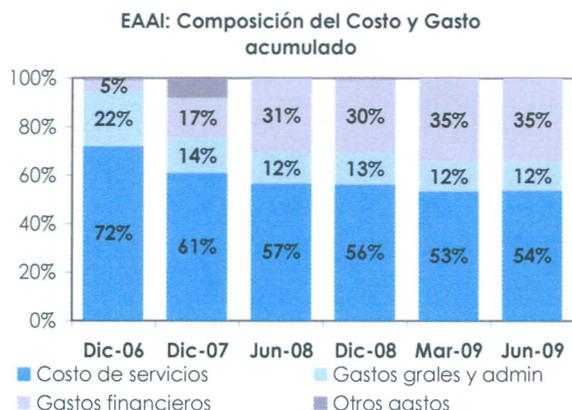
Más ampliamente, el ROA, como indicador de la capacidad básica de generación de utilidades por parte de EAAI, se colocó por debajo del costo total de la deuda de la Empresa, medido por la tasa de interés promedio sobre las deudas (TIP), a lo extenso del último año.

El resultado anterior representa una posición desfavorable, pues a partir de diciembre 2007, a diferencia de periodos anteriores, el costo de la deuda ha sido superior a la capacidad de generación de utilidades operativas de la Empresa, lo que se origina básicamente en el significativo crecimiento de las obligaciones financieras de EAAI en el 2007 y 2008.

EAAI: Efecto del apalancamiento



que los gastos financieros pasaron de significar 31,00% a 35,00%.



Por su parte, en el segundo trimestre de 2009 la entidad conserva la tendencia a mejorar exhibida por la rotación de los gastos administrativos en los últimos 3 años, al incrementarse de 30,09 a 31,70 veces, gracias a que entre marzo y junio 2009 los activos de la entidad crecieron en mayor medida (8,90%) que los gastos administrativos anualizados (3,40%).

Durante el segundo trimestre del 2009 la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos se redujo levemente, cuando pasó de 2,82 a 2,42 veces, comportamiento que obedece especialmente al decrecimiento de la utilidad operacional bruta anualizada en 11,20% entre marzo y junio 2009.

EAAI: Indicadores de gasto administrativo

Actividad	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
Rotación Gtos. Adm.	10,37	21,87	29,39	28,05	30,09	31,70
Util. Operac. / Gtos Adm.	0,71	0,39	2,31	1,68	2,82	2,42

Los márgenes de rentabilidad de EAAI sobre los ingresos de operación reversaron durante el último trimestre la recuperación exhibida desde 2007. En particular, el margen bruto se redujo entre marzo y junio 2009 de 46,34% a 43,10%.

Este comportamiento se presenta de la mano con un decrecimiento de la utilidad de bruta anualizada de 7,40% entre marzo y junio 2009, que superó al decrecimiento de los ingresos de operación entre iguales periodos, de 0,40%.

Paralelamente, el Margen Operativo se redujo desde 34,22% a 30,52% en el último trimestre, gracias a que la utilidad de operación anualizada exhibió un decrecimiento que superó en cerca de 10 puntos porcentuales al presentado por los ingresos de operación.

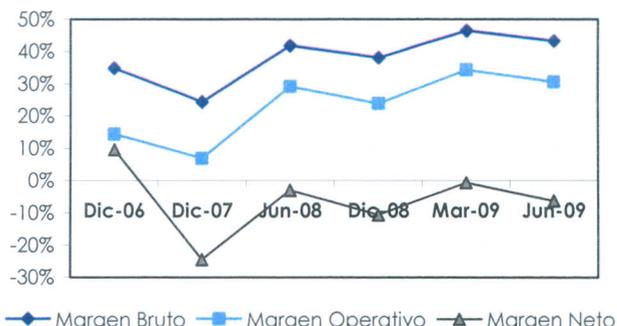
En términos agregados, el Margen Neto de EAAI se ha colocado por debajo de 0,00% al cierre del primer semestre de los últimos periodos, presentado valores de -3,06% a junio 2008 y de -6,34% a junio 2009, con lo que

SCRiesgo

para esta última fecha, además de que el indicador exhibe un deterioro interanual, se reduce respecto al valor de -0,70% mostrado un trimestre atrás.

Este resultado se presenta en consecuencia con el comportamiento negativo de la utilidad neta en el 2008 y para el primer semestre de 2009.

EAAI: Evolución de los Márgenes de Rentabilidad - acumulado



6.2. Costos de Transformación

En cuanto a los costos de transformación de la Empresa, se destaca que los costos de servicios (aerportuarios y auxiliares) son históricamente el rubro con mayor incidencia sobre los ingresos de operación, pues han representado alrededor de 60,00% de éstos.

En particular, para junio 2009 los costos por servicios representan 57,00% de los ingresos de operación, por arriba del 54,00% registrado un trimestre atrás y cercano al 58,00% exhibido al cierre de junio 2008.

Los gastos de operación de EAAI han conservado una estable incidencia sobre los ingresos operativos en el último año bajo análisis, cuando han representado cerca de 13,00% entre junio 2008 y junio 2009; mientras que los gastos financieros incrementaron su incidencia notablemente entre iguales fechas, al pasar de 32,00% a 37,00%, indicador muy superior además al 21,00% exhibido a diciembre 2007 y al 4,00% de diciembre 2006.

El crecimiento de la incidencia de los gastos financieros se presenta de la mano con la expansión de las obligaciones financieras en este periodo, que se duplicaron entre 2006 y 2008.

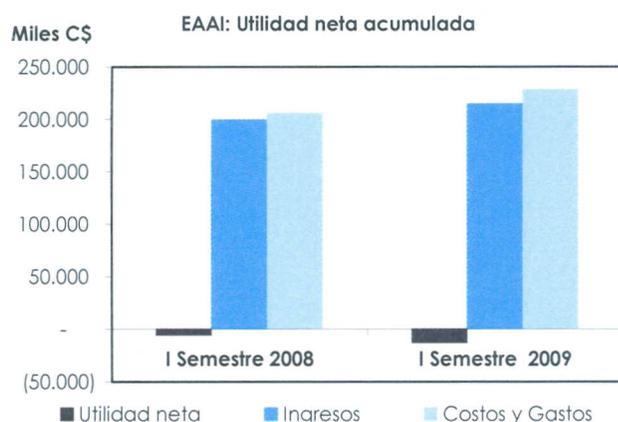
EAAI: Costos de transformación acumulados

Costos de transformación	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
Costo de servicios	65%	76%	58%	62%	54%	57%
Gastos Operación	20%	17%	13%	14%	12%	13%
Gasto financiero	4%	21%	32%	34%	35%	37%

6.3.

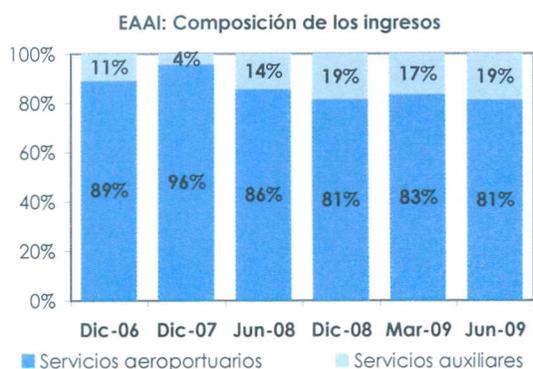
reversar el comportamiento de los resultados a partir del segundo semestre del 2009 y cerrar el periodo con resultados positivos, lo que no será posible mientras sólo tenga colocado 15,00% de esta emisión, situación que se presenta a la fecha de este informe.

Adicionalmente, debe señalarse que el ahorro financiero proyectado de la colocación de esta emisión se ha visto afectado ante las condiciones del mercado. Durante reunión ordinaria celebrada la primera semana de septiembre 2009, la Junta Directiva de la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales decidió aumentar la tasa de rendimiento para los inversionistas de los US\$12,00 millones pendientes de colocar de la Serie B de 8,25% a 9,50% para motivar su colocación.



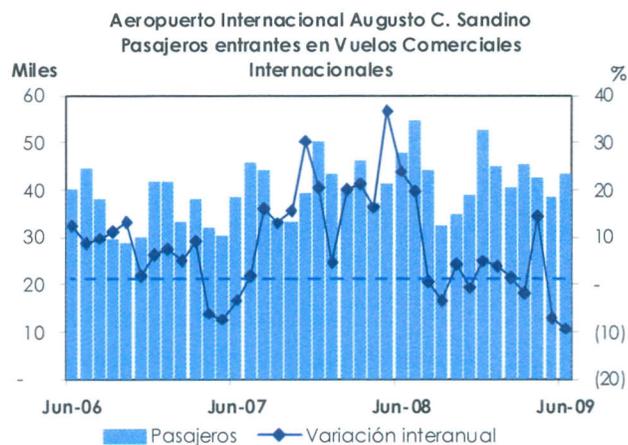
En cuanto a la estructura de los ingresos de EAAI, se destaca que éstos siguieron una leve reestructuración en el 2008, cuando los ingresos por servicios aeroportuarios, correspondientes a los flujos generados por el cobro de derecho de aterrizaje, derecho de terminales y arrendamientos y servicios, pasaron de representar 96,00% a 81,00% del total, posición que conservan en el primer semestre de 2009.

De manera consistente, los ingresos por servicios auxiliares, asociados a los rubros de asistencia en tierra, negocio propio (sala VIP), estacionamiento de vehículos y otros ingresos operativos, ganaron 15 puntos de participación en el 2008 hasta representar cerca de 20,00% del flujo total, participación que conservan al cierre de junio 2009, de la mano con el crecimiento de los ingresos por el cobro de los costos del servicio de electricidad a los inquilinos de las zonas comerciales del Aeropuerto, que antes del 2008 no se realizaba.



La administración de la entidad ha enfocado en el último año sus esfuerzos a buscar que la mayor proporción de los ingresos sean los no aeroportuarios, como arrendamientos, publicidad, duty free, entre otros, ante el riesgo inherente a la concentración de las operaciones y a la contracción sufrida por la industria aeroportuaria internacionalmente de manera especial desde agosto 2008.

En particular, el número de pasajeros entrantes mensualmente en vuelos comerciales internacionales al Aeropuerto Internacional Augusto César Sandino, que había presentado en la primera mitad del 2008 crecimientos interanuales cercanos a 20,00%, a partir de agosto 2008 han exhibido crecimientos interanuales de entre 5,00% y -10,00%.

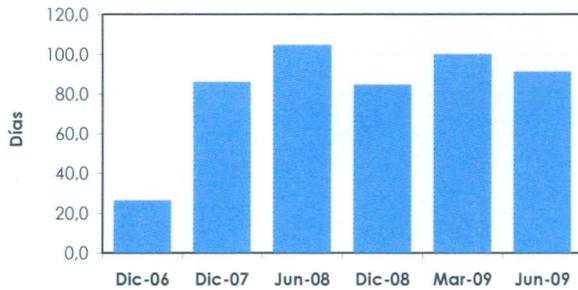


En este sentido, la administración está impulsando incorporar en los contratos que se tienen con beneficiarios de duty free, el pago de un 5% sobre los ingresos brutos adicional al arrendamiento.

Por su parte, la estructura de costos y gastos de la entidad ha evidenciado cambios en los últimos periodos. La participación de los costos por servicios conservaron en el último año la tendencia decreciente que exhibe desde 2005, pasando de representar 57,00% a 54,00% del total entre junio 2008 y junio 2009, mientras los gastos generales y de administración se colocaron alrededor de 12,00% durante igual periodo, en tanto

De la mano con el comportamiento de las cuentas por pagar, el periodo medio de pago (PMP) de EAAI se ha reducido en cerca de 14 días en el último año bajo análisis, junto con el crecimiento de los costos de servicios aeroportuarios y auxiliares en 5,00% entre los primeros semestres de 2008 y 2009 y el decrecimiento de las cuentas por pagar en cerca de 9,00% de manera interanual, lo que representa que en el último año la EAAI redujo el plazo promedio para pagar sus compras a crédito a proveedores comerciales, lo que a su vez significa una desmejora en su eficiencia.

EAAI: Periodo Medio de Pago

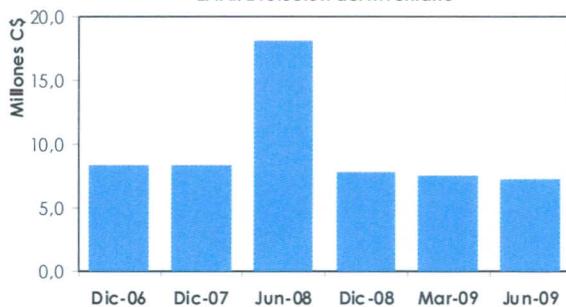


5.4. Inventarios

El saldo neto de inversiones en inventarios de EAAI registra C\$7,25 millones al cierre de junio 2009, tras contraerse 3,90% de manera trimestral. Durante este periodo, el último año bajo análisis los inventarios han estado representados en promedio 60,00% por repuestos y materiales, 10,00% por estimaciones por obsolescencia, en 1,00% por combustible y lubricantes y 30,00% por otros.

La contracción en los inventarios netos en el segundo trimestre de 2009 se presenta en forma paralela con la reducción de los materiales en almacén.

EAAI: Evolución del inventario

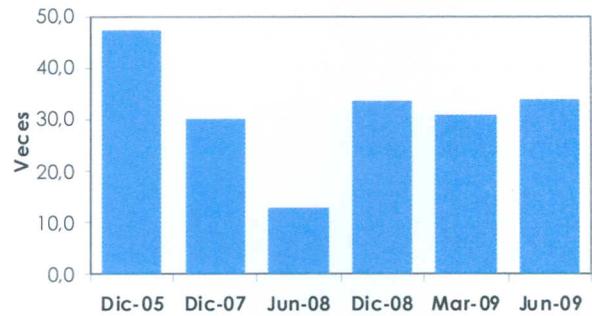


De manera consecuente con lo anterior, la rotación del inventario (RINV), presentó una mejora en el último trimestre al elevarse de 30,65 a 33,70 veces, gracias tanto al decrecimiento en el inventario neto como al crecimiento en el costo anualizado de los servicios

SCRiesgo

prestados por EAAI en 5,60%.

EAAI: Rotación del Inventario



Por su parte, el periodo medio de inventario de la entidad presentó una mejora entre marzo y junio 2009, cuando se redujo de 11,74 a 10,68 días, lo que se presenta en forma paralela con el crecimiento trimestral de su rotación.

EAAI: Indicadores de inventarios

Actividad	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
RINV	47,26	29,83	12,83	33,51	30,65	33,70
Periodo medio inventario	7,62	12,07	28,05	10,74	11,74	10,68

6. ANÁLISIS DE RESULTADOS

6.1. Estado de Resultados

Luego de que en el 2005 y 2006 la EAAI acumulara utilidades por C\$5,68 millones y C\$28,77 millones, respectivamente, en el 2007 y 2008 los costos y egresos de la entidad superaron sus ingresos en C\$80,12 millones y C\$44,48 millones, en igual orden.

Conservando la tendencia de los dos últimos periodos, en el primer semestre de 2009 la Empresa acumuló pérdidas por C\$13,63 millones (US\$678,11 mil), mientras que generó pérdidas por C\$6,11 millones en igual periodo del año anterior.

El comportamiento de los resultados de la entidad se presenta de la mano con un mayor crecimiento de sus gastos financieros, que el exhibido por sus ingresos.

En particular, con respecto al mismo periodo del 2008, en la primera mitad del 2009 los ingresos de EAAI se incrementaron en 7,50%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en 10,90%.

En busca de mejorar su posición financiera, a partir del 2009 la administración EAAI ha conseguido la exoneración total del pago del impuesto sobre la renta por un periodo de 10 años por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Nicaragua.

Adicionalmente, con la reestructuración del pasivo que representaría la colocación total de la emisión de bonos BRADE (80,00% del pasivo), la entidad esperaba

trimestre de 2009 se origina básicamente en el crecimiento de los activos circulantes en 17,00% frente a la estabilidad de los ingresos de operación anualizados entre marzo y junio 2009.

Por su parte, los indicadores de rotación de activo fijo (RAF) y rotación de activo a largo plazo (RLP) se han conservado sumamente estables durante el último año analizado, cuando ambos indicadores se han colocado entre 0,32 y 0,35 veces, lo que representa una alta estabilidad en la eficiencia del manejo del activo fijo por parte de EAAI.

En este sentido, es importante señalar que, en concordancia con la naturaleza de EAAI, a junio 2009 sus activos fijos representan cerca del 80,00% de sus activos totales y el 99,90% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF coincide con el RLP.

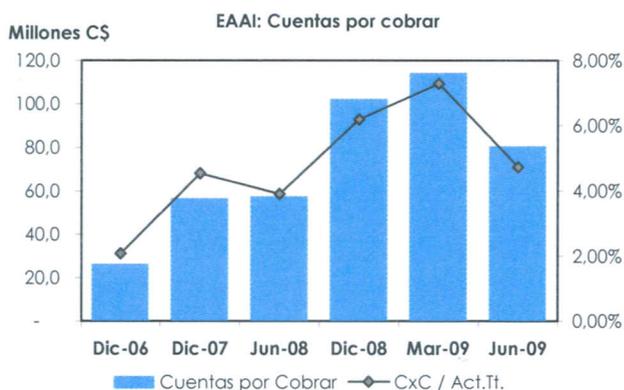
La rotación del activo total (RAT) de la entidad, como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, se ha colocado alrededor de 0,26 veces en el último año, revelando una destacable estabilidad en la eficiencia y uso de las inversiones totales de la Empresa.

EAAI: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
RAC	9,65	3,10	1,26	0,91	1,44	1,23
RLP	0,50	0,29	0,34	0,35	0,34	0,32
RAF	0,50	0,29	0,34	0,35	0,34	0,32
RAT	0,48	0,26	0,27	0,25	0,27	0,25

5.2. Cuentas por cobrar

Durante el segundo trimestre del 2009 el saldo de cuentas por cobrar se redujo en cerca de 30,00% hasta registrar C\$80,55 millones y representar 4,70% de los activos totales, de la mano con el decrecimiento de los adelantos a contratistas y proveedores.



En consecuencia, el índice de rotación de las cuentas por cobrar de EAAI, como indicador de la capacidad de cada córdoba invertido en cuentas por cobrar para SCRiesgo

generar ingresos de operación, reversó para el último trimestre analizado la tendencia decreciente exhibida desde junio 2008, mejorando de esta manera su desempeño, al pasar de 3,79 a 5,34 veces entre marzo y junio 2009, originada básicamente en el significativo decrecimiento de las cuentas por cobrar en tal período.

En concordancia con lo anterior, el período medio de cobro (PMC) de EAAI, se redujo de 95,11 a 67,47 días entre marzo y junio 2009, lo que representa un importante decrecimiento en el número de días promedio que tarda la Empresa en cobrar sus servicios al crédito, lo que a su vez puede estar asociado a una mejora en la gestión de cobro.

Por su parte, la cobertura de las estimaciones sobre las cuentas por cobrar se elevó a junio 2009 con respecto a marzo 2009 en poco menos de 4 puntos porcentuales hasta registrar un valor de 12,45%.

En el caso particular de EAAI, se puede indicar que la proporción de la cobertura es alta, si se considera que la morosidad promedio de las cuentas por cobrar es de sólo 1,50%, y se concentra generalmente entre 30 y 60 días.

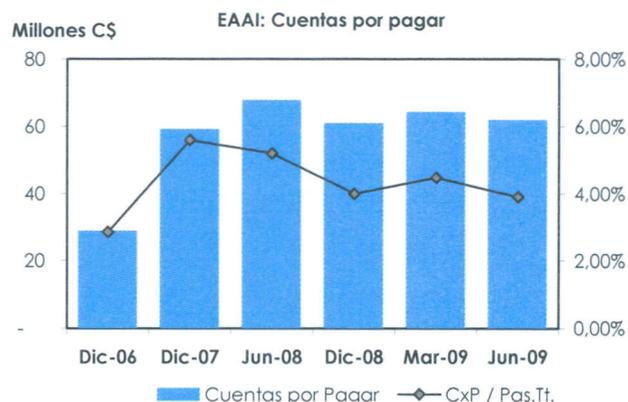
EAAI: Indicadores de cuentas por cobrar

Actividad	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
Rotación CxC	22,89	5,78	6,96	4,09	3,79	5,34
PMC	15,72	62,29	51,71	87,94	95,11	67,47
Estimaciones/CxC	N.D.	N.D.	15,98%	10,50%	8,73%	12,45%

5.3. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar de la Empresa registran C\$61,98 millones al cierre de junio 2009, tras presentar decrecimientos de 3,60% y 8,60% en el segundo trimestre del 2009 y entre junio 2008 y junio 2009, respectivamente.

Consecuentemente, durante el último año bajo análisis las cuentas por pagar de la entidad han pasado de representar 5,20% a 3,90% de los pasivos totales de la entidad.



Esta emisión fue inscrita en el Libro de Registro de Valores que lleva la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras de Nicaragua el 16 de marzo de 2009, constatado mediante la resolución N°0346 del mismo Supervisor.

Los títulos a emitirse son Bonos estandarizados, desmaterializados, emitidos en cuatro series y a la orden de personas naturales y jurídicas.

Al cierre de junio 2009 la entidad tenía colocados US\$8,00 millones de esta emisión, US\$5,00 millones de la Serie A y US\$3,00 millones de la Serie B.

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)				
Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BONOS BRADE)				
Clase de instrumento	Bonos			
Nombre de la emisión	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto de la emisión (millones)	U\$ 5,00	U\$ 15,00	U\$ 20,00	U\$ 20,00
Plazo	5 años	10 años	15 años	20 años
Fecha de Emisión	01-Mar-09	01-Mar-09	01-Mar-09	01-Mar-09
Fechas de Vencimientos	01-Mar-14	01-Mar-19	01-Mar-24	01-Mar-29
Tasa de interés	8.00%	8.25%	8.50%	9.00%

Estos títulos, a pesar de estar denominados en Dólares de los Estados Unidos de América, son pagaderos en Córdobas al tipo de cambio oficial de la fecha de liquidación al vencimiento, y tienen una denominación o valor facial de \$10,00 mil.

Los cupones de los bonos BRADE tienen vencimientos semestrales mientras el principal será pagado al vencimiento de cada serie. Estos títulos requieren un mínimo de inversión de \$10,00 mil y son colocados en el mercado primario en la Bolsa de Valores de Nicaragua.

Esta emisión de oferta pública cuenta con el crédito general de la Empresa como una única garantía, pues además debe considerarse que los bienes del Estado son inembargables.

De manera independiente a lo anterior, como mecanismo para provisionar los pagos del principal y los intereses, de acuerdo con el Prospecto de la emisión, EAAI creará un Fondo de Garantía de Pago que será administrado por INVERCASA durante el primer año de vida de la emisión, quedando pendiente la licitación pública correspondiente a la contratación del servicio de administración del Fondo para los 19 años de vida restantes de la emisión.

De acuerdo con el Prospecto, el Fondo de Reserva se alimentará a través del flujo de los contratos de Derecho de Terminal y serán administrados por INVERCASA en una Institución Bancaria de primer orden y serán invertidos en títulos valores del Banco Central y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

SCRiesgo

El saldo que la EAAI deberá depositar en el Fondo de Reserva al cierre del 2009, de acuerdo con el Prospecto, asciende a US\$1,00 millón, que estará respaldado por los contratos de Recolección de la Aerolínea TACA una vez sean liberados de prenda con el banco HSBC. Con el objeto de alimentar el Fondo de Reserva, a septiembre 2009 la Empresa ha realizado depósitos por US\$600,00 mil en el Banco de la Producción, S.A. (scr A nic) a plazos no mayores a los 3 meses.

Los fondos captados por esta emisión serán utilizados para cancelar los compromisos bancarios con diversas instituciones financieras y liberar de esta manera los flujos futuros del Aeropuerto Internacional Augusto César Sandino y así poder realizar nuevas inversiones.

Así mismo, se invertirán US\$19,00 millones en la ampliación del Aeropuerto de Puerto Cabeza con el objetivo de que cumpla con todos los requisitos de los entes reguladores internacionales y obtenga el grado de Aeropuerto Internacional, pudiendo así generar ingresos por derecho de aterrizaje, derecho de terminal y arriendo.

Adicionalmente, la administración de la EAAI espera que esta inversión ayude a la economía de la zona en general, ya que atraerá mayor afluencia de turistas, generará empleos adicionales e incrementará la exportación de productos marítimos.

5. ANÁLISIS DE GESTIÓN

En este apartado se realiza un análisis del grado de intensidad y eficiencia con que la Empresa gestiona sus activos, la capacidad de transformación y generación de flujos de caja de los activos circulantes y la productividad y contribución de los éstos en las operaciones de la entidad.

5.1. Actividad

El indicador de rotación del activo circulante (RAC) de EAAI reversó para el segundo trimestre de 2009 la tendencia creciente exhibida durante el primer trimestre, lo que evidencia una desmejora en el número de veces que el activo circulante se transforma en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares).

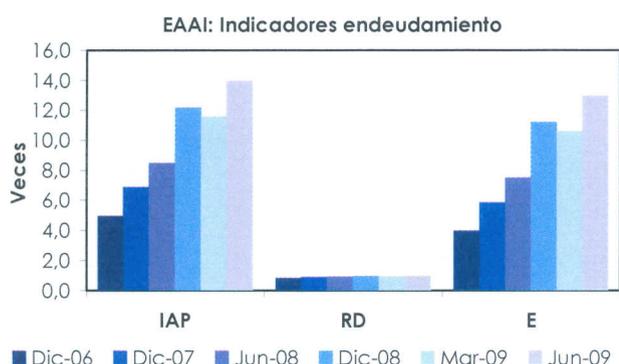
En particular, el indicador se elevó de 0,91 veces en diciembre 2008 a 1,44 veces en marzo 2009, mientras que se deterioró para el segundo trimestre del año, registrando un valor de 1,23 veces a junio 2009, lo que implica una desmejora en el manejo del activo circulante y una reducción en la capacidad de generación de ingresos operativos.

La contracción del RAC de la Empresa en el segundo

segundo trimestre de 2009 cuando asciende hasta 12,59 veces, lo que significa que en el último trimestre el financiamiento de los acreedores se incrementó en cerca de 1,80 córdobas por cada córdoba aportado por los socios.

Por su parte, el indicador de apalancamiento (IAP), que se duplicó en el 2008 hasta alcanzar 12,18 veces, se elevó hasta registrar un valor de casi 14,00 veces a junio 2009, gracias especialmente a la reducción del patrimonio en 10,00% en la primera mitad del 2009.

En este particular, debe señalarse que en enero de 2009 los terrenos donde se encuentran las instalaciones del Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino, fueron donados a la EAAI por parte del Gobierno de la República de Nicaragua, ante lo cual se debe indicar que los bienes de la Empresa no constituyen garantía ante sus obligaciones, pues éstos son propiedad del Estado nicaragüense, es decir, inembargables.



En cuanto a la capacidad de la Empresa para hacer frente a su carga financiera, el indicador de cobertura de intereses, que se recuperó levemente en el primer trimestre de 2009 al pasar de 0,71 a 0,91 veces, se deterioró en el segundo trimestre hasta descender a 0,83 veces a junio 2009, señalando que para el segundo trimestre de 2009 la entidad perdió parte de su capacidad para obtener financiamientos futuros.

El déficit de la cobertura de intereses de EAAI, inferior a la unidad en el último año bajo análisis, señala que EAAI no puede hacer frente a su carga financiera con la utilidad generada por su operación normal (utilidad operativa).

La tasa de interés promedio sobre las pasivos (TIP) de EAAI, inferior a 1,50% en el 2005 y 2006, se elevó significativamente a cerca de 6,50% para 2007 y a 9,22% para el 2008, tendencia que conservó en el primer trimestre de 2009, a cuyo cierre registró un valor de 9,95%, comportamiento que se presenta de la mano con la mayor carga financiera contraída por EAAI en los 2 últimos años bajo análisis.

En este mismo sentido, si se considera la tasa de interés promedio sólo sobre los pasivos con costo, se observa

SCRiesgo

que el costo promedio de la deuda ha exhibido una tendencia creciente en los últimos 2 años, pues se incrementó de cerca de 1,50% en diciembre 2006 hasta colocarse por arriba de 7,00% al cierre del 2007, en 10,40% al cierre del 2008, en casi 12,00% a marzo 2009 y en 11,24% a junio 2009.

EAAI: Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
Cobertura de intereses	3,20	0,32	0,91	0,71	0,98	0,83
TIP	2,68%	6,54%	9,82%	9,22%	10,48%	9,95%
GtoFinan/Pasc/costo	3,05%	7,66%	11,71%	10,39%	11,97%	11,24%

Actualmente la entidad mantiene en circulación una emisión de Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BONOS BIAN II) por US\$4,00 millones, cuyo objetivo es destinar los recursos a proyectos de inversión (remodelación y ampliación del Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino) y cancelar un crédito puente con una institución bancaria realizado con tales fines.

La principal fuente de pago de la emisión es un fondo de reserva creado en una cuenta en custodia en un banco fomentado con semanalmente por los ingresos generados por la tarifa por Derecho de Terminal correspondientes a 625 pasajeros que salen del país hasta completar la cuota trimestral de pago de principal e intereses, mecanismo que se ejecutará trimestralmente hasta completar el periodo de vigencia de la emisión. Adicionalmente, los Derechos de Terminal aérea se encuentran pignoralados con una institución financiera.

**Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)
Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)**

Clase de instrumento	Bonos
Monto de la emisión (millones)	U\$ 4,00
Plazo	10 años
Fecha de Emisión	26-Ene-06
Fechas vencimiento	26-Ene-16
Moneda de Pago	La emisión es en córdobas con mantenimiento de valor a su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América.
Denominación o valor facial	U\$ 25,000.00 (Veinticinco mil) Dólares de los Estados Unidos de América.
Tasa de interés	8,00% anual
Periodicidad	Vencimientos trimestrales.
Garantías	Crédito General de la Empresa

Adicionalmente, para principios de abril 2009 la Empresa realizó la oferta pública de Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) por un monto máximo autorizado de \$60,00 millones, que representan una promesa unilateral de pago irrevocable del suscriptor y otorgará al beneficiario todas las prestaciones y derechos descritos en su Prospecto.

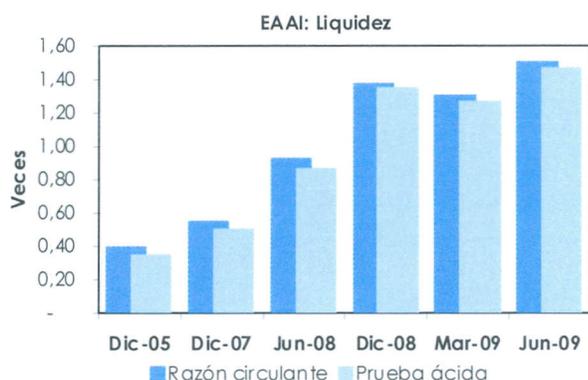
acreedores de corto plazo.

Al cierre del segundo trimestre del 2009, el indicador señala que la Empresa cubre la totalidad de su pasivo circulante con dos terceras partes del activo circulante, quedando una tercera parte de estos como respaldo adicional, mientras que un trimestre atrás el respaldo adicional se colocaba en 23,00%.

El comportamiento del indicador en el segundo trimestre de 2009 obedece a que si bien tanto el pasivo circulante como el activo circulante de la entidad se incrementaron entre marzo y junio 2009, los primeros lo hicieron en menor magnitud (2,00%) que su contraparte (17,00%).

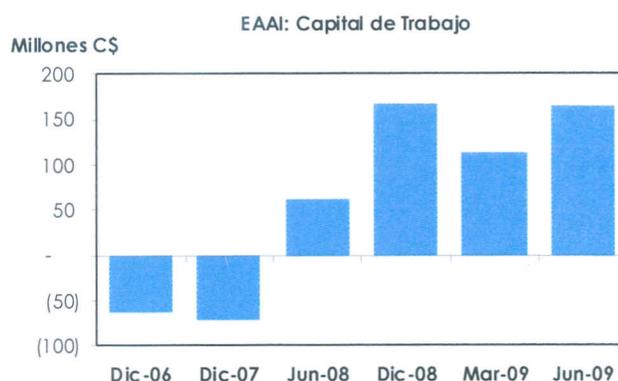
El indicador de prueba ácida de la Empresa, obtenido al eliminar el efecto de los inventarios sobre los activos circulantes, presenta un resultado similar a la razón de liquidez, debido al poco peso relativo de los inventarios dentro del activo circulante de la entidad, que representan menos del 2,10% de éste a junio 2009.

De esta manera, en el segundo trimestre de 2009 la prueba ácida reversó la tendencia decreciente que lo condujo a pasar de 1,35 a 1,27 veces durante el primer trimestre de 2009, elevándose a 1,47 veces a junio 2009, lo que en todo caso representa que a esta fecha los acreedores de corto plazo de EAAI se mantienen cubiertos en su totalidad.



Consecuentemente, el capital de trabajo neto de EAAI, excedente de activos de corto plazo sobre pasivos de corto plazo, que había presentado un nivel negativo de alrededor de C\$50,00 millones entre 2005 y 2007, se elevó en el 2008 hasta alcanzar un saldo positivo de C\$167,50 millones.

Sin embargo, en el primer trimestre de 2009 el capital de trabajo de la entidad se redujo hasta C\$113,95 millones, recuperándose en el segundo trimestre hasta registrar C\$163,88 millones.



De manera consistente, el índice de proporción de capital de trabajo, proporción de los activos circulantes financiados a largo plazo, pasó de niveles negativos en el 2007 hasta representar 46,76% en junio 2009, lo que representa un efecto favorable sobre la posición de solidez de la estructura financiera de EAAI.

Así mismo, el número de veces que el capital de trabajo cubre a los inventarios, indicado por el índice de cobertura del capital de trabajo, pasó de niveles negativos en el 2007 a cerca de 22,00 veces al cierre del 2008, nivel que conserva al cierre del primer semestre de 2009.

Lo anterior significa que en el último semestre bajo análisis, la EAAI conservó estable su cobertura, al conservar la proporción de activos líquidos financiados a largo plazo.

EAAI: Indicadores de liquidez

Liquidez	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Dic-08	Mar-09	Jun-09
Razón circulante	0,40	0,55	0,92	1,37	1,31	1,51
Prueba ácida	0,35	0,50	0,87	1,35	1,27	1,47
Proporción Cap. Trab.	-100,12%	-67,42%	19,19%	36,24%	38,08%	46,79%
Cobertura Cap. Trab.	-7,50	-8,56	3,36	21,62	15,08	22,58

4.2. Endeudamiento

En cuanto al empleo de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, es notable que durante el primer semestre de 2009 las razones de endeudamiento y apalancamiento de EAAI han conservado el crecimiento exhibido en el 2008.

La razón de deuda (RD) ganó 7 puntos porcentuales en el 2008 hasta alcanzar 91,79% en diciembre 2008, para elevarse hasta 92,83% a junio 2009, lo que revela un incremento en la proporción del activo financiado por pasivos, gracias a que en el primer semestre de 2009 el pasivo de la Empresa se incrementó en mayor proporción (4,20%) que su activo (3,00%).

Paralelamente, el índice de endeudamiento (E) observó un persistente incremento de 5,81 a 11,18 veces a lo extenso del 2008, comportamiento que reforzó en el

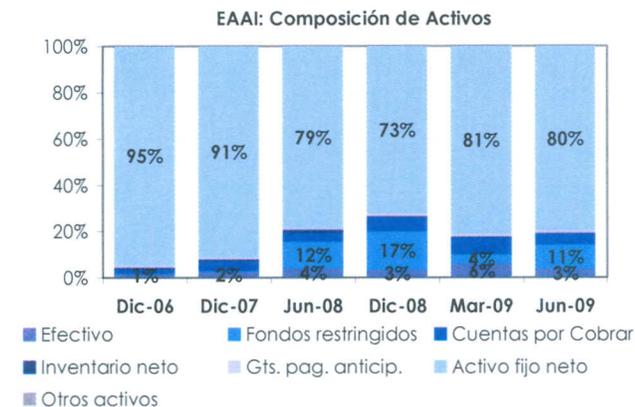
y 18,00% a lo extenso del último año hasta representar C\$1.363,51 millones.

Los fondos restringidos de la entidad, por su parte, han mostrado un comportamiento variable en el último año analizado, cuyo saldo ha oscilado entre C\$50,00 millones y C\$300,00 millones y, en consecuencia, ha representado entre 4,00% y 20,00% de los activos totales. Al cierre de junio 2009 los fondos restringidos de la EAAI ascienden a C\$179,44 millones, un 10,00% de sus activos.

Adicionalmente, en el segundo trimestre del 2009 las tenencias de efectivo de EAAI experimentaron un decrecimiento cercano a 35,00%, en contraste con el acelerado crecimiento exhibido presentado por esta cuenta en los últimos 3 años, con lo que significan 3,30% de los activos a junio 2009.

Los saldos en efectivo de la Empresa, se habían incrementado 61,00% en el 2006, 67,00% en el 2007 y 76,00% en el 2008, crecimiento que les permitió pasar de representar 0,94% de los activos totales de la Empresa en diciembre 2005, a 2,97% en diciembre 2008.

En el último año bajo análisis, la entidad ha mantenido alrededor de 7,00% de sus activos en forma de cuentas por cobrar, inventario neto y gastos pagados por anticipado, entre otros activos menores.

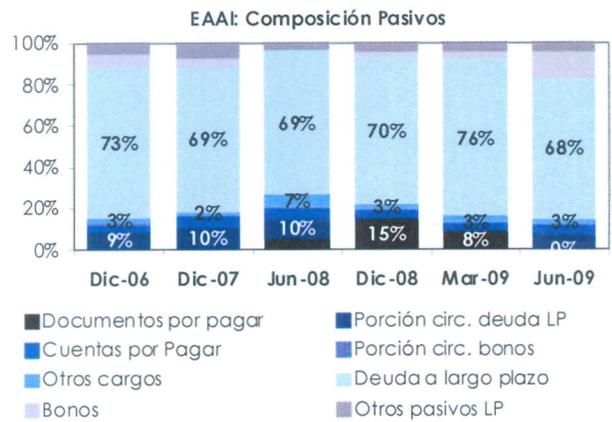


En el último año los pasivos de la EAAI se han compuesto en alrededor de 70,00% por deuda a largo plazo, cuyo saldo al cierre de junio 2009 registra C\$1.077,34 millones a esta fecha, equivalente a un 68,00% de los pasivos totales.

Complementariamente, la porción circulante de la deuda a largo plazo de la Empresa, que en los últimos 3 años representó en promedio 10,00% del pasivo, pasó a representar sólo 1,00% para diciembre 2008, cancelándose la totalidad de sus saldos para marzo 2009 mientras que registró 7,24% a junio 2009.

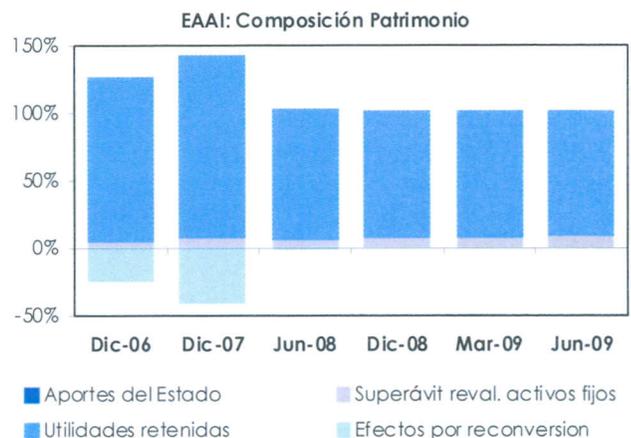
Adicionalmente, la Empresa ha mantenido cerca de 20,00% de sus pasivos en forma de documentos por pagar, cuentas por pagar, bonos y otros pasivos **SCRiesgo**

durante el último año.



Durante el último año, el patrimonio de EAAI se ha compuesto en alrededor de 90,00% por utilidades retenidas, mientras que ha mantenido un saldo de alrededor de C\$10,00 millones de superávit por revaluación de activos fijos que han representado cerca de 4,00% del patrimonio.

De manera complementaria, la Empresa ha registrado C\$270,00 mil de aportes del Estado nicaragüense (US\$17.851,00) en los últimos 3 años, así como efectos negativos por reconversión de la moneda.



4. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

4.1. Liquidez

En cuanto a la administración de la liquidez, en el segundo trimestre de 2009 la Empresa reversó la tendencia positiva exhibida por sus indicadores durante el primer trimestre del año.

La razón circulante, que se había contraído de 1,37 a 1,31 veces en el primer trimestre del 2009, se elevó a 1,51 veces para junio 2009, lo que representa un fortalecimiento en el nivel de respaldo que proporcionan los activos circulantes de EAAI a sus

Fortalezas

- Preparación y estabilidad del personal técnico especializado
- Monopolio de la administración de los aeropuertos en Nicaragua

2.2. Retos

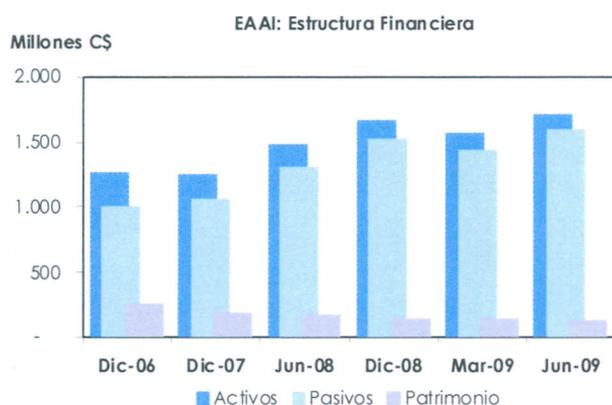
- Reconstruir la estructura financiera de la Empresa y asegurar su sostenibilidad en el largo plazo
- Mejorar su posición de liquidez
- Reducir su coste de fondeo, especialmente su carga financiera
- Revertir los resultados negativos
- Asegurar la continuidad de la ejecución estratégica en el mediano y largo plazo

3. ESTRUCTURA FINANCIERA

Para el segundo trimestre de 2009 los activos y pasivos de la empresa presentaron un significativo crecimiento tras la contracción sufrida el trimestre anterior.

Los activos de la EAAI se incrementaron en 8,90% en el segundo trimestre del 2009, mientras los pasivos lo hicieron en 10,70%, junto con una contracción del patrimonio de 9,50%, ante las pérdidas obtenidas en el trimestre.

Al cierre de junio 2009 los activos de la Empresa alcanzan C\$1.714,74 millones, mientras que sus pasivos registraron C\$1.591,74 millones y su patrimonio C\$123,00 millones.



Con respecto a la solidez y equilibrio de la estructura financiera de EAAI, es destacable que en el último trimestre la composición de la entidad presentó leves ajustes.

Al cierre del trimestre anterior el activo no circulante de EAAI era financiado en 11,00% por patrimonio y en 89,00% por pasivo a largo plazo.

Esta estructura señala una posición financiera ajustada, pues una parte poco significativa del activo a largo plazo es financiado con patrimonio, es decir, la parte **SCRiesgo**

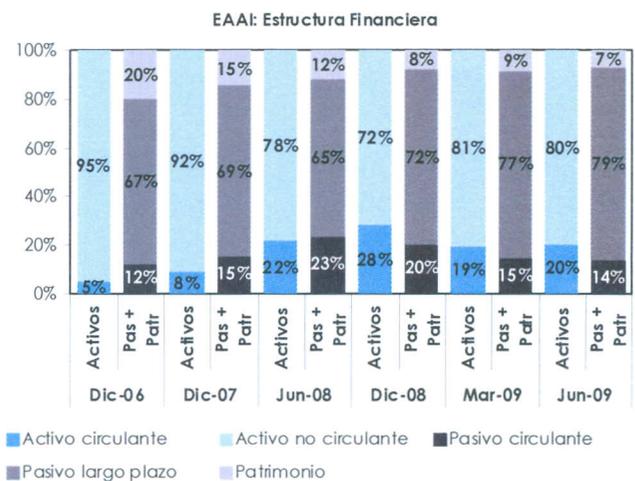
menos líquida de sus activos se financiaban minoritariamente con fuentes técnicas no jurídicas.

Adicionalmente, a marzo 2009 el activo circulante era financiado en 77,00% con pasivo a corto plazo, dejando la posición financiera de la Empresa con un margen de cobertura del activo a largo plazo al pasivo circulante de 23,00%.

Por su parte, al cierre de junio 2009 el activo no circulante de la entidad es financiado por su patrimonio en solamente 9,00%, en tanto que el pasivo a largo plazo debe financiar el restante 91,00%, lo que representa un leve deterioro de la solidez respecto a marzo 2009, pues su patrimonio financia una porción aún menor de la parte menos líquida de sus activos.

Adicionalmente, a junio 2009 el activo circulante de EAAI es financiado en 66,00% con pasivo circulante; con lo que con respecto a marzo 2009 se incrementa el margen de cobertura del 23,00% al 33,00% del activo circulante financiado por pasivo a largo plazo.

De esta manera, desde la segunda mitad del 2008 el pasivo de mayor exigibilidad de la Empresa financia sólo una parte de sus activos de mayor liquidez, y en nada sus activos de largo plazo, una posición de mayor solidez financiera que la exhibida por EAAI en 2007 y 2006.



Los activos de EAAI han estado representados principalmente por la propiedad, planta y equipo neto, que durante 2006 y 2007 representaron alrededor de 92,00% de los activos totales, participación que exhibió una tendencia decreciente durante el 2008, de la mano con el fuerte crecimiento de los activos líquidos durante este periodo, llegando a representar 73,00% para diciembre 2008; tendencia que se reversó en el primer semestre de 2009 hasta registrar una participación de 80,00% al cierre de junio 2009.

El activo fijo neto de la Empresa (propiedad, planta y equipo) se elevó 7,00% en el segundo trimestre del 2009

2. RESUMEN EJECUTIVO

La Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI) es una entidad descentralizada del Estado nicaragüense, con patrimonio propio, personería jurídica y duración indefinida, creada por Decreto Ejecutivo en 1983 para la administración de los aeropuertos internacionales de la República de Nicaragua.

Para el segundo trimestre de 2009 los activos y pasivos de la empresa presentaron un crecimiento de alrededor de 10,00% junto con una reducción del patrimonio de 9,50%, ante pérdidas obtenidas en el trimestre. Al cierre de junio 2009 los activos de la Empresa alcanzan C\$1.714,74 millones, mientras que sus pasivos registraron C\$1.591,74 millones y su patrimonio C\$123,00 millones.

Los activos de EAAI han estado representados principalmente por la propiedad, planta y equipo neto, que durante la primera mitad del 2009 han representado alrededor de 80,00% de los activos totales. Complementariamente, en el último año los pasivos de la EAAI se han compuesto en alrededor de 70,00% por deuda a largo plazo.

Durante el último año, el patrimonio de EAAI se ha compuesto en alrededor de 90,00% por utilidades retenidas, mientras que ha mantenido un saldo de superávit por revaluación de activos fijos que han representado cerca de 4,00% del patrimonio.

En cuanto al empleo de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, es notable que durante el primer semestre de 2009 las razones de endeudamiento y apalancamiento de EAAI han conservado el crecimiento exhibido en el 2008.

La razón de deuda (RD) ganó 7 puntos porcentuales en el 2008 hasta alcanzar 91,79% en diciembre 2008, para elevarse hasta 92,83% a junio 2009, lo que revela un incremento en la proporción del activo financiado por pasivos, gracias a que en el primer semestre de 2009 el pasivo de la Empresa se incrementó en mayor proporción (4,20%) que su activo (3,00%).

En cuanto a la capacidad de la Empresa para hacer frente a su carga financiera, el indicador de cobertura de intereses, que se recuperó levemente en el primer trimestre de 2009 al pasar de 0,71 a 0,91 veces, se deterioró en el segundo trimestre hasta descender a 0,83 veces a junio 2009, señalando que para el segundo trimestre de 2009 la entidad perdió parte de su capacidad para obtener financiamientos futuros.

El déficit de la cobertura de intereses de EAAI, inferior a la unidad en el último año bajo análisis, señala que EAAI no puede hacer frente a su carga financiera con la utilidad generada por su operación normal (utilidad operativa), comportamiento que se presenta de la mano con la mayor carga financiera contraída por EAAI en los 2 últimos años bajo análisis.

En abril 2009 la Empresa realizó la oferta pública de Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) por un monto máximo autorizado de \$60,00 millones. Al cierre de junio 2009 la entidad tenía colocados US\$8,00 millones de esta emisión.

Esta emisión de oferta pública cuenta con el crédito general de la Empresa como una única garantía, pues además debe considerarse que los bienes del Estado son Inembargables. Independientemente de lo anterior, como mecanismo para provisionar los pagos del principal y los intereses, de acuerdo

con el Prospecto de la emisión, EAAI creará un Fondo de Garantía de Pago que será administrado por INVERCASA durante el primer año de vida de la emisión, quedando pendiente la licitación pública correspondiente a la contratación del servicio de administración del Fondo para los 19 años de vida restantes de la emisión.

De acuerdo con el Prospecto, el Fondo de Reserva se alimentará a través del flujo de los contratos de Derecho de Terminal y serán administrados por INVERCASA en una Institución Bancaria de primer orden y serán invertidos en títulos valores del Banco Central y el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

El saldo que la EAAI deberá depositar en el Fondo de Reserva al cierre del 2009, de acuerdo con el Prospecto, asciende a US\$1,00 millón, que estará respaldado por los contratos de Recolección de la Aerolínea TACA una vez sean liberados de prenda con el banco HSBC. Con el objeto de alimentar el Fondo de Reserva, a septiembre 2009 la Empresa ha realizado depósitos por US\$600,00 mil en el Banco de la Producción, S.A. (scr A nic) a plazos no mayores a los 3 meses.

Los fondos captados por esta emisión son necesarios para cancelar los compromisos bancarios con diversas instituciones financieras y liberar de esta manera los flujos futuros del Aeropuerto Internacional Augusto César Sandino, con lo que se pretende revertir el flujo de resultados negativos que arrastra la Empresa en los últimos 3 años.

A pesar de lo anterior, el ahorro financiero proyectado de la colocación de esta emisión se ha visto afectado ante las condiciones del mercado. En septiembre 2009 la Junta Directiva de la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales decidió aumentar la tasa de rendimiento para los inversionistas de los US\$12,00 millones pendientes de colocar de la Serie B de 8,25% a 9,50% para motivar su colocación.

Luego de que en el 2005 y 2006 la EAAI acumulara utilidades por C\$5,68 millones y C\$28,77 millones, respectivamente, en el 2007 y 2008 los costos y egresos de la entidad superaron sus ingresos en C\$80,12 millones y C\$44,48 millones, en igual orden. Conservando la tendencia de los dos últimos periodos, en el primer semestre de 2009 la Empresa acumuló pérdidas por C\$13,63 millones (US\$678,11 mil), mientras que generó pérdidas por C\$6,11 millones en igual periodo del año anterior.

En particular, con respecto al mismo periodo del 2008, en la primera mitad del 2009 los ingresos de EAAI se incrementaron en 7,50%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en 10,90%.

Con la reestructuración del pasivo que representaría la colocación total de la emisión de bonos BRADE (80,00% del pasivo), la entidad esperaba revertir el comportamiento de los resultados a partir del segundo semestre del 2009 y cerrar el periodo con resultados positivos, lo que no será posible mientras sólo tenga colocado 15,00% de ésta, situación que se presenta a la fecha de publicación de este informe.

Por su parte, debe agregarse que el número de pasajeros entrantes mensualmente en vuelos comerciales internacionales al Aeropuerto Internacional Augusto César Sandino, que había presentado en la primera mitad del 2008 crecimientos interanuales cercanos a 20,00%, a partir de agosto 2008 han exhibido crecimientos interanuales de entre 5,00% y -10,00%.

2.1.