



11 de octubre, 2010
Ref.: SCRN-40392010


Doctor
Victor Urcuyo
Superintendente
Superintendencia de Bancos y Otras
Instituciones Financieras
Managua, Nicaragua

Estimado Dr. Urcuyo:

En cumplimiento de las disposiciones de la Superintendencia de Bancos y Otras Instituciones Financieras en su Reglamento Normas Sobre Sociedad Calificadoras de Riesgo sobre la divulgación de las calificaciones, adjunto sírvase encontrar las calificaciones ratificadas por nuestro Consejo de Calificación en la Sesión Extraordinaria N°4102010 del día 01 de octubre del 2010, con respecto a los emisores Banco de la Producción, S.A. (Banpro) y la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)

Asimismo le informo que en nuestro sitio web www.scriesgo.com las mismas se encuentran a disposición del público junto con sus respectivos informes.

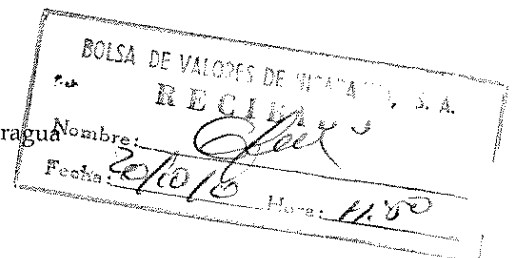
Atentamente,



Ing. Gary Barquero Arce, M.A.E
Gerente General

Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A.

Cc: Lic. Alfredo Gallegos, Intendente de Valores
Lic. Gerardo Argüello, Gerente General Bolsa de Valores de Nicaragua
Lic. Emiliano Maranhao, Gerente General, INVERCASA
Archivo



Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

Informe de Calificación

Sesión Extraordinaria: 4092010

Información financiera no auditada: al 30 de Junio del 2010

Rodrigo Calvo

Analista Senior

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 31 de Marzo del 2010.

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		Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales	
	Calificación Anterior	Calificación Actual	Calificación Anterior	Calificación Actual
	Cordobas	Moneda Extranjera	Cordobas	Moneda Extranjera
Largo plazo	scrBBB-(nic)	scrBBB-(nic)	scrBBB-(nic)	scrBBB-(nic)
Corto Plazo	SCR4(nic)	SCR4(nic)	SCR4(nic)	SCR4(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	BIANII	US\$ 4.00	scrA (nic)	scrA (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	scrA (nic)	scrA (nic)
EAAI	Serie B	US\$ 15.00	scrA (nic)	scrA (nic)
EAAI	Serie C	US\$ 20.00	scrA (nic)	scrA (nic)
EAAI	Serie D	US\$ 20.00	scrA (nic)	scrA (nic)

Esta calificación de riesgo está sujeta a la adjudicación, firma

"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."

del contrato y a la vigencia del manual de operaciones de la cuenta de reserva.

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

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.

Parte importante a destacar es la función social que busca cumplir el EAAI al impulsar el crecimiento económico del país mediante la modernización del aeropuerto de Puerto Cabezas, 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. Cabe destacar que de acuerdo con los administradores del aeropuerto la Terminal estará terminada en dos años. Con la inversión realizada se espera lograr una mayor promoción de 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 y madera.

Para el segundo trimestre de 2010, los activos y pasivos de la empresa presentaron en promedio un crecimiento de 19% junto con una reducción del patrimonio de 1,43 veces, ante pérdidas obtenidas en el año. Al cierre de junio 2010 los activos de la Empresa alcanzan C\$1.942,51 millones, mientras que sus pasivos registraron C\$1.995,40 millones y su patrimonio C\$ - 52,89 millones.

Los activos de EAAI han estado representados principalmente por la propiedad, planta y equipo neto, que 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 53,00% por deuda a largo plazo.

En cuanto al empleo de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, se observa que para el segundo trimestre de 2010 los indicadores de endeudamiento mantienen su tendencia creciente.

La razón de deuda (RD) mantuvo un leve crecimiento entre junio 2009 y 2010 llegando a 102,72%, mientras que el endeudamiento ajustado se redujo de 177,58 a 152,68 anualmente.

En cuanto a la capacidad de la Empresa para hacer frente a su carga financiera, el indicador de cobertura de intereses se mostró decreciente entre junio de 2009 y 2010. Además, 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 este último trimestre.

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. Para el cierre de marzo de 2010 se mantenían colocados \$42 millones de esta emisión superando el 70% de ella, pero colocándose a tasas superiores a las pautadas en el prospecto.

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 creó un fondo de Garantía de Pago que será administrado por INVERCASA durante el primer año de vida de la emisión, la cual fue extendida por 6 meses, quedando pendiente la adjudicación, vía licitación pública, correspondiente a la contratación del servicio de administración del Fondo por los siguientes tres años.

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.

Con el objeto de alimentar el Fondo de Reserva, a junio 2010 la Empresa había depositado \$1.3 millones en el Banco de la Producción, S.A. (scr A nic), mientras que para el final del 2010 se debe tener un fondo de US\$1,6 millones.

SCRiesgo

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 con el objeto mejorar la colocación. Dichos aumentos, han significado un aumento de hasta un 10% para la serie B y la serie C, mientras que el rendimiento de la serie D se incrementó hasta llegar a 10,25%.

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, 2008 y 2009 los costos y egresos de la entidad superaron sus ingresos en C\$80,12 millones, C\$44,48 millones y C\$49,88 millones, en igual orden. Tendencia que se mantuvo hasta junio 2010 cuando las pérdidas superaron los C\$114 millones.

A pesar de los esfuerzos realizados para reducir los gastos, las cifras continúan negativas. Al cierre de junio de 2010 los ingresos totales de EAAI aumentaron 1,56%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en 45,81%.

Debe destacarse que la reciente colocación elevó el gasto financiero (67,29%) generando pérdidas y patrimonio negativo; sin embargo, de acuerdo con la administración este elevado gasto financiero es temporal y se justifica en el descuento que tuvieron que ofrecer y a la cancelación de deuda de largo y corto plazo que incorporó sus correspondientes intereses.

2.1. Fortalezas

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

2.2. Retos

- Recomponer la estructura financiera de la Empresa y asegurar su sostenibilidad en el largo plazo.
- 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

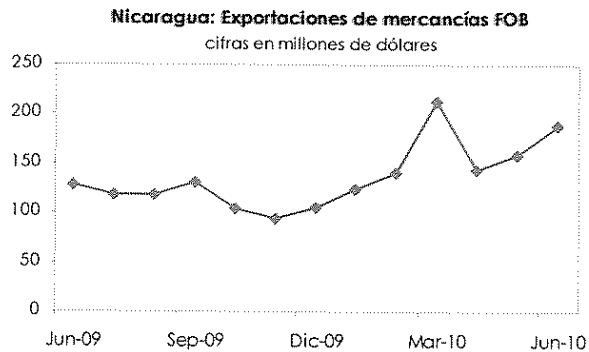
3.1. Entorno económico

En términos generales, la región centroamericana, registró un crecimiento económico lento, luego de un periodo de recuperación tras la crisis mundial de 2009. En los últimos meses, la economía nicaragüense reporta un mayor dinamismo presentando tasas de crecimiento positivas, a diferencia de lo registrado el año anterior.

Los efectos de la crisis comenzaron a materializarse en la economía doméstica a partir del segundo semestre del 2008, a través de una desaceleración de las exportaciones, en especial de zonas francas, e importaciones de bienes intermedios y de capital que afectarían la producción futura.

A pesar de lo anterior, las exportaciones de mercancías FOB han aumentado desde finales del 2009.

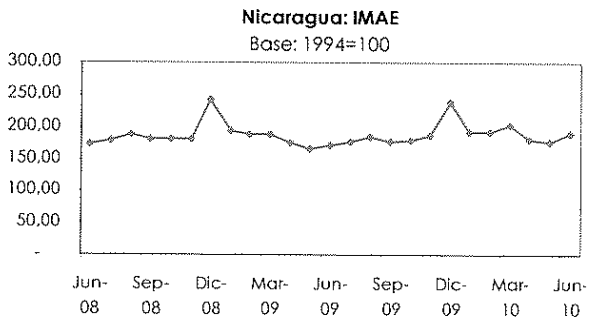
Entre los factores que condujeron a esos resultados el Centro de Trámite de las Exportaciones (Cetrex) señala el aumento de las ventas de productos nicaragüenses a Estados Unidos, que en el primer cuatrimestre del 2010 superaron a las del resto de los países del istmo en su conjunto.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Tal como en el resto de Centroamérica, la actividad económica en Nicaragua aumenta, de la mano con el comportamiento de la mayoría de las economías centroamericanas.

La economía nicaragüense también refleja en este año una leve mejoría, por la recuperación de sectores clave como el agropecuario, pecuario y el comercio, teniendo durante el primer semestre del 2010, un crecimiento acumulado del 3%, basado en el comportamiento del Índice Mensual de Actividad Económica (IMAE).



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

El IMAE cerró el primer semestre de 2010 con un crecimiento promedio anual de 1,8% (-1,7% en junio de 2009). En ese lapso, este indicador registró un incremento de 4,7% con respecto al mismo período del 2009, fecha en el que registró indicadores negativos. El dinamismo de la actividad fue marcado por crecimientos acelerados en las actividades industrial, pecuaria, comercio, pesca, energía y minería, los que en conjunto sumaron un aporte de 3,6 puntos porcentuales. En contraste, se observó disminuciones en los indicadores de materiales de construcción,

SCRiesgo

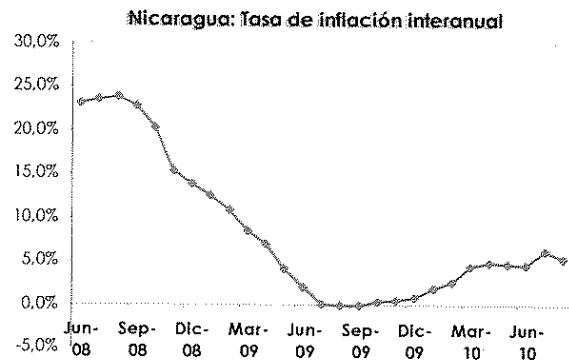
financiero, agrícola y transporte y comunicaciones, a pesar de que la mayoría de ellos mostró recuperación respecto a los meses previos.

El comportamiento de la actividad económica de Nicaragua también se ve reflejado en el indicador de inflación.

El indicador en el 2009 se vio afectado principalmente por la caída de los precios internacionales de los combustibles, los cuales repercutieron en la disminución de los costos del transporte y comunicación y de esta manera, generaron una menor presión sobre los precios en el mercado nacional.

Por su parte, el comportamiento del indicador en el primer trimestre del 2010 responde a la disminución que presentaron los precios de algunos bienes y servicios en las divisiones de alimentos, bebidas no alcohólicas, y transporte. Estas disminuciones fueron más que contrarrestadas por alzas en el agua, electricidad, combustibles, y recreación, entre otros.

En el segundo trimestre del 2010, la presión que ejerció el alza de los precios de los alimentos, bebidas, transporte y bienes de servicios, fue la causa principal del impulso que registra el indicador. Sin embargo, sobre este particular el economista Alejandro Aráuz señaló "… que, aunque en los primeros siete meses del año ha habido un rápido incremento de la inflación, vienen los meses estacionales, principalmente octubre, en que la inflación es casi nula".

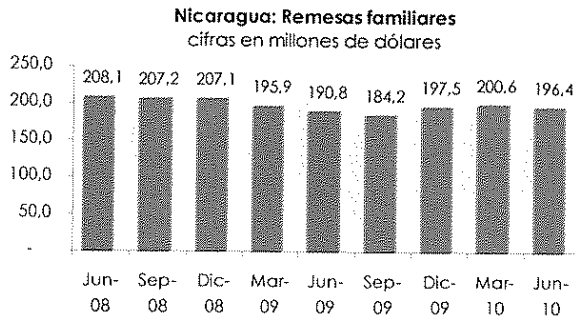


Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Por su parte, las remesas, fuente importante de recursos de la economía nicaragüense, han presentado desaceleramientos desde finales del año 2007 y hasta mediados del año 2009. Sin embargo, tal como se comentó en trimestres anteriores, el monto del flujo de remesas se dinamizó y precisamente en diciembre del 2009 reverte la tendencia que venía presentando a lo largo de ese año, situación que se presenta hasta

¹ Extracto de la entrevista dado por el Sr. Arauz al diario La Prensa, publicado el 17 de agosto del 2010.

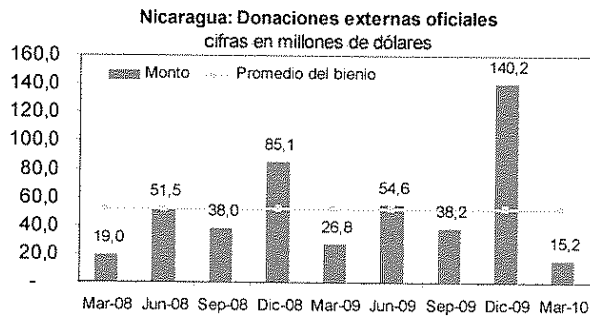
nuestros días, producto del mejor desempeño económico de Estados Unidos y Costa Rica, como principal receptor de empleo nicaragüense.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

Cabe destacar que, de la mano con lo 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 con respecto a marzo 2009, tal como se muestra en el siguiente gráfico, el cual presenta el flujo de las donaciones trimestrales en los dos últimos años, así como el promedio simple del monto de estos flujos en el mismo lapso.

El flujo de remesas aumentó significativamente en el último trimestre del 2009 producto de una cooperación puntual proveniente de un país.



Fuente: Banco Central de Nicaragua.

4. ESTRUCTURA FINANCIERA

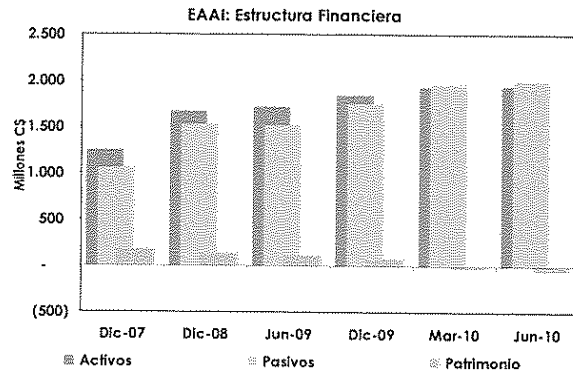
Para el segundo trimestre de 2010 los activos y pasivos de la empresa presentaron crecimientos tanto trimestral como anualmente.

Trimestralmente, los activos de la EAAI se incrementaron en 0,35% en el segundo trimestre del 2010, mientras los pasivos lo hicieron en 1,59%, junto con una contracción del patrimonio de 87%.

De forma anual, los activos presentaron un crecimiento de 13,28%, los pasivos de 31,47% y el patrimonio de -143%.

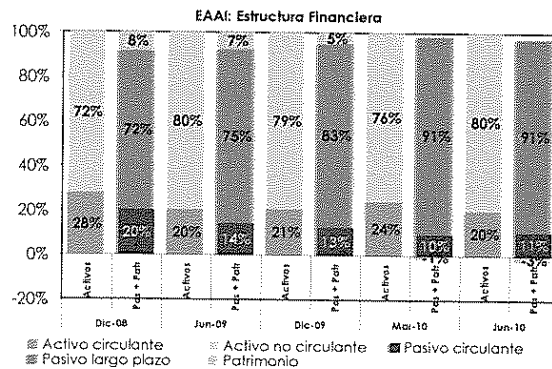
SCRiesgo

Al cierre de marzo de 2010 los activos de la Empresa alcanzan C\$1.942,51 millones, mientras que sus pasivos registraron C\$1.995,40 millones y su patrimonio C\$-52,89 millones.



A Junio de 2010 el activo circulante de EAAI es financiado en 55,00% con pasivo circulante mientras que el 45% restante se financia por pasivos de largo plazo.

De esta manera, desde diciembre del 2008 el pasivo de mayor exigibilidad de la Empresa financia sólo una parte de sus activos de mayor liquidez, una posición de mayor solidez financiera que la exhibida por EAAI en periodos anteriores al 2007 y 2006.



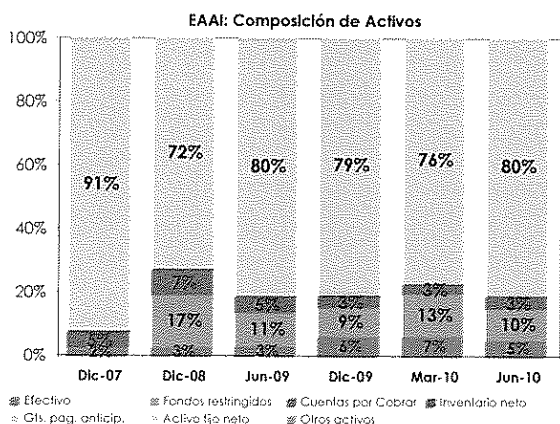
Los activos de EAAI han estado representados principalmente por la propiedad, planta y equipo neto, que durante 2007 representaron alrededor de 91,00% de los activos totales, participación que exhibió una tendencia decreciente durante el 2008, de la mano con el fuerte crecimiento de los activos líquidos durante este periodo, llegando a representar 72,00% para diciembre 2008; tendencia que se reversó en el segundo trimestre de 2009 y se mantuvo hasta el cuarto trimestre del 2009 con participaciones del 80%, situación que no ha variado con respecto a junio de 2010.

El activo fijo neto de la Empresa (propiedad, planta y equipo) se elevó en términos absolutos 5,71% en el segundo trimestre del 2010 y 13,45% de forma interanual

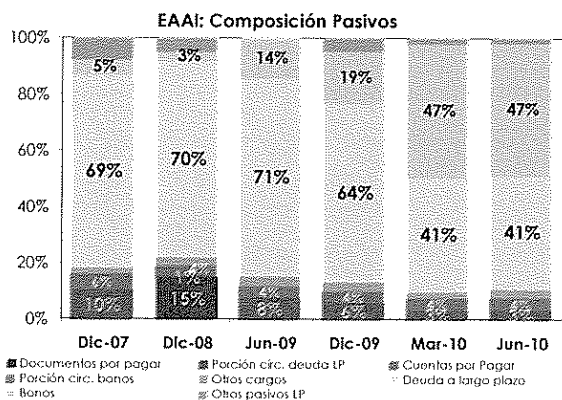
llegando a representar C\$1.546,94 millones. Asimismo

Adicionalmente, durante el segundo trimestre del 2010 las tenencias de efectivo de EAAI experimentaron un crecimiento anual del 85% llegando a representar el 5,41% del total de los activos.

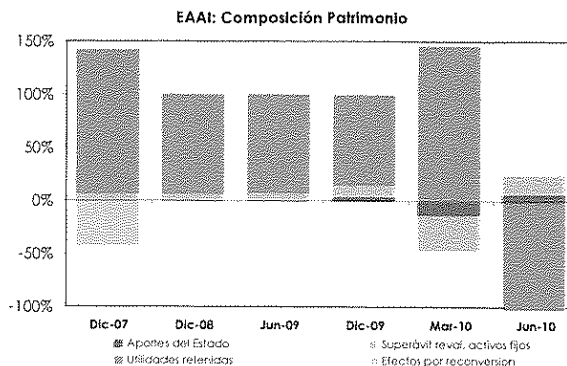
Al cierre del trimestre bajo análisis, la entidad ha mantenido alrededor de 5,07% de sus activos en forma de cuentas por cobrar, inventario neto y gastos pagados por anticipado, entre otros activos menores.



Durante el 2009 los pasivos de la EAAI se han compuesto en alrededor de 65,00% por deuda a largo plazo; sin embargo, con la reciente colocación de \$22 millones los bonos gana importancia llegando a representar el 47% de los pasivos a marzo de 2010.



Para marzo de 2010 la entidad registra una pérdida neta de C\$41,34 millones generando un patrimonio negativo de C\$-28,27 millones mientras que los aportes del estado y los ajustes en el valor de las inversiones se mostraron constantes.



5. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

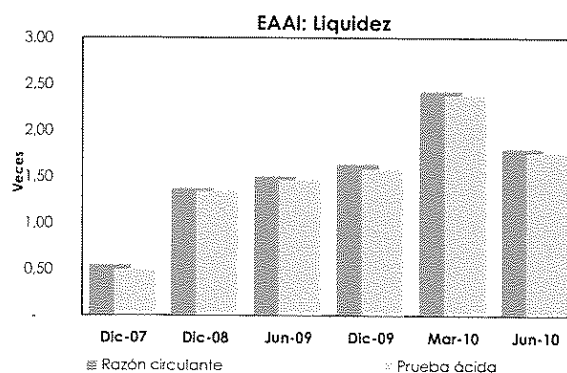
5.1. Liquidez

En cuanto a la administración de la liquidez, en el segundo trimestre de 2010 la Empresa exhibió un incremento importante en sus indicadores producto del descenso en el activo circulante y el aumento en el pasivo circulante.

La razón circulante muestra un leve incremento interanual al pasar de 1,51 a 1,81 veces pero disminuye de forma trimestral al disminuir desde 2,43 veces.

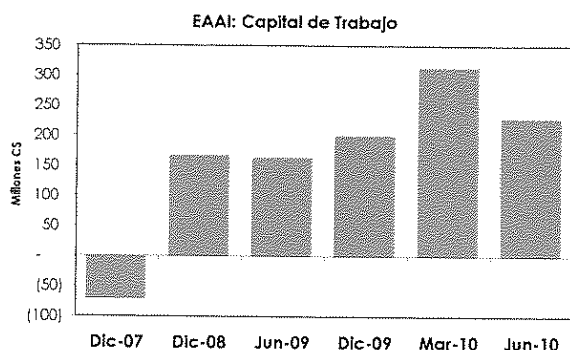
El indicador de prueba ácida de la Empresa, obtenido al eliminar el efecto de los inventarios sobre los activos circulantes, presenta un resultado similar a la razón de liquidez, debido al poco peso relativo de los inventarios dentro del activo circulante de la entidad, que representan el 0,45% de éste a junio de 2010.

De esta manera, en el segundo trimestre de 2010 la prueba ácida mostró un decrecimiento trimestral del 26% mientras que anualmente creció un 20%, 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, creció en 40% entre junio de 2009 y 2010, mientras que trimestralmente la variación fue de 27% alcanzando los C\$ 229,448 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 58,15% en junio 2010, 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 más de 29 veces al cierre de junio. Debe notarse el incremento anual producto de la recomposición del pasivo ya mencionado.

EAAI: Indicadores de liquidez

Liquidez	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
Razón circulante	0,55	1,37	1,51	1,64	2,43	1,81
Prueba ácida	0,50	1,35	1,47	1,59	2,39	1,77
Proporción Cap. Trab.	-67,42%	36,24%	46,79%	52,33%	66,47%	58,15%
Cobertura Cap. Trab.	-8,56	21,62	22,58	19,24	42,98	29,19

5.2. Endeudamiento

En cuanto al empleo de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, la razón de deuda (RD) ganó 10 puntos porcentuales de forma interanual, lo que revela un incremento en la proporción del activo financiado por pasivos justificado en el mayor crecimiento de pasivos totales.

En cuanto a la capacidad de la Empresa para hacer frente a su carga financiera, el indicador de cobertura de intereses se deterioró al pasar de 0,83 veces en junio de 2009 hasta 0,28 veces en junio de 2010, implicando que para el segundo trimestre de 2010 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 SCRiesgo

operativa).

La evolución de la tasa de interés promedio sobre los pasivos (TIP) de EAAI se mostró decreciente en el último año hasta marzo de 2010 situación que se justifica en la colocación de bonos que se dio durante marzo del 2010 para luego crecer levemente durante este trimestre producto de un menor crecimiento en el gasto financiero.

En este mismo sentido, si se considera el gasto financiero sólo sobre los pasivos con costo, su crecimiento anual se explica por el incremento del pasivo del gasto financiero, 67%, mayor al pasivo con costo, 29%. De acuerdo con la administración, este gasto financiero creció de esta forma debido al redescuento aplicado (\$3 millones) para lograr la colocación de los bonos; además, la cancelación de deuda a corto y largo plazo implicó la cancelación de intereses, lo cual junto con el aumento del gasto financiero propio de la nueva colocación generaron estos resultados en el gasto financiero.

EAAI: Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
Cobertura de intereses	0,32	0,71	0,83	0,72	0,23	0,28
TIP	6,54%	9,22%	9,95%	6,31%	20,67%	13,28%
CñoFinan/Pasc/costo	7,66%	10,39%	11,24%	6,90%	22,46%	14,52%

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 generados por la tarifa por Derecho de Terminal, dicho depósito se realiza mensualmente a hasta asumir con el monto comprometido al final del año. 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)

Close 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.

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 marzo de 2010 se habían colocado un total de \$42 millones, la totalidad de la serie A, B y C y \$2 millones de la serie D, mientras que para junio del mismo año la entidad no había realizado colocaciones; cabe destacar que para colocar la mayor parte de los bonos ha sido necesario ofrecer descuentos dada la dificultad de encontrar entidades interesadas en estos instrumentos.

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)
Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BONOS BRADE)

Close 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

SCRiesgo

Córdoba 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 aprovisionar los pagos del principal y los intereses, de acuerdo con el Prospecto de la emisión, EAAI creó un Fondo de Reserva que será administrado por INVERCASA durante el primer año de vida de la emisión y sobre el cual se ha dado una prórroga de 6 meses, quedando pendiente la licitación pública correspondiente a la contratación del servicio de administración del Fondo para 3 años renovables. De acuerdo con la administración, del 14 al 19 de octubre se realizaría la evaluación de las ofertas, el 28 de octubre la adjudicación y el 11 de noviembre la firma del contrato con la entidad ganadora de la licitación.

De acuerdo con el Prospecto, el Fondo de Reserva se alimenta 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.

En concordancia con el Prospecto del EAAI actualizado a marzo de 2010, tanto para el caso de colocar \$42 o \$60 millones, el saldo total de la cuenta de reserva de Pago de Principal que debe tener a diciembre del 2010 es de \$1,6 millones mientras que al cierre de junio del 2010 el monto en dicha reserva es de \$1,3 millones.

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, de acuerdo con el prospecto, la entidad invirtió recursos, cerca de \$14,69 millones durante el 2009 mientras que al cierre de junio del 2010 la inversión alcanzó los \$8,3 millones, de la emisión en la ampliación del Aeropuerto de Puerto Cabezas 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 y madera.

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 éstos en las operaciones de la entidad.

6.1. Actividad

El indicador de rotación del activo circulante (RAC) de EAAI mostró un decrecimiento anual a junio 2010 (1,11 veces) revelando una desmejora trimestral en el número de veces que el activo circulante se transforma en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares).

El descenso del RAC de la Empresa en el segundo trimestre de 2010 se origina en el mayor incremento de los activos circulantes (12,68%) con respecto a los ingresos de operación (1,56%).

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 0,28 y 0,35 veces, lo que representa estabilidad en el manejo del activo fijo por parte de EAAI.

En este sentido, es importante señalar que, en concordancia con la naturaleza de EAAI, a junio de 2010 sus activos fijos representaron cerca del 80% de sus activos totales y el 99,94% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF coincide con el RLP.

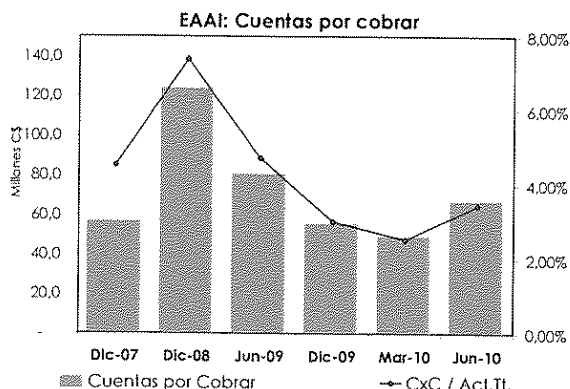
La rotación del activo total (RAT) de la entidad, como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, se colocó en 0,22 veces a junio de 2010, revelando estabilidad en la eficiencia y uso de las inversiones totales de la Empresa.

EAAI: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
RAC	3,10	0,91	1,23	1,05	0,94	1,11
RLP	0,29	0,35	0,32	0,28	0,30	0,28
RAF	0,29	0,35	0,32	0,28	0,30	0,28
RAT	0,26	0,25	0,25	0,22	0,23	0,22

6.2. Cuentas por cobrar

Durante el segundo trimestre del 2010 el saldo de cuentas por cobrar se redujo anualmente en 16,72% hasta registrar C\$67,08 millones y representar 3,45% de los activos totales.



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 generar ingresos de operación, aumentó de forma interanual pasando de 5,34 a 6,51 veces, dicho comportamiento se origina principalmente en el descenso de las cuentas por cobrar.

En concordancia con lo anterior, el período medio de cobro (PMC) de EAAI, se redujo anualmente de 67,47 a 55,32 días, lo que representa un 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.

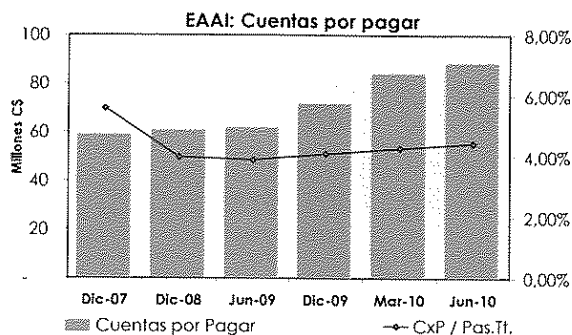
EAAI: Indicadores de cuentas por cobrar

Actividad	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
Rotación CxC	5,78	3,38	5,34	7,21	8,97	6,51
PMC	62,29	106,41	67,47	49,91	40,12	55,32

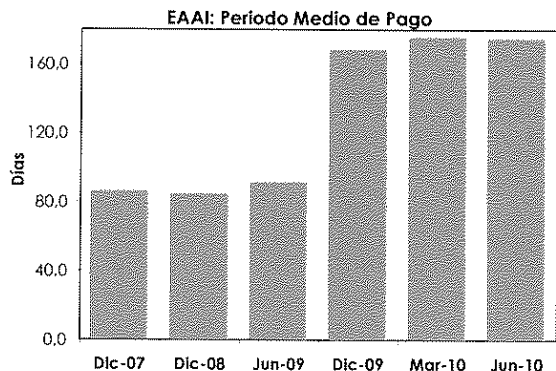
6.3. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar de la Empresa registran C\$ 88,62 millones al cierre de junio de 2010, tras presentar un crecimiento del 43% anual y 5% trimestral.

A pesar de lo anterior, durante el último año bajo análisis las cuentas por pagar de la entidad han pasado de representar 3,89% a 4,40% de los pasivos totales de la entidad.

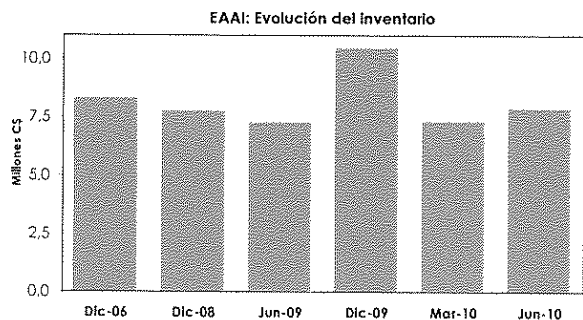


Además del crecimiento de las cuentas por pagar, la reducción anual del 25% en el costo de ventas, y permitió elevar de forma significativa el periodo medio de pago al pasar de 91,23 a 174,91 días. Se debe señalar que la combinación del descenso del PMC y el crecimiento del PMP significa una mayor holgura para la entidad de cumplir con sus obligaciones.



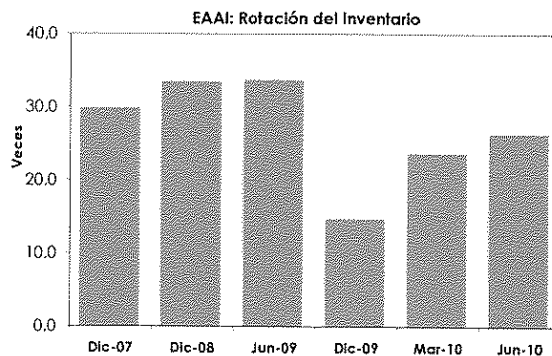
6.4. Inventarios

El saldo neto de inversiones en inventarios de EAAI registra C\$6,91 millones al cierre de junio de 2010, tras contraerse 5% anualmente. Se debe destacar que el inventario bruto llega a C\$9,64 millones compuesto en un 60% por repuestos, materiales y suministros; un 32% por repuestos de radar y centro de control, mientras que el restante 8% los forman combustibles y lubricantes; además, la estimación por obsolescencia alcanzó los C\$2,73 millones.



SCRiesgo

De manera consecuente con lo anterior, la rotación del inventario (RINV), presentó una desmejora en el último año al disminuir de 33,70 a 26,39 veces, justificado en la reducción del costo anualizado de los servicios prestados por EAAI en 25,41% el cual ya se había mencionado anteriormente.



Por su parte, el periodo medio de inventario de la entidad presentó un crecimiento anual cercano a los 4 días implicando una mayor dificultad en la transformación de inventarios en ventas.

EAAI: Indicadores de inventarios

Actividad	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
RINV	29,83	33,51	33,70	14,74	23,67	26,39
Periodo Medio Inventario	12,07	10,74	10,68	24,42	15,21	13,64

7. ANÁLISIS DE RESULTADOS

7.1. Estado de Resultados

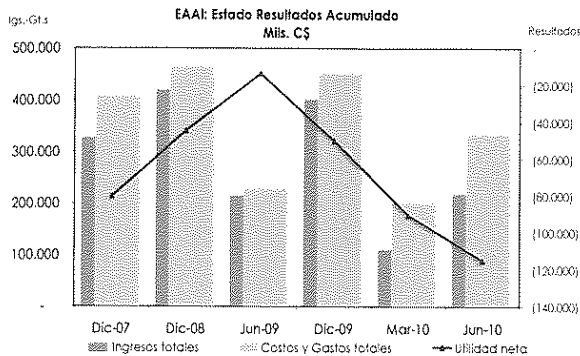
Luego de que en el 2005 y 2006 la EAAI acumulara utilidades por C\$5,68 millones y C\$28,77 millones, respectivamente, en el 2007, 2008 y 2009 los costos y egresos de la entidad superaron sus ingresos en C\$80,12 millones, C\$44,48 millones y C\$49,88 millones, en igual orden.

Conservando la tendencia de los tres últimos periodos, para el cierre de junio de 2010 la Empresa acumuló pérdidas por C\$ 114,98 millones (US\$ 5,39 millones) implicando un crecimiento anual de 7,43 veces, y del 27% con respecto al trimestre 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 2009, para junio de 2010 los ingresos totales de EAAI aumentaron en 1,56%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en 46%. Por otro lado, los ingresos totales alcanzaron un crecimiento trimestral del 98%

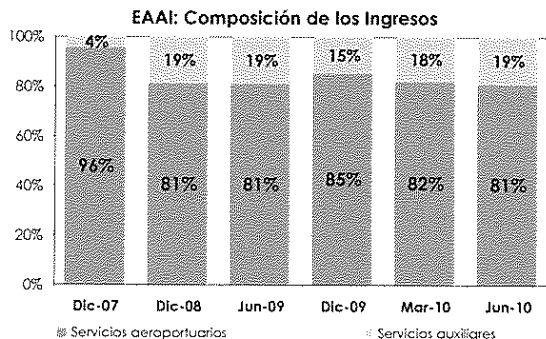
mientras que los gastos crecieron en 66%.

Adicionalmente, debe señalarse que el ahorro financiero proyectado de la colocación de esta emisión se ha visto afectado ante las condiciones del mercado. Con el objetivo de lograr la colocación de las emisiones ha sido necesario mejorar las condiciones de dichas emisiones a través del incremento de las tasas de interés ofrecidas, lo cual ha elevado el costo financiero del mismo.



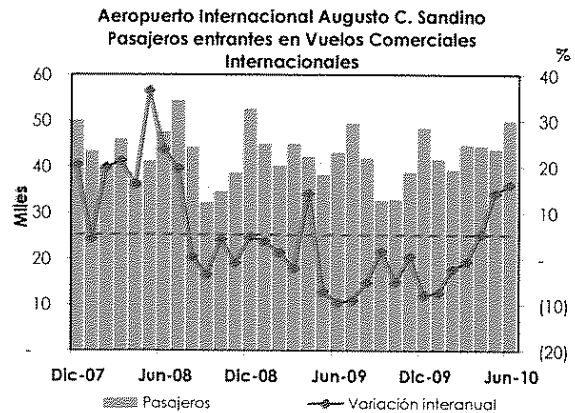
En cuanto a la estructura de los ingresos de EAAI, se destaca que éstos siguieron una leve reestructuración en el 2008, cuando los ingresos por servicios aeroportuarios, correspondientes a los flujos generados por el cobro de derecho de aterrizaje, derecho de terminales y arrendamientos y servicios, pasaron de representar 96,00% a 81,00% del total, posición muy similar a la mantenida al cierre del trimestre actual (82,00%).

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 19,00% del flujo total, participación que conservan al cierre de junio 2010.

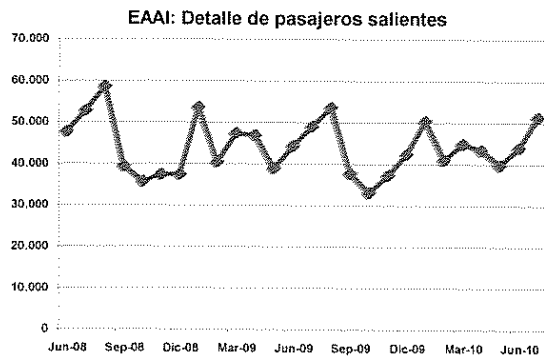


Con respecto al número de pasajeros entrantes mensualmente en vuelos comerciales internacionales al Aeropuerto Internacional Augusto César Sandino, que SCRiesgo

había presentado en la primera mitad del 2008 crecimientos interanuales cercanos a 20,00%, a partir de agosto 2008 han exhibido variaciones interanuales de entre 36,00% y -20,00%.



Por otro lado la evolución del flujo de vuelos comerciales salientes revela estabilidad en los últimos dos años exhibiendo un leve descenso interanual del 0,98% alcanzando los 44.078 pasajeros.

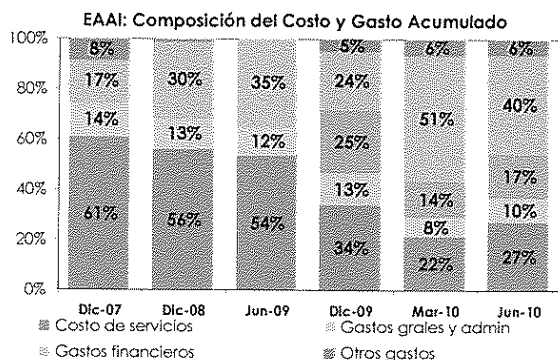


Además, en el diario oficial La Gaceta No. 134 del día 15 de Julio del 2010 se publica la aprobación sobre las nuevas tarifas las cuales se muestran a continuación.

Concepto	Tarifa Propuesta
Pueste de Abordaje	\$50 dólares por operación
Servicio del Catering	Se cobra \$6 por el acceso de vehículo a rampa. Se propone 12% sobre lo facturado a las aerolíneas
Tarifa de Seguridad Aeroportuaria	\$1 por pasajero saliente
Tarifa por Seguridad en Infraestructura	\$1 por el kg. constante de peso máximo despegue (PMD)
Servicio de Seguridad Especialista Bilingüe	\$3.5 Hora Hombre a fracción
Servicio de Seguridad Especialista Bilingüe	\$6 Hora Hombre a fracción
Servicio Especial de Aplicación de la Técnica Canina	\$90 Hora Hombre a fracción

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 conservó en el último año la tendencia decreciente,

pasando de representar 54% a 27% del total entre junio 2009 y junio 2010, mientras los gastos financieros aumentaron 5pp posicionándose como la cuenta de mayor relevancia.



Por su parte, la rotación de gastos administrativos se mantiene estable, justificado en la similitud de los ritmos de crecimiento del gasto administrativo y los activos.

Al cierre del segundo trimestre del 2010 la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos disminuyó al pasar de 2,42 a 1,14 veces, comportamiento que obedece especialmente al decrecimiento de la utilidad operacional bruta (42,24%) anualizada y al crecimiento en los gastos administrativos (20,46%) entre junio de 2009 y 2010.

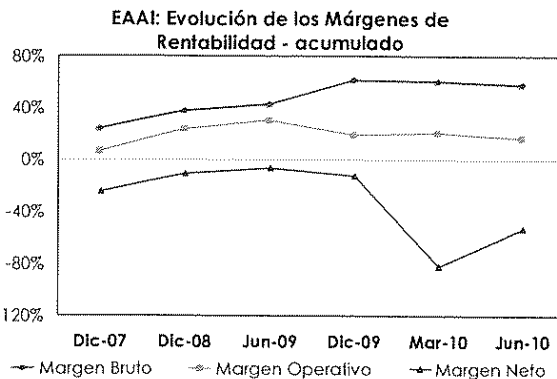
EAAI: Indicadores de gasto administrativo

Actividad	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
Rotación Gtos. Adm.	21,87	28,05	31,70	31,92	31,41	29,81
Util. Operac. / Gtos Adm.	0,39	1,68	2,42	1,35	1,50	1,14

La evolución del margen de rentabilidad bruta revela una leve mejora en la utilidad bruta con respecto a los ingresos de operación de forma anual al pasar de 43% a 58%.

Por otro lado, el Margen Operativo se redujo de 30% a 17%, gracias a que la utilidad de operación anualizada exhibió un decrecimiento del 43% anualmente.

En términos agregados, el Margen Neto de EAAI se ha colocado por debajo de 0,00% desde diciembre del 2007 alcanzando un valor de -53% al cierre de junio de 2010. Este resultado se presenta en consecuencia con el comportamiento negativo de la utilidad neta en el año 2008, 2009 y el primer semestre del 2010.



7.2. Costos de Transformación

En cuanto a los costos de transformación de la Empresa, se destaca que los costos de servicios (aeroportuarios y auxiliares) que ha sido históricamente el rubro con mayor incidencia sobre los ingresos de operación disminuyó su participación hasta el 42%. Por otro lado, los gastos financieros de EAAI, se duplicaron con respecto a junio de 2009 por razones ya mencionadas.

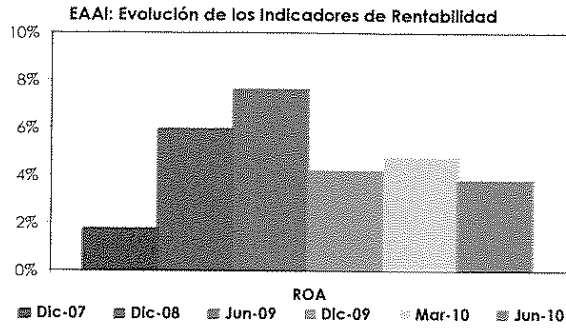
EAAI: Costos de transformación acumulados

Costos de transformación	Dic-07	Dic-08	Jun-09	Dic-09	Mar-10	Jun-10
Costo de Servicios	76%	62%	57%	38%	39%	42%
Gastos Operación	17%	14%	13%	42%	40%	41%
Gasto financiero	21%	34%	37%	27%	92%	61%

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.

Debido a las pérdidas acumuladas, que llegan a C\$114,98 millones a junio de 2010, el patrimonio registrado se ha vuelto negativo(C\$53 millones). Por lo tanto, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 3,83%, por debajo del 7,65% que alcanzó en junio 2009, comportamiento que se presenta en forma paralela con el mayor descenso de la utilidad operativa frente al crecimiento del activo.



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 períodos 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 los últimos años.

