



**CALIFICACION DE EMISIONES**  
**SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA, S.A.**  
 Tel: (506) 2552-5936 / (502) 5897-6335 / (507) 209-3821 (504) 221-3879



**Por este medio informa al público que en la Sesión Extraordinaria 4152009 del 22 de diciembre del 2009\* se ratificaron las siguientes calificaciones a las Emisiones de Bonos del siguiente emisor:**

	Nombre del Producto	Monto Millones	Calificación Actual	Calificación Anterior	Vencimiento Emisión
<b>EMISORES</b>					
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Largo Plazo Moneda Local	n.a	scr BBB- (nic)	scr BBB (nic)	n.a
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Largo Plazo Moneda Extranjera	n.a	scr BBB- (nic)	scr BBB (nic)	n.a
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Corto Plazo Moneda Local	n.a	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	n.a
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Corto Plazo Moneda Extranjera	n.a	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	n.a
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua BIAN II	USD 4,00	scr A (nic)	scr A+ (nic)	26/01/2016
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie A	USD 5,00	scr A (nic)	scr A+ (nic)	01/03/2014
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie B	USD 15,00	scr A (nic)	scr A+ (nic)	01/03/2019
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie C	USD 20,00	scr A (nic)	scr A+ (nic)	01/03/2024
Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)	Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) Serie D	USD 20,00	scr A (nic)	scr A+ (nic)	01/03/2029

\* Las Calificaciones ratificadas en esta sesión fueron otorgadas en la sesión ordinaria 40142009 realizada el 14 de diciembre del 2009, con información financiera no auditada a setiembre del 2009

Las calificaciones de riesgo emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. para el periodo y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos. Esta basada en análisis objetivo realizados por profesionales. 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 de emisor, en el ente regulador del mercado de valores, superintendencias, bolsas de valores y puestos representantes.

**Categorías de clasificación de Instrumentos de Deuda a Largo Plazo**

- (1) scr-AAA: Emisiones con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Excelente.
- (2) scr-AA: Emisiones con muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. No se vería afectada en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Muy Bueno.
- (3) 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.
- (4) 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.
- (5) 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.

**Categorías de clasificación de Instrumentos de Deuda a Corto Plazo**

- (6) SCR-1: Emisiones a Corto Plazo que tienen la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo no se verían afectados ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Excelente.
- (7) SCR-2: Emisiones a Corto Plazo que tienen muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos acordados. Sus factores de riesgo no se verían afectados en forma significativa ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía al corto plazo. Nivel Muy Bueno.
- (8) SCR-3: Emisiones a Corto Plazo que tienen una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo se verían afectados en forma susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía. Nivel Bueno.
- (9) 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.

(10) + ó - Las calificaciones desde "scr-AA" a "scr-C" y "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.

(11) n.a: No aplica.

(12) (nic): Corresponde a calificaciones locales asignadas para el mercado nicaragüense.

**Calificaciones disponibles en nuestro sitio [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)**

## Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

### Informe de Calificación

Sesión Extraordinaria: 4142009

Información financiera no auditada: al 30 de Setiembre de 2009 y adicional a Octubre de 2009

Contactos: Gary Barquero Arce Gerente General [gbarquero@scriesgo.com](mailto:gbarquero@scriesgo.com)  
Eduardo Monge Montes Gerente Técnico [emonge@scriesgo.com](mailto:emonge@scriesgo.com)  
Rodrigo Calvo Analista Junior [rcalvo@scriesgo.com](mailto:rcalvo@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 Setiembre y adicional a Octubre 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 representantes."*

## 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 tercer trimestre de 2009 los activos y pasivos de la empresa presentaron un crecimiento de alrededor de 3,00% junto con una reducción del patrimonio de 4,37%, ante pérdidas obtenidas en el trimestre. Al cierre de setiembre 2009 los activos de la Empresa alcanzan C\$1.760,00 millones, mientras que sus pasivos registraron C\$1.642,38 millones y su patrimonio C\$117,69 millones, cabe destacar que la tendencia mostrada por las principales cuentas continúa al incluir el mes de octubre de 2009 en el análisis.

Los activos de EAAI han estado representados principalmente por la propiedad, planta y equipo neto, el desde enero de 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 7,00% 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 para el tercer trimestre de 2009 los indicadores de endeudamiento mantienen su tendencia creciente, dichos indicadores se muestran mucho mayores al agregar el mes de octubre al análisis.

La razón de deuda (RD) ganó 4 puntos porcentuales en el 2008 hasta alcanzar 91,79% en diciembre 2008, para elevarse hasta 93,32% a setiembre 2009, lo que revela un incremento en la proporción del activo financiado por pasivos, gracias a que en el tercer trimestre de 2009 el pasivo de la Empresa se incrementó en mayor proporción (8,04%) que su activo (3,60%).

En cuanto a la capacidad de la Empresa para hacer frente a su carga financiera, el indicador de cobertura de intereses se mostró creciente entre junio y setiembre de 2009; sin embargo, al realizar una comparación anual se observa una reducción importante, que se ensancha al comparar octubre de 2009 con setiembre del mismo año, lo cual implica que para octubre 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 noviembre de 2009 la entidad tenía colocados US\$12,5 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 aprovisionar 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, así como la aprobación del reglamento de administración del fondo de reserva para dicho fondo por la junta directiva a diciembre del 2009.

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 setiembre 2009 la Empresa ha realizado depósitos por US\$650,00 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 setiembre 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. Para octubre de 2009 se habían colocado US\$500 mil de la serie B a una tasa de 8,25%, mientras que para noviembre de 2009 se colocaron US\$2,00 millones con el Instituto Nicaragüense de Seguridad Social (INSS) a una tasa de 9,75%.

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, para setiembre de 2009 la Empresa acumuló pérdidas por C\$19,00 millones mientras que al cierre de octubre del 2009, las pérdidas sumaron C\$35,95 millones.

En particular, con respecto al mismo periodo del 2008, al cierre de setiembre del 2009 los ingresos de EAAI se incrementaron en 5,92%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en 11,03%.

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 20,00% 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 en vuelos comerciales internacionales al Aeropuerto Internacional Augusto César Sandino, crecieron a septiembre un 1,68% anualmente, mientras que para noviembre del 2009, la variación anual apenas alcanzaba el 0,55%, lo cual se encuentra muy por debajo del crecimiento del 5% esperado para el año 2009 y utilizado en los supuestos del análisis.

Además, es preciso resaltar que si bien, durante la primera mitad del 2008 los crecimientos interanuales rondaron el 20,00%, a partir de noviembre de 2008 dichas variaciones oscilaron entre un -9,00% y un 15,00%.

## 2.1. 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. ANÁLISIS DEL ENTORNO

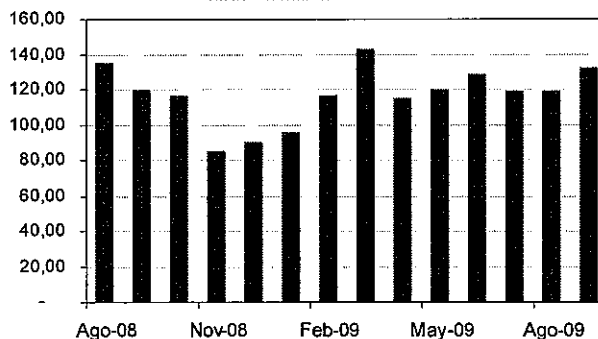
### 3.1. Entorno económico

A lo largo del año 2008 y principios del 2009, las plazas financieras y bursátiles de las economías desarrolladas mostraron una creciente incertidumbre y altas pérdidas financieras, que desembocaron en una contracción del mercado crediticio internacional, que a su vez contagió al sector real de las economías emergentes desde mediados del año 2008 y aún en nuestros días.

En Latinoamérica los efectos de la crisis empezaron a manifestarse con mayor fuerza en la segunda mitad del 2008, y se caracterizó principalmente por un aumento en la percepción del riesgo de los países desarrollados. En particular, los principales mecanismos de transmisión de la crisis hacia Centroamérica fueron las menores exportaciones y la contracción en el flujo de remesas, que condujeron a la región a registrar bajas tasas de crecimiento hasta nuestros días.

A pesar de las adversas condiciones externas, de acuerdo con cifras publicadas en la página Web del Banco Central de Nicaragua, la economía nicaragüense consiguió en el 2008 una tasa de crecimiento de 3,20%, porcentaje similar al registrado en el 2007, y a lo largo del último terminado en Sept.09, la tasa de crecimiento del monto de las exportaciones fue de 10,20%, tal como se muestra en el siguiente gráfico.

Nicaragua: Exportaciones de mercancías FOB  
cifras en millones de dólares



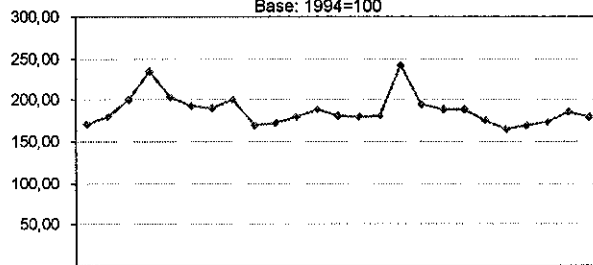
Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Como en el resto de Centroamérica, la actividad económica en Nicaragua tuvo un comportamiento variable a lo largo del 2008 y a inicios del 2009 todavía se registraban secuelas de los efectos económicos internacionales. Sin embargo, desde mediados de este año la actividad comercial de Nicaragua aumenta, de la mano con el comportamiento de la mayoría de las economías centroamericanas.

Para el último trimestre, el Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE) reporta un aumento en la actividad comercial de Nicaragua, pues el indicador aumentó en 5,89%, mientras que en el mismo periodo del año anterior, el aumento fue de 4,98%.

El comportamiento del IMAE en los dos últimos años se presenta en el siguiente gráfico.

Nicaragua: IMAE  
Base: 1994=100



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

A lo largo del 2008, el crecimiento sostenido de los precios del petróleo y alimentos fue el principal motor de la inflación, que cerró en el 2008 en 13,77%, pues el aumento de los precios internacionales se trasladó a los precios domésticos vía inflación importada y aumentos en los costos de producción.

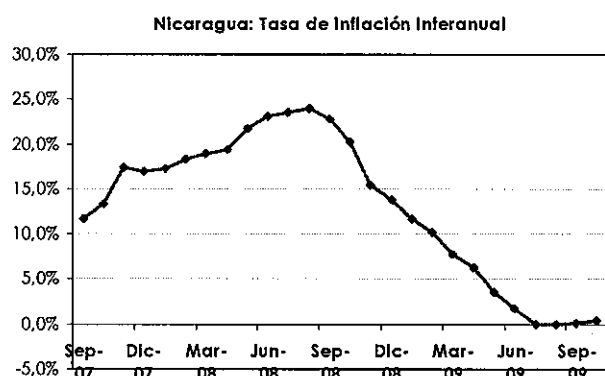
Sin embargo, desde el último trimestre del año 2008 y hasta la fecha, la tasa de crecimiento del índice de Precios al Consumidor nacional ha mostrado un decrecimiento importante. Es así como en septiembre del 2009 reporta una inflación interanual de 0,05%,

luego de presentar indicios de deflación a inicios del segundo semestre del año.

El comportamiento de la inflación mensual fue explicado por la reducción en los costos de alimentos, bebidas, transporte y comunicaciones con un aporte de -0,86 por ciento, en contraste con el aumento del 0,19 por ciento del grupo de viviendas y salud.

La caída de los precios internacionales de los combustibles ha repercutido en la disminución de los costos del transporte y comunicación y de esta manera generan una menor presión sobre los precios en el mercado nacional.

A continuación se presenta el gráfico que muestra la evolución de la tasa de inflación interanual.

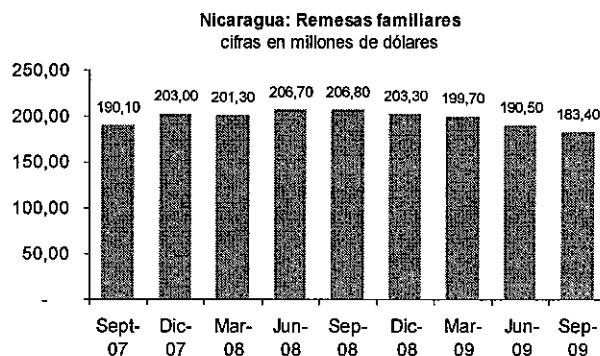


Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Tal como se comentó anteriormente, los efectos de la crisis comenzaron a materializarse en la economía doméstica a partir del segundo semestre de 2008, a través de una desaceleración de las exportaciones, en especial de zonas francas, e importaciones de bienes intermedios y de capital que afectan la producción futura y la contracción en las remesas familiares.

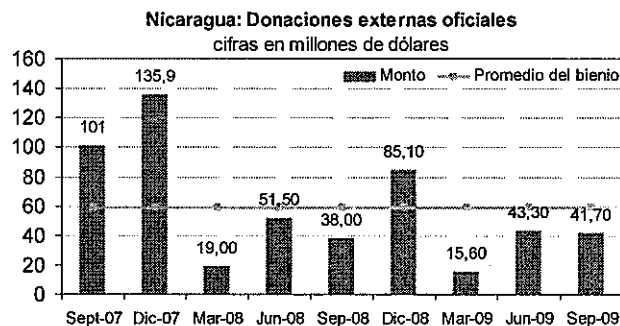
Las remesas, fuente importante de recursos de la economía nicaragüense, han presentado crecimientos a tasas decrecientes (desaceleramientos) desde finales del año 2007. Pero no es sino desde junio del 2008 cuando el monto de las remesas comienza a decrecer. De hecho, en el último año terminado en septiembre, el monto de las remesas familiares disminuyó en 11,32%, lo que significa una reducción de \$23,40 millones, mientras que sólo en el último trimestre la reducción es de \$7,10 millones.

En el siguiente gráfico se muestra el comportamiento del monto de las remesas familiares registradas desde septiembre del 2007.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Cabe destacar que aunado a la contracción que ha venido presentando la economía mundial, que afectó directamente la economía nicaragüense, el monto de las donaciones oficiales, dirigidas al gobierno (fuente importante de recursos) disminuyó significativamente con respecto al mismo periodo de los dos años anteriores, tal como se muestra en el siguiente gráfico, el cual muestra el flujo de las donaciones trimestrales en los dos últimos años, así como el promedio simple del monto de los flujos de los dos últimos años.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

### 3.2. Sistema financiero nicaragüense

Con la intención de poner en perspectiva la situación financiera de Financia, a continuación se presenta el comportamiento anual de las principales cuentas de los estados financieros consolidados del Sistema Bancario y Financieras Nicaragüense (en adelante Sistema Bancario), haciendo la acotación de que Financia no se encuentra dentro del grupo de entidades bajo supervisión.

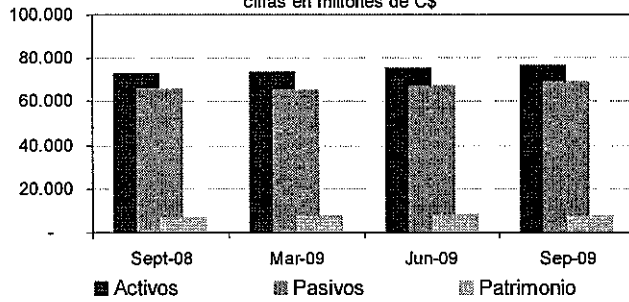
Cabe destacar que de acuerdo a la información encontrada en la Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua, esta institución supervisa a ocho bancos y dos sociedades financieras.

En el caso de los activos del Sistema Bancario, éstos suman C\$77.049,27 millones, producto de un crecimiento anual de 5,22%, principalmente motivado por el crecimiento en la cuenta de Disponibilidades, la cual aumentó en C\$4.763,25 millones, es decir, en

30,07% en el último año.

Por su parte, los pasivos del Sistema Bancario crecieron en 4,86% anualmente, impulsado principalmente por el aumento que presentó las Obligaciones con el público, las cuales se ampliaron en C\$2.797,65 millones en el mismo lapso.

**Sistema Bancario y financieras nicaraguense:  
Balance de Situación Consolidado**  
cifras en millones de C\$



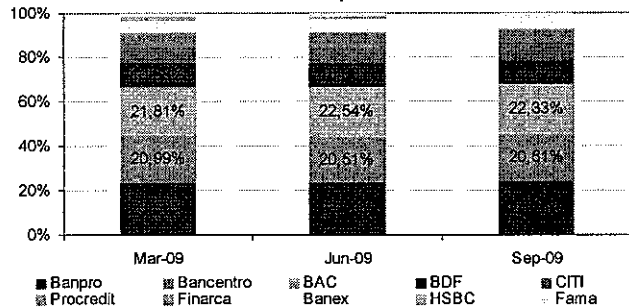
Fuente: Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua.

El capital social pagado representa el 52,35% del patrimonio, y fue la cuenta más importante en el crecimiento que mostró el Patrimonio en el último año, pues ésta creció en C\$629,28 millones, mientras que los Resultados Acumulados de periodos anteriores aumentaron el patrimonio en C\$487,26 millones. Sin embargo, el crecimiento del patrimonio fue diezmado por la reducción que presentó la cuenta de Aportes no Capitalizados, la cual se contrajo en C\$133,74 millones.

Con respecto a la cartera del Sistema Bancario, ésta se concentra significativamente en cuatro participantes, a saber: Banpro, Bancentro, BAC y Banco de Finanzas (BDF), los cuales en forma conjunta representan cerca del 80,00% de la cartera total.

Tal como se muestra en el siguiente gráfico, la estructura de la cartera global nicaragüense no ha presentado recomposiciones importantes.

**Sistema bancario y financieras nicaraguense: participación de mercado de los bancos por monto de Cartera Bruta**

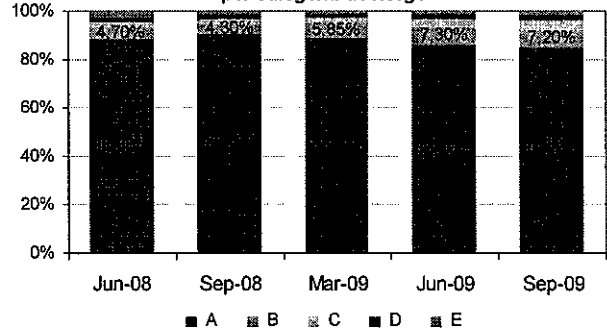


Fuente: Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua.

La cartera del Sistema Bancario presentó cerca del **SCRiesgo**

85,00% en categoría A, es decir, el riesgo más bajo. Sin embargo, este porcentaje se ha reducido en los últimos trimestres y en Sept.09 representan 85,20% de la cartera total, es decir, presentó una reducción de 5,20 puntos porcentuales en el último año, mientras la cartera B ha aumentado su participación en 2,90 puntos porcentuales en el último año, y la porción de la cartera más riesgosa, es decir, la cartera clasificada como categoría C-D-E presentó un aumento de 2,30 puntos porcentuales.

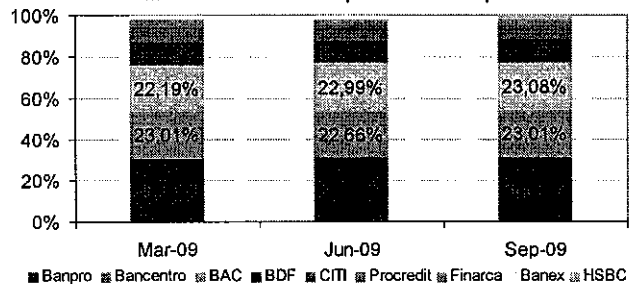
**Sistema bancario y financieras nicaraguense:  
composición de la cartera de crédito  
por categoría de riesgo**



Fuente: Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua.

Tomando en cuenta la cartera pasiva del Sistema Bancario, son cuatro los bancos que captan cerca del 90,00% de los Depósitos totales, composición que se ha mantenido relativamente estable en el último año, tal como se muestra en el siguiente gráfico. Específicamente, en Sept.09, éstos representan el 88,23% del total de Depósitos del mercado.

**Sistema bancario y financieras nicaraguense: participación de mercado de los bancos por monto de Depósitos**



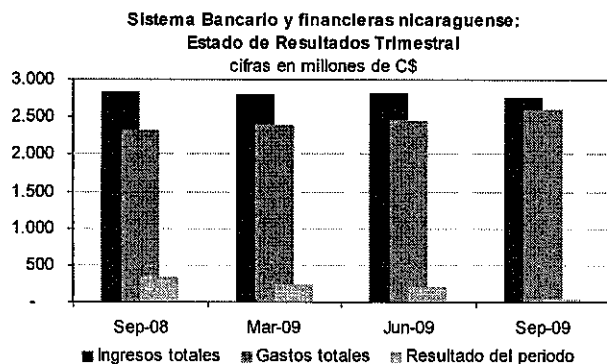
Fuente: Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua.

El Sistema Bancario presentó un resultado acumulado del periodo que suma C\$472,93 millones a septiembre del 2009, lo que implica que se redujo en 54,16% en el último año.

Los ingresos del Sistema Bancario disminuyeron en 2,29% en forma anual, impulsados por la contracción en C\$117,57 millones (59,12%) en la cuenta de Otros Ingresos, que es esencialmente los ingresos percibidos por ajustes monetarios y la reducción que presentó la

cuenta de Ingresos Financieros, la cual se redujo en C\$95,29 millones (4,29%). De esta manera, el monto de los ingresos es de C\$2.762,96 millones.

En el caso de los gastos, éstos aumentaron debido principalmente al crecimiento que presentó la cuenta Otros Gastos, en los cuales se encuentra la estimación preventiva para riesgos crediticios. De esta manera, los gastos totales presentaron un crecimiento anual de 11,86%, es decir, en C\$2.591.064,60 millones. Es así como Financia reporta C\$2.762,96 millones de gastos en Sept.09.



Fuente: Superintendencia de Bancos y de Otras Instituciones Financieras de Nicaragua.

Debido a que los ingresos se redujeron mientras que los gastos aumentaron, el resultado del periodo decreció, lo que impacta negativamente los indicadores de rendimiento del Sistema Bancario.

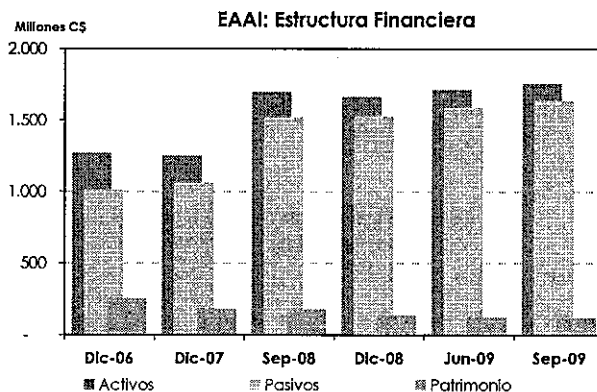
#### 4. ESTRUCTURA FINANCIERA

Para el tercer trimestre de 2009 los activos y pasivos de la empresa presentaron crecimientos tanto trimestral como anualmente.

Trimestralmente, los activos de la EAAI se incrementaron en 2,64% en el tercer trimestre del 2009, mientras los pasivos lo hicieron en 3,18%, junto con una contracción del patrimonio de 4,37%.

De forma anual, los activos presentaron un crecimiento de 3,60%, los pasivos de 8,04% y el patrimonio de -34,21%.

Al cierre de setiembre 2009 los activos de la Empresa alcanzan C\$1.760,00 millones, mientras que sus pasivos registraron C\$1.642,00 millones y su patrimonio C\$117,61 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 no presentó mayores ajustes.

Al cierre del trimestre anterior el activo no circulante de EAAI era financiado en 9,01% por patrimonio y en un 90,99% por pasivo a largo plazo.

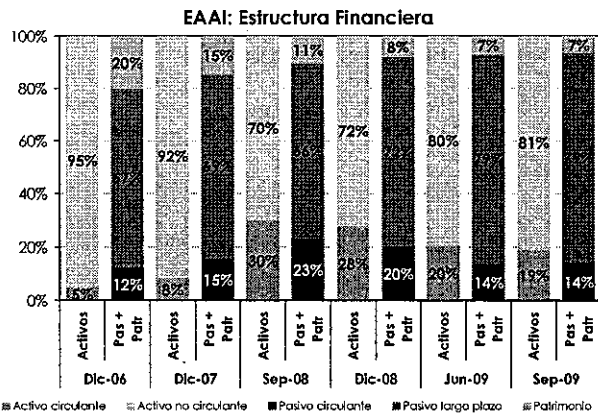
Esta estructura señala una posición financiera ajustada, pues una parte poco significativa del activo a largo plazo es financiado con patrimonio, es decir, la parte menos líquida de sus activos se financiaban minoritariamente con fuentes técnicas no jurídicas.

Adicionalmente, a junio 2009 el activo circulante era financiado en 66,43% con pasivo a corto plazo, dejando la posición financiera de la Empresa con un margen de cobertura del activo circulante al pasivo de largo plazo de 33,57%.

Por su parte, al cierre de setiembre 2009 el activo no circulante de la entidad es financiado por su patrimonio en solamente 8,24%, en tanto que el pasivo a largo plazo debe financiar el restante 91,76%, lo que representa un leve deterioro de la solidez respecto a junio 2009, pues su patrimonio financia una porción aún menor de la parte menos líquida de sus activos.

Adicionalmente, a setiembre 2009 el activo circulante de EAAI es financiado en 74,92% con pasivo circulante; con lo que con respecto a junio 2009 se reduce el margen de cobertura del 33,57% al 25,08% 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 y se mantiene al tercer trimestre del 2009, cuando el activo circulante significa el 18,88% mientras que el activo no circulante representa el 81,12%.

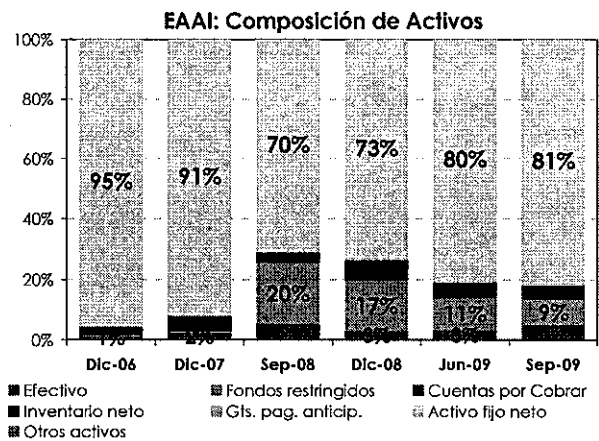
El activo fijo neto de la Empresa (propiedad, planta y equipo) se elevó 4,64% en el tercer trimestre del 2009 y 19,99% a lo extenso del último año hasta representar C\$1.427,76 millones.

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 setiembre 2009 los fondos restringidos de la EAAI ascienden a C\$151,30 millones, un 8,60% de sus activos.

Adicionalmente, en el tercer trimestre del 2009 las tenencias de efectivo de EAAI experimentaron un decrecimiento anual del 1,48% pero un crecimiento trimestral de 52,25%, llegando a representar el 4,91% del total de los activos.

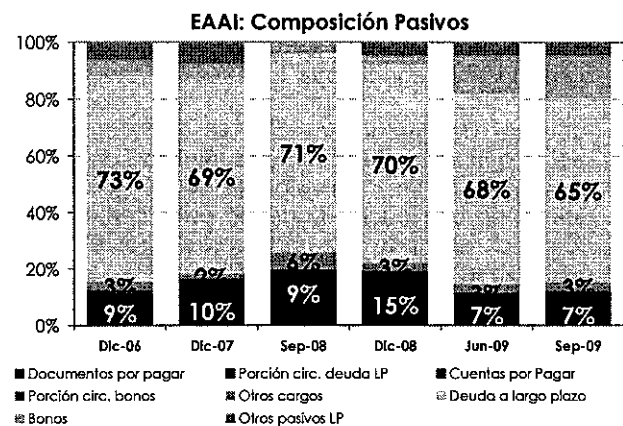
Los saldos en efectivo de la Empresa, se habían incrementado 61,00% en el 2006, 67,00% en el 2007 y 76,00% en el 2008, crecimiento que les permitió pasar de representar 0,94% de los activos totales de la Empresa en diciembre 2005, a 2,97% en diciembre 2008.

En el último año bajo análisis, la entidad ha mantenido alrededor de 5,13% 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 setiembre 2009 registra C\$1.071,15 millones, equivalente a un 65,21% de los pasivos totales.

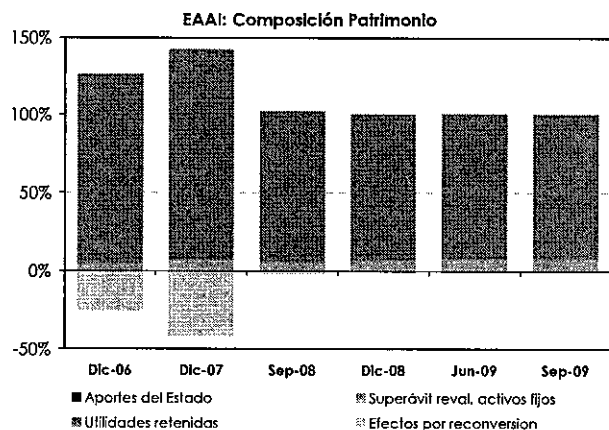
Complementariamente, la porción circulante de la deuda a largo plazo de la Empresa, que en los últimos 3 años representó en promedio 10,00% del pasivo, pasó a representar sólo 1,00% para diciembre 2008, cancelándose la totalidad de sus saldos para marzo 2009 mientras que registró 7,31% a setiembre 2009.



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 8,06% del patrimonio.

De manera complementaria, la Empresa registró un incremento significativo en el aporte del Estado, que llegó al cierre de setiembre de 2009 a C\$3.587,17 millones de aportes del Estado nicaragüense.





## 5. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

### 5.1. Liquidez

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

La razón circulante, que había crecido de 1,37 a 1,51 veces en el segundo trimestre del 2009, disminuyó a 1,33 veces para setiembre 2009, lo que representa un debilitamiento en el nivel de respaldo que proporcionan los activos circulantes de EAAI a sus acreedores de corto plazo.

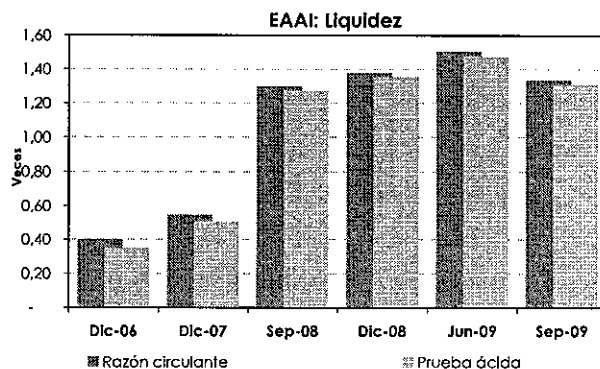
Al cierre del tercer trimestre del 2009, el indicador señala que la Empresa cubre la totalidad de su pasivo circulante con tres cuartas partes del activo circulante, quedando una cuarta parte de estos como respaldo adicional, mientras que un trimestre atrás el respaldo adicional se colocaba en 33,00%.

El comportamiento del indicador en el tercer trimestre de 2009 obedece a la reducción del activo circulante (5,14%) y al crecimiento del pasivo circulante (6,99%) de forma trimestral. Cabe destacar que una comparación anual revela un leve aumento en la razón circulante justificado en la mayor reducción del pasivo circulante (36,58%) con respecto al activo circulante (34,73%).

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 1,00% de éste a setiembre de 2009.

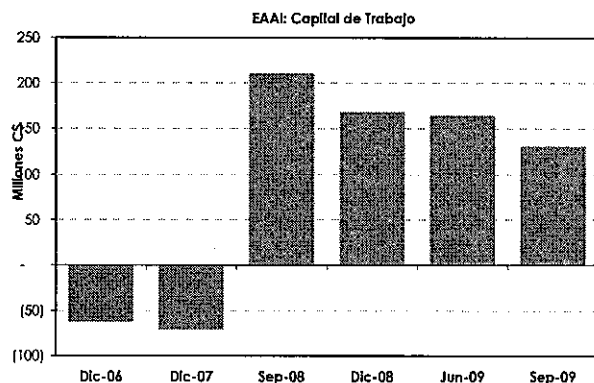
De esta manera, en el tercer trimestre de 2009 la prueba ácida mostró una reducción trimestral del 7,68% mientras que anualmente disminuyó un 30,68% anualmente, lo que en todo caso representa que a esta

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 y para el cierre del tercer trimestre el capital trabajo ya alcanzaba los C\$130,87 millones de córdobas.



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 39,39% en setiembre 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.

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

## EAAI: Indicadores de liquidez

Liquidez	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Razón circulante	0,40	0,55	1,30	1,37	1,51	1,33
Prueba ácida	0,35	0,50	1,27	1,35	1,47	1,31
Proporción Cap. Trab.	-100,12%	-67,42%	41,43%	36,24%	46,79%	39,39%
Cobertura Cap. Trab.	-7,50	-8,56	21,82	21,62	22,58	19,54

## 5.2. Endeudamiento

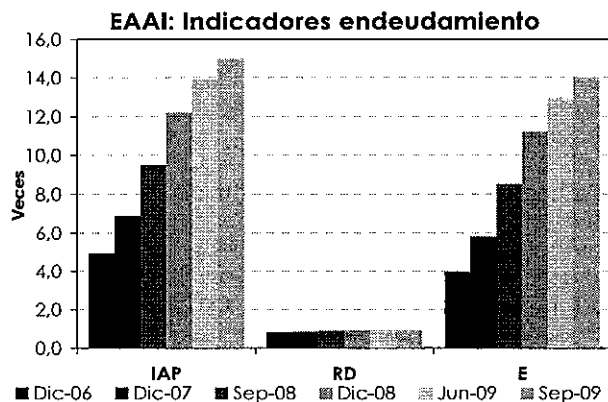
En cuanto al empleo de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, es notable que durante el tercer trimestre de 2009 las razones de endeudamiento y apalancamiento de EAAI han conservado el crecimiento exhibido en el 2008.

La razón de deuda (RD) ganó 7 puntos porcentuales en el 2008 hasta alcanzar 91,79% en diciembre 2008, para elevarse hasta 93,32% a setiembre 2009, lo que revela un incremento en la proporción del activo financiado por pasivos, gracias a que en los primeros tres trimestres 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 tercer trimestre de 2009 cuando asciende hasta 13,96 veces, lo que significa que en el último trimestre el financiamiento de los acreedores se incrementó en cerca de 2,78 córdobas por cada córdoba aportado por los socios.

Por su parte, el indicador de apalancamiento (IAP), el cual se duplicó en el 2008 hasta alcanzar 12,18 veces, se elevó hasta registrar un valor de 14,96 veces a setiembre 2009, gracias especialmente a la reducción del patrimonio en 13,91% en el tercer trimestre 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.



SCRiesgo

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 semestre de 2009 al pasar de 0,71 a 0,91 veces, se deterioró en el tercer trimestre hasta descender a 0,84 veces a setiembre de 2009, señalando que para el tercer 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). Resulta necesario mencionar que dicho déficit ha mostrado un continuo ensanchamiento en el último año.

La tasa de interés promedio sobre los 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 se conserva para el tercer trimestre de 2009, a cuyo cierre registró un valor de 9,92%, 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 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 11,25% a setiembre 2009.

## EAAI: Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Cobertura de Intereses	3,20	0,32	0,98	0,71	0,83	0,84
TIP	2,68%	6,54%	8,63%	9,22%	9,95%	9,92%
GtoFinan/Pasc/costo	3,05%	7,66%	9,62%	10,39%	11,24%	11,25%

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 por los ingresos semanales 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 pignorados 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 v encimiento	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. 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 noviembre 2009 la entidad tenía colocados US\$12,5 millones de esta emisión, US\$5,00 millones de la Serie A, US\$7,50 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	<b>Serie A</b>	<b>Serie B</b>	<b>Serie C</b>	<b>Serie D</b>
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 **SCRiesgo**

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 aprovisionar 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 que 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, mientras que a noviembre de 2009 el monto llegaba a \$650,00 mil.

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, la cual es una de las más deprimidas del país, ya que atraerá mayor afluencia de turistas, generará empleos adicionales e incrementará la exportación de productos marítimos.

## 6. 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.

### 6.1. Actividad

El indicador de rotación del activo circulante (RAC) de EAAI mostró un repunte trimestral a Sep-09 (1,34 veces) luego del descenso en el mismo entre Mar-09 (1,44 veces) y Jun-09 (1,23 veces) revelando una mejora en el número de veces que el activo circulante se transforma en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares). Cabe destacar que la mejora se evidencia al comparar este indicador con respecto al año anterior cuando alcanzó las 0,88 veces.

El crecimiento del RAC de la Empresa en el tercer trimestre de 2009 se origina en el incremento trimestral en los ingresos de operación (55,88%) y al descenso del activo circulante (5,51%).

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 0,31 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 setiembre de 2009 sus activos fijos representan cerca del 80,00% de sus activos totales y el 99,93% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF coincide con el RLP.

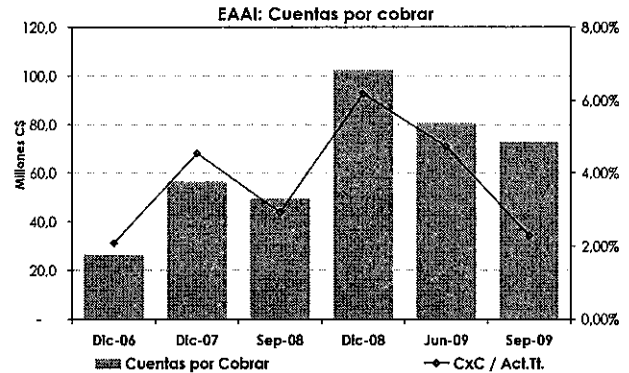
La rotación del activo total (RAT) de la entidad, como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, se ha colocado alrededor de 0,25 veces en el último año, revelando una destacable estabilidad en la eficiencia y uso de las inversiones totales de la Empresa.

#### EAAI: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
RAC	9,65	3,10	0,83	0,91	1,23	1,34
RLP	0,50	0,29	0,35	0,35	0,32	0,31
RAF	0,50	0,29	0,35	0,35	0,32	0,31
RAT	0,48	0,26	0,25	0,25	0,25	0,25

### 6.2. Cuentas por cobrar

Durante el tercer trimestre del 2009 el saldo de cuentas por cobrar se redujo en cerca de 9,84% hasta registrar C\$72,62 millones y representar 2,28% de los activos totales.



En consecuencia, el índice de rotación de las cuentas por cobrar de EAAI, como indicador de la capacidad de cada códoba invertido en cuentas por cobrar para generar ingresos de operación, reversó en el trimestre anterior analizado la tendencia decreciente exhibida desde junio 2008, mejorando de esta manera su desempeño. Para el trimestre actual la tendencia creciente sigue su curso llegando a 6,13 veces al cierre de Sep-09, dicho comportamiento se origina en la reducción de las cuentas por cobrar en este período.

En concordancia con lo anterior, el período medio de cobro (PMC) de EAAI, se redujo de 67,47 a 58,72 días entre junio y setiembre 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 brutas se elevó a septiembre 2009 con respecto a marzo 2009 en poco menos de 4 puntos porcentuales hasta registrar un valor de 12,19%.

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.

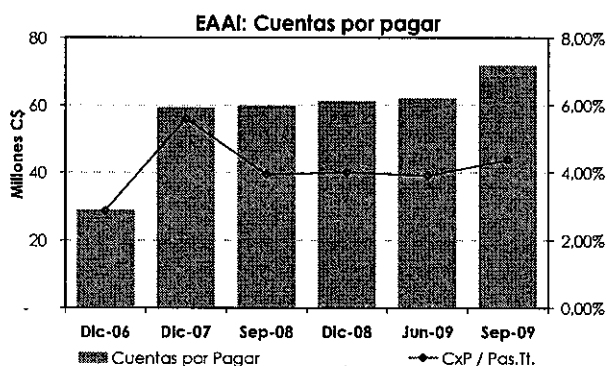
#### EAAI: Indicadores de cuentas por cobrar

Actividad	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
Rotación CxC	22,89	5,78	6,21	3,38	4,27	5,38
PMC	15,72	62,29	58,01	106,41	84,27	66,86
Estimaciones/CxC	N.D.	N.D.	13,65%	8,68%	9,97%	12,19%

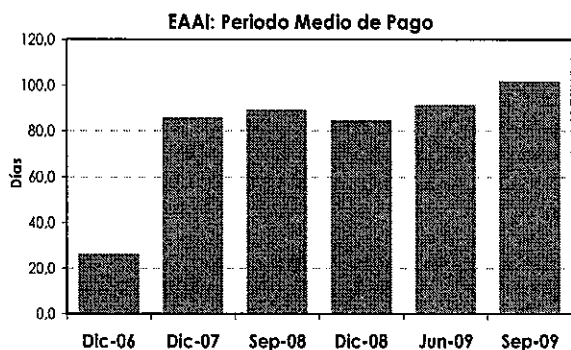
### 6.3. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar de la Empresa registran C\$71,80 millones al cierre de setiembre 2009, tras presentar decrecimientos de 15,85% y 20,23% en el tercer trimestre del 2009 y entre setiembre 2008 y setiembre 2009, respectivamente.

Consecuentemente, durante el último año bajo análisis las cuentas por pagar de la entidad han pasado de representar 3,93% a 4,37% de los pasivos totales de la entidad.



Junto con el comportamiento de las cuentas por pagar, el periodo medio de pago (PMP) de EAAI se ha incrementado en cerca de 12 días en el último año bajo análisis. La situación anterior se explica por el mayor crecimiento en los trimestres terminados en setiembre para los años 2008 y 2009 de las cuentas por pagar (15,00%) con respecto al aumento interanual en las compras (5,50%), formadas por los costos de servicios aeroportuarios y costos por servicios auxiliares, lo que implica que en el último año la EAAI aumentó el plazo promedio para pagar sus compras a crédito a proveedores comerciales, lo que a su vez significa una mejora en su eficiencia.

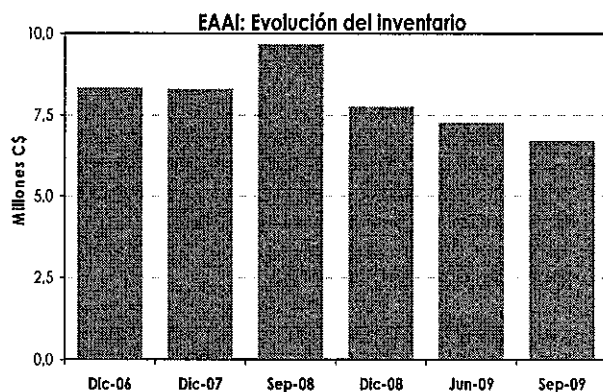


### 6.4. Inventarios

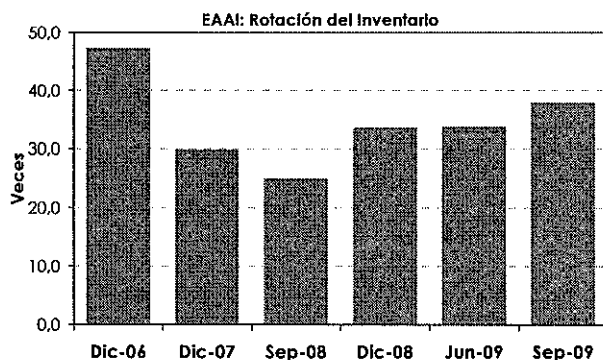
El saldo neto de inversiones en inventarios de EAAI registra C\$6,69 millones al cierre de setiembre de 2009, SCRiesgo

tras contraerse 7,7% de manera trimestral. Para el cierre de setiembre de 2009, el 48,65% de los inventarios se constituyen en materiales en el almacén central, el 21,68% en estimaciones por obsolescencia, el 29,05% en otros inventarios y menos del 1% en combustibles y lubricantes.

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



De manera consecuente con lo anterior, la rotación del inventario (RINV), presentó una mejora en el último trimestre al elevarse de 33,70 a 37,88 veces, gracias tanto al decrecimiento en el inventario neto como al crecimiento en el costo anualizado de los servicios prestados por EAAI en 5,51%.



Por su parte, el periodo medio de inventario de la entidad presentó una mejora entre junio y setiembre de 2009, cuando se redujo de 10,68 a 9,50 días, lo que se presenta en forma paralela con el crecimiento trimestral de su rotación.

#### EAAI: Indicadores de Inventarios

Actividad	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09
RINV	47,26	29,83	24,89	33,51	33,70	37,88
Periodo medio inventario	7,62	12,07	14,47	10,74	10,68	9,50

## 7. ANÁLISIS DE RESULTADOS

### 7.1. 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, para el tercer trimestre de 2009 la Empresa acumuló pérdidas por C\$19,00 millones (US\$925,10 mil), asimismo, para octubre del presente año sus pérdidas alcanzaron un total de C\$35,95 millones.

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, para setiembre del 2009 los ingresos totales de EAAI se incrementaron en 5,92%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en 11,03%. Además, y de acuerdo a la información suministrada, para octubre de 2009 los gastos totales crecieron un 26,72% con respecto a Setiembre de 2008 y al compararlo con Junio de 2008 el crecimiento fue de 76,26%. Por otro lado, los ingresos acumulados a octubre de 2009 crecieron un 16,36% al compararlo con setiembre de 2008 y un 70,70% con relación a junio de 2009.

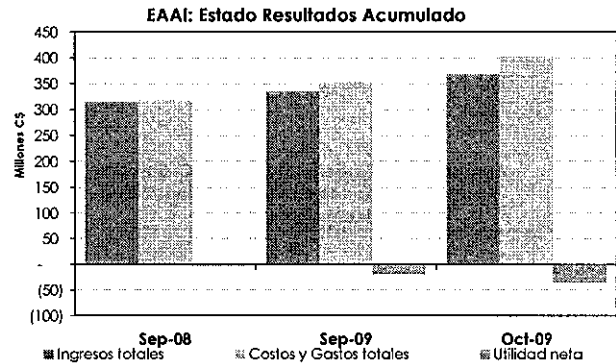
En busca de mejorar su posición financiera, a partir del 2009 la administración EAAI ha conseguido la exoneración total del pago del impuesto sobre la renta por un periodo de 10 años por parte del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Nicaragua.

Adicionalmente, con la reestructuración del pasivo que representaría la colocación total de la emisión de bonos BRADE (80,00% del pasivo) la entidad esperaba revertir el comportamiento de los resultados a partir del año 2013 de acuerdo con el prospecto de la emisión; sin embargo, estas consideraciones fueron realizadas bajo el supuesto de que el crecimiento de ingresos por derechos de aterrizaje crecería un 5%, cuando a setiembre del 2009 el incremento en este rubro fue de apenas el 1,43%. No obstante en una reunión el 1ero de diciembre con personeros de la entidad se presentaron proyecciones en las que se reflejaba que la entidad esperaba cerrar el periodo 2009 con resultados positivos, lo que no será posible mientras sólo tenga colocado 20,00% de esta emisión y maneje gastos financieros elevados, situación que se presenta a la fecha de este informe.

Adicionalmente, debe señalarse que el ahorro financiero proyectado de la colocación de esta

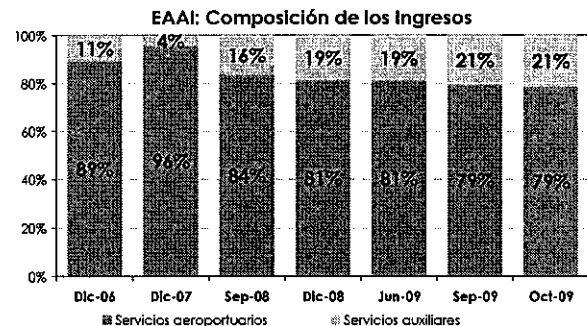
SCRiesgo

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 muy similar a la mantenida al cierre del trimestre actual (78,64%).

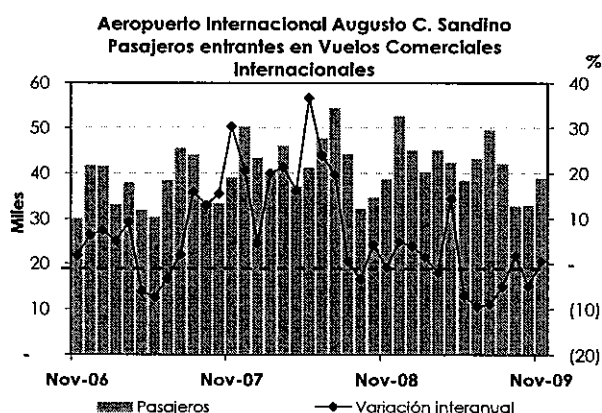
De manera consistente, los ingresos por servicios auxiliares, asociados a los rubros de asistencia en tierra, negocio propio (sala VIP), estacionamiento de vehículos y otros ingresos operativos, ganaron 15 puntos de participación en el 2008 hasta representar cerca de 21,00% del flujo total, participación que conservan al cierre de setiembre 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 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,

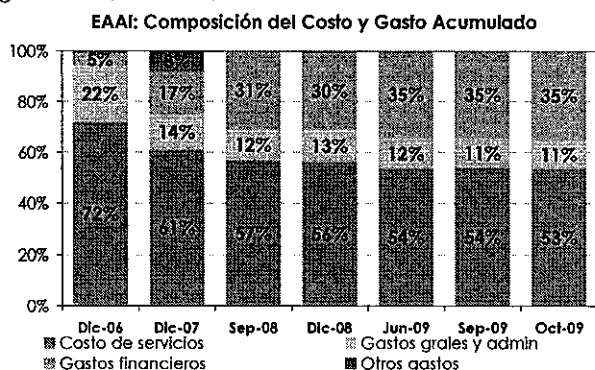
como arrendamientos, publicidad, duty free, entre otros, ante el riesgo inherente a la concentración de las operaciones y a la contracción sufrida por la industria aeroportuaria internacionalmente de manera especial desde agosto 2008.

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 36,00% 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 53,00% del total entre setiembre 2008 y setiembre 2009, mientras los gastos generales y de administración se colocaron alrededor de 12,00% durante igual periodo, en tanto que los gastos financieros pasaron de significar 31,00% a 35,00%.



Por su parte, en el tercer trimestre de 2009 la entidad conserva la tendencia a mejorar exhibida por la SCRiesgo

rotación de los gastos administrativos en los últimos 3 años, al incrementarse de 31,70 a 59,11 veces, gracias a que entre junio y setiembre 2009 los activos de la entidad crecieron en mayor medida (85,90%) que los gastos administrativos anualizados (49,54%).

Se debe mencionar que el crecimiento exhibido en los activos entre junio y setiembre disminuye entre setiembre y octubre de 2009 un 49,54%, por lo tanto una comparación entre junio y octubre de 2009 revela que el crecimiento en este último periodo fue de 4,58% mientras que el crecimiento en los gastos administrativos fue de 67,52% justificándose la reducción en la rotación de llegando a 29,68 veces.

Durante el tercer trimestre del 2009 la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos se incrementó levemente, cuando pasó de 2,42 a 2,55 veces, comportamiento que obedece especialmente al mayor crecimiento de la utilidad operacional bruta anualizada con respecto a los gastos administrativos entre junio y setiembre de 2009, mientras que de setiembre a octubre el crecimiento fue de 3,08% reflejándose así el efecto transitorio del mes de julio, mes que se considera un pico en la llegada en los ingresos debido a la llegada de turistas del exterior.

**EAAI: Indicadores de gasto administrativo**

Actividad	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09	Oct-09
Rotación Gtos. Adm.	10,37	21,87	32,81	28,05	31,70	59,11	29,68
Util. Operac. / Gtos Adm.	0,71	0,39	2,47	1,68	2,42	2,55	2,34

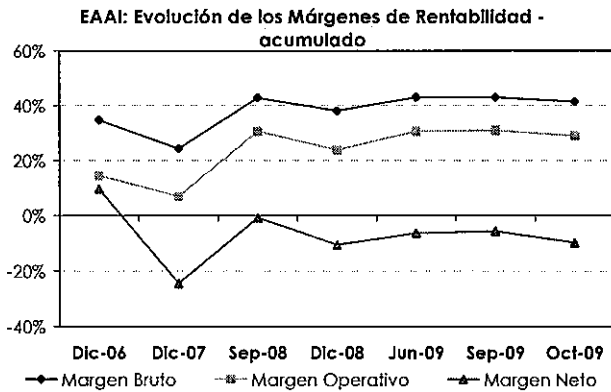
Los márgenes de rentabilidad de EAAI sobre los ingresos de operación reversaron durante el último periodo analizado la recuperación exhibida desde 2007. En particular, el margen bruto se redujo entre junio y setiembre y luego a octubre de 2009 al pasar de 43,10% a 43,02% y luego a 41,35%.

Este comportamiento se presenta de la mano con un crecimiento de la utilidad bruta anualizada de 55,08% entre junio y setiembre de 2009, el cual fue menor al crecimiento mostrado por los ingresos de operación.

Paralelamente, el Margen Operativo se redujo desde 30,52% a 30,91% y luego a 29,00% entre junio, setiembre y octubre de 2009, 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 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.



## 7.2. Costos de Transformación

En cuanto a los costos de transformación de la Empresa, se destaca que los costos de servicios (aeroporuarios 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 octubre 2009 los costos por servicios representan 58,65% de los ingresos de operación, por arriba del 57,00% registrado un trimestre atrás y al cierre de setiembre 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 12,00% entre setiembre 2008 y setiembre 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, así como de la colocación de las emisiones a mayores tasas de interés.

### EAAI: Costos de transformación acumulados

Costos de Transformación	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08	Jun-09	Sep-09	Oct-09
Costo de Servicios	65%	76%	57%	62%	57%	57%	59%
Gastos Operación	20%	17%	12%	14%	13%	12%	12%
Gasto Financiero	4%	21%	31%	34%	37%	37%	39%

## 7.3. Rentabilidad

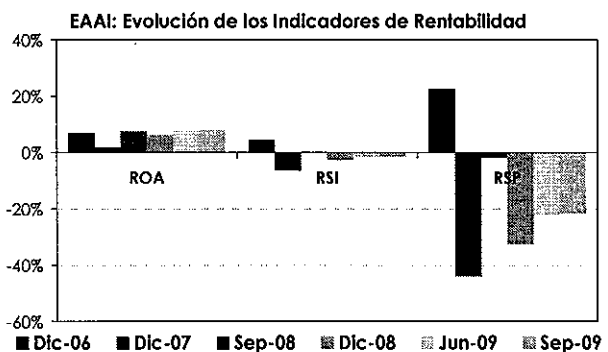
Los indicadores de rentabilidad de la EAAI, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la entidad, han exhibido una evolución consecuente con el comportamiento de los resultados en los últimos tres años.

SCRiesgo

Particularmente, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 7,12% al cierre de octubre 2009, levemente por debajo de los niveles alcanzados en setiembre del 2008(7,54%), junio del 2009(7,65%) y setiembre del 2009(7,82%), comportamiento que se presenta en forma paralela con el mayor descenso de la utilidad operativa con respecto a la reducción del patrimonio.

Por su parte, el Rendimiento sobre la inversión (RSI) se deterioró interanualmente al pasar de -0,20% a -1,44% entre setiembre 2008 y setiembre 2009, deterioro que se ve acentuado en octubre de 2009 cuando llegó a 2,41%. Los resultados anteriores se explican por el descenso de en la utilidad netas la cual pasa de C\$-2,59 millones en setiembre de 2008 a C\$-19,00 millones en setiembre de 2009 y luego a C\$-35,95 millones en octubre de 2009.

De manera consecuente, la Rentabilidad sobre el patrimonio (RSP) se colocó en -1,93% en setiembre de 2008 a -21,55% para el mismo periodo del año 2009, duplicándose en octubre de 2009 hasta alcanzar el 42,86%.



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.



