

## Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

### Informe de Calificación

Sesión Extraordinaria: 4112010

Información financiera no auditada: al 30 de Setiembre del 2010

Álvaro Agüero Meneses Analista Junior [aaguero@scriesgo.com](mailto:aaguero@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				
Calificación Anterior		Calificación Actual		
	Córdoba	Moneda Extranjera	Córdoba	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

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.

El 30 de setiembre del 2010 se desarrollo la incorporación del valor de los terrenos a los balances de la EAAI tras la cesión de estos por parte del Gobierno. Esta cesión se hizo por mandato de la Procuraduría General de la Republica y de acuerdo a constancia catastral, el nuevo activo esta valorado en C\$ 659.817.604,79 (alrededor de \$31 millones de dólares). Por su parte, y en respuesta a la cesión de los terrenos ya mencionados anteriormente, el Patrimonio aumento de manera importante y paso de mostrarse negativo a sumar C\$ 579.978.924 córdobas.

*"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."*

Es importante tomar en cuenta que al encontrarse dentro de estos terrenos las instalaciones del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, no es posible vender o traspasar los terrenos en caso de incurrir en deudas. Es necesario recalcar lo anterior para comprender la mejora en los indicadores y además observarlos con mayor cuidado.

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 momento de redactarse este informe se encontraban 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 provisionar los pagos del principal y los intereses, de acuerdo con el Prospecto de la emisión, EAAI creó un fondo de Garantía de Pago.

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.

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 del 2009 la Junta Directiva de la EAAI 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%.

Debe destacarse que la reciente colocación elevó el gasto financiero 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

SCRiesgo

### 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 en el 2010, a diferencia de lo registrado el año anterior.

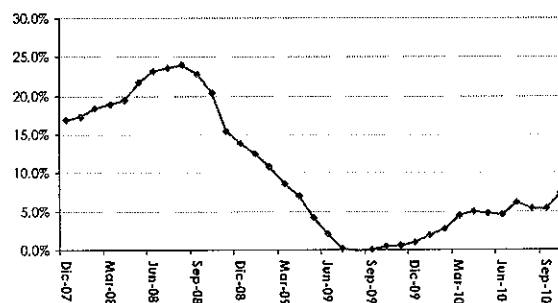
Este mayor dinamismo es impulsado por la recuperación de sectores clave como el agropecuario y el comercio, teniendo durante el primer semestre del 2010. Es importante mencionar que, de acuerdo a datos del BCN, desde mayo 2010 es posible observar un deterioro del salario real nacional al comprarse este dato con el correspondiente al 2009.

Por su parte, las remesas, fuente importante de recursos de la economía nicaragüense, se han desacelerado desde finales del 2007 y hasta la mitad del 2009. Sin embargo, el flujo de remesas se dinamizó y al final del 2009 revirtieron su tendencia ante el mejor desempeño económico de Estados Unidos y Costa Rica, principales receptores de empleo nicaragüense.

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.

Nicaragua: Tasa de Inflación Interanual

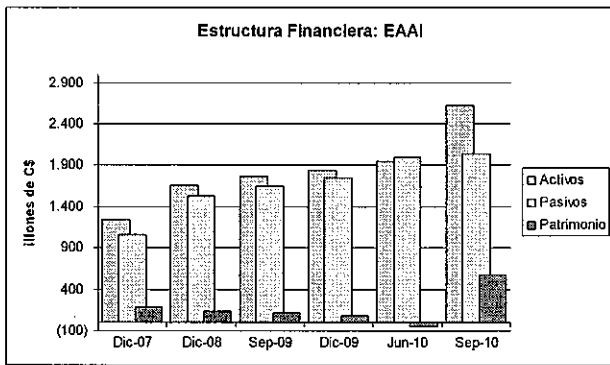


Fuente: Banco Central de Nicaragua.

## 4. ESTRUCTURA FINANCIERA

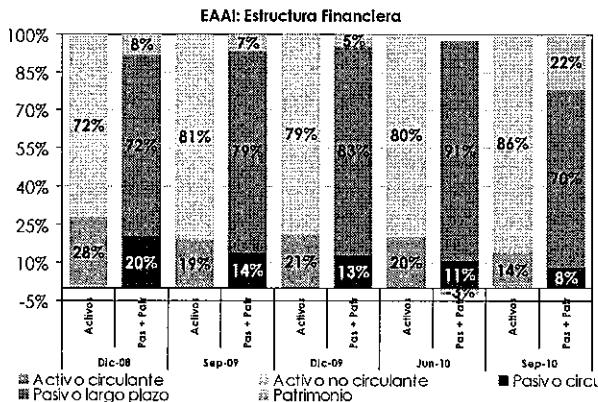
Para el tercer trimestre del 2010, los activos y pasivos de la empresa presentaron crecimientos tanto trimestral como anualmente. El aumento se da principalmente en la cuenta de Activos, tras concretarse la cesión de los terrenos en los cuales se ubica el Aeropuerto Internacional Augusto Sandino a la EAAI. Es gracias a esta cesión que la EAAI supero el patrón exhibido en los últimos meses de un patrimonio negativo.

Trimestralmente, los activos de la EAAI se incrementaron en un 35% al cierre del tercer trimestre del 2010, mientras los pasivos lo hicieron en un 2%. De forma anual, los activos presentaron un crecimiento del 49% y los pasivos de 24%.



A setiembre del 2010 el activo circulante de EAAI es financiado en 57,1% con pasivo circulante mientras que el 42,9% 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.

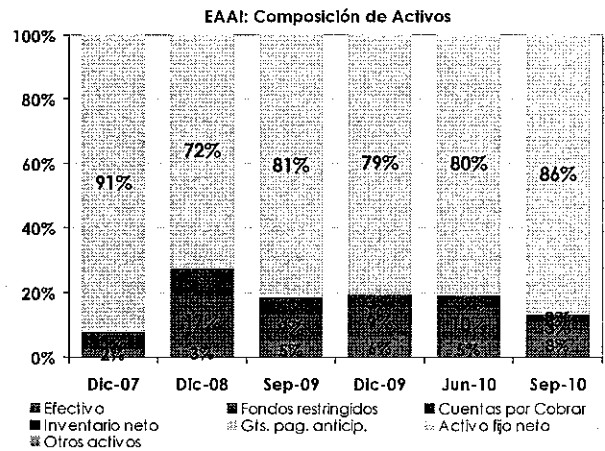


Los activos de EAAI han estado representados principalmente por la propiedad, planta y equipo neto, que durante 2007 representaron alrededor de 91% de los activos totales, participación que exhibió una tendencia decreciente durante el 2008, de la mano con el fuerte crecimiento de los activos líquidos durante este periodo, llegando a representar el 72% para diciembre 2008; esta tendencia se revirtió a partir del

segundo semestre del 2009 y para setiembre del 2010 la cuenta de Propiedad, planta y equipo corresponde al 85,9% de los activos totales. Este aumento se da precisamente tras la comentada cesión de los terrenos.

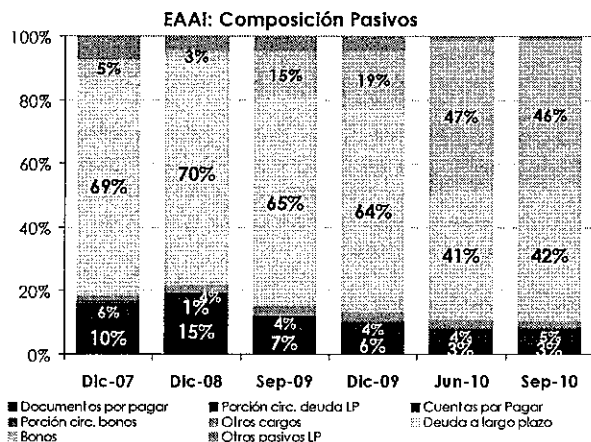
Adicionalmente, al cierre del tercer trimestre del 2010 las tenencias de efectivo de EAAI experimentaron un crecimiento anual del 132%, por lo que a setiembre del 2010 la cuenta llega a representar el 7,6% de los activos totales de la empresa.

Las demás cuentas de los activos (valores negociables, cuentas por cobrar, inventario neto, gastos pagados por anticipado y Otros Activos) representan el 6,5% del total de los activos.



Los pasivos de la empresa (C\$ 2.038.725.551,43 córdobas o \$94,3 millones USD) aumentaron apenas un 2% de manera trimestral, principalmente por el aumento de la deuda a Largo Plazo. Este aumento en los pasivos responde al desembolso de \$2 millones de dólares de un préstamo total de \$7 millones de dólares, otorgado por BANPRO.

Con respecto a su composición, esta se ha mantenido bastante constante durante el periodo trimestral, siendo durante el 2010 la cuenta de Bonos la mayor dentro de los pasivos. Con respecto al periodo interanual se muestra una variación importante, ya que la cuenta de deuda a largo plazo pierde importancia durante el 2010, y para setiembre de ese año es desplazada al segundo lugar en importancia dentro de los pasivos. Esta recomposición se debe precisamente al financiamiento que precisamente busca la empresa mediante la emisión de bonos.



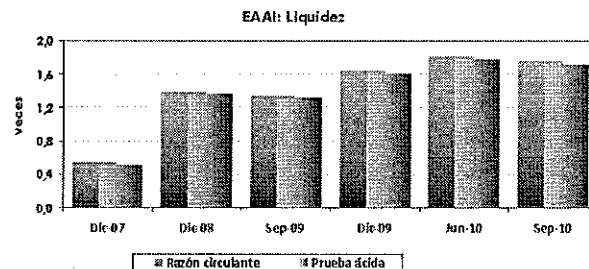
Para setiembre del 2010, la empresa revierte su situación patrimonial y este vuelve a ser positivo y contabiliza C\$ 579.978.923,91 córdobas (\$26,8 millones USD), un cambio importante con respecto al trimestre anterior. La principal cuenta del patrimonio son los aportes del estado. Es importante mencionar que aunque el patrimonio vuelve a ser positivo para este trimestre, se presentan pérdidas acumuladas importantes durante el periodo 2010 (C\$ 123.972.912,36), estas pérdidas corresponden a alrededor de una quinta parte del patrimonio total a setiembre del 2010.

## 5. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

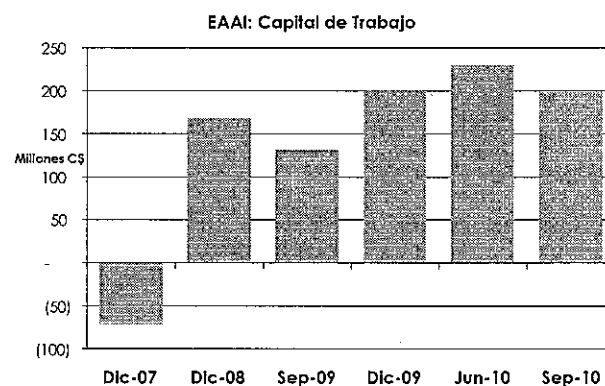
### 5.1. Liquidez

Al cierre de setiembre del 2010, la razón circulante, que es la división de los activos circulantes sobre los pasivos circulantes, mostró un incremento en el periodo interanual de un 1,33 en setiembre del 2009 a 1,75 en el 2010; de manera trimestral continúa la tendencia a disminuir de la razón de liquidez, pasando de una cobertura de 1,81 veces en junio a 1,75 veces a setiembre del 2010. Esto pues aunque tanto los activos como los pasivos circulantes se redujeron con respecto al trimestre anterior, los activos circulantes se redujeron en mayor proporción, lo que redundó en una reducción en el valor de sus indicadores de liquidez.

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 producto de su giro de negocio. Estos representan el 0,02% del activo circulante a setiembre del 2010. En general, ambos indicadores muestran una cobertura de las deudas de corto plazo con los acreedores de la empresa.



Por su parte, el capital de trabajo neto de EAAI, el excedente de activos de corto plazo sobre pasivos de corto plazo, ha mostrado una tendencia decreciente durante el 2010. Para marzo de dicho año el capital de trabajo de EAAI sumó C\$313,5 millones de córdobas y se redujo a C\$198,3 millones de córdobas para setiembre del 2010. La pérdida de importancia relativa del activo circulante dentro del activo total en el último año explica la tendencia a la baja del capital de trabajo de la empresa.



### EAAI: Indicadores de liquidez

Liquidez	Dic-07	Dic-08	Sep-09	Dic-09	Jun-10	Sep-10
Razón circulante	0,55	1,37	1,33	1,64	1,81	1,75
Prueba ácida	0,50	1,35	1,31	1,59	1,78	1,72
Proporción Cap. Trab.	-67,42%	36,24%	39,39%	52,33%	58,15%	53,66%
Cobertura Cap. Trab.	-8,56	21,62	19,54	19,24	33,20	29,20

### 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) se redujo y alcanza un 77,85%. El importante aumento en el patrimonio es la principal justificación de este efecto, pues el trimestre anterior el patrimonio era negativo.

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 0,84 veces en setiembre del 2009 hasta 0,27 veces en setiembre del 2010. Además, sufrió un leve deterioro durante el trimestre en análisis, siguiendo así una tendencia a la baja de este indicador. Esto implica que para el tercer trimestre del 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 operativa).

La evolución de la tasa de interés promedio sobre los pasivos (TIP) de EAAI se mostró decreciente durante el año 2010. La colocación de bonos que se dio durante marzo del 2010 justificó el aumento en dicho indicador, sin embargo empezó a caer conforme los pasivos totales aumentaron y los gastos financieros disminuyeron durante los siguientes meses.

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 setiembre del 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 este mismo sentido, si se considera el gasto financiero sólo sobre los pasivos con costo, su decrecimiento anual se explica por la reducción del pasivo del gasto financiero, (-18%), aunado al crecimiento interanual del pasivo con costo, 30%.

Adicionalmente, a razón de deuda (RD) mantuvo un leve crecimiento entre junio 2009 y 2010 llegando a 102,72%, sin embargo para setiembre del 2010 disminuyó a un 77,85%, debido al crecimiento ya mencionado de los activos de la empresa por lo que mejoró su posición de endeudamiento.

**EAAI: Indicadores de endeudamiento**

Endeudamiento	Dic-07	Dic-08	Sep-09	Dic-09	Jun-10	Sep-10
Cobertura de intereses	0,32	0,71	0,84	0,72	0,31	0,27
TIP	6,54%	9,22%	9,92%	6,11%	13,28%	6,53%
GloFinan/Pasc/costo	7,66%	10,39%	11,25%	6,90%	14,52%	7,09%

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 hasta asumir con el monto comprometido al final del año. Adicionalmente, los Derechos de Terminal aérea se encuentran pignorados con una institución financiera.

SCRiesgo

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

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

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

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 el momento de redacción de este informe 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)**

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

Estos títulos, a pesar de estar denominados en Dólares de los Estados Unidos de América, son pagaderos en

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 mil dólares 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 y que después de un proceso de licitación se le adjudicó precisamente a dicha empresa el manejo del Fondo de Reserva. Durante reunión sostenida el 13 de diciembre del 2010 entre representantes de SCRiesgo y la EAAI, se entregó copia del contrato firmado entre la EAAI y la compañía INVERCASA en el que se adjudica a esta última, tras proceso de licitación, el manejo de la cuenta de reserva.

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; al 17 de noviembre del 2010 el monto en dicha reserva es de \$1,41 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.

Por su parte y de acuerdo con el prospecto de la emisión, la entidad invirtió cerca de \$14,69 millones durante el 2009 en la ampliación del Aeropuerto de Puerto Cabezas (Región Atlántica) mientras que al cierre de junio del 2010 la inversión alcanzó los \$8,3 millones. Esto con el objetivo de que dicho Aeropuerto 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

### 6.1. Actividad

El indicador de rotación del activo circulante (RAC) de EAAI se mantuvo constante en el periodo anual a setiembre del 2010 (1,34 veces), manteniéndose constante el número de veces que el activo circulante se transforma en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares). Con respecto al trimestre anterior, dicho indicador aumentó de 1,12 a 1,34 veces.

El aumento del RAC de la Empresa en el tercer trimestre del 2010 se origina en el incremento de los ingresos de operación (67,08%) y la disminución del activo circulante (-6,37%).

En este sentido, es importante señalar que, en concordancia con la naturaleza de EAAI, a setiembre del 2010 sus activos fijos representaron cerca del 86% de sus activos totales y el 99,96% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF coincide con el RLP.

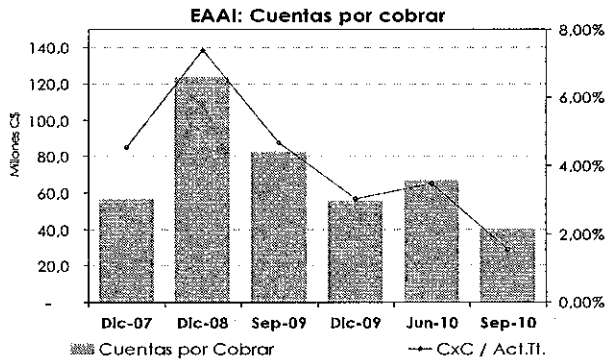
La rotación del activo total (RAT) de la entidad, como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, se colocó en 0,19 veces a setiembre del 2010, revelando estabilidad en la eficiencia y uso de las inversiones totales de la Empresa.

#### EAAI: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-07	Dic-08	Sep-09	Dic-09	Jun-10	Sep-10
RAC	3,10	0,91	1,34	1,05	1,12	1,34
RLP	0,29	0,35	0,31	0,28	0,29	0,22
RAF	0,29	0,35	0,31	0,28	0,29	0,22
RAT	0,26	0,25	0,25	0,22	0,23	0,19

### 6.2. Cuentas por cobrar

Al cierre del tercer trimestre del 2010, el saldo de cuentas por cobrar se redujo anualmente en un 51,32% hasta registrar C\$42,26 millones y representar 1,54% de los activos totales. Con respecto al trimestre anterior, las cuentas por cobrar disminuyeron su importancia dentro 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 5,38 a 12,28 veces, dicho comportamiento se origina principalmente en el descenso de las cuentas por cobrar.

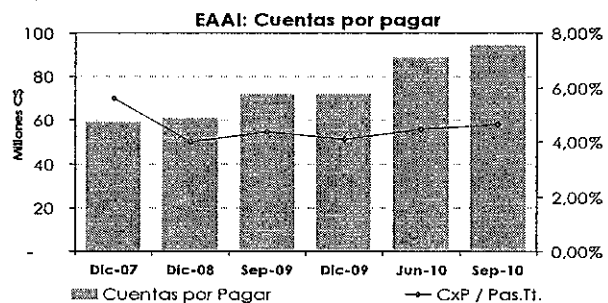
En concordancia con lo anterior, el período medio de cobro (PMC) de EAAI, se redujo anualmente de 66,86 a 29,31 días, lo que representa un decrecimiento en el número de días promedio que tarda la Empresa en cobrar sus servicios al crédito, lo que a su vez puede estar asociado a una mejora en la gestión de cobro.

**EAAI: Indicadores de cuentas por cobrar**

Actividad	Dic-07	Dic-08	Sep-09	Dic-09	Jun-10	Sep-10
Rotación CxC	5,78	3,38	5,38	7,21	6,62	12,28
PMC	62,29	106,41	66,86	49,91	54,40	29,31

**6.3. Cuentas por pagar**

Las cuentas por pagar de la Empresa registran C\$ 94,18 millones al cierre de setiembre del 2010, presentando un crecimiento en el periodo interanual de un 31,16%, por lo que han pasado de representar 4,37% a un 4,62% de los pasivos totales de la entidad.



Además del crecimiento de las cuentas por pagar, el costo de las ventas aumentó en un 147,57% de manera anual, lo que provocó una disminución en el plazo medio de pago con respecto al trimestre anterior (de 174,91 a 112,60 días). Aun con la disminución en el plazo medio de pago, la Empresa continúa teniendo una brecha positiva entre su plazo de pago y plazo de cobro, lo que significa que la entidad mantiene holgura

para cumplir con sus obligaciones.

**6.4. Inventarios**

El saldo neto de inversiones en inventarios de EAAI registra C\$6,79 millones al cierre de setiembre del 2010, tras contraerse 5% anualmente. Se debe destacar que el inventario bruto llega a C\$9,52 millones compuesto en un 58,16% por materiales del almacén central y un 40,76% a Otros Inventarios. La estimación por obsolescencia alcanzó los C\$2,73 millones. Los inventarios en la Empresa representan el 0,26% del total de los activos para el periodo en análisis.

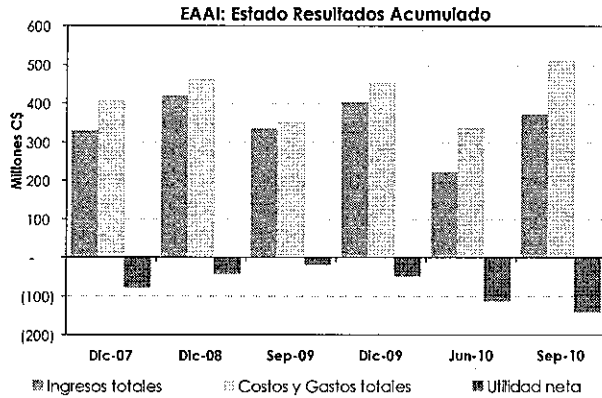
**7. ANÁLISIS DE RESULTADOS**

**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, respectivamente.

Conservando la tendencia de los tres últimos periodos, para el cierre de setiembre del 2010, la Empresa acumuló pérdidas por C\$ 140,76 millones (US\$ 6,52 millones). Las pérdidas acumuladas a setiembre del 2010 aumentaron en un 640% con respecto a las pérdidas acumuladas al mismo periodo del 2009. 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. Al cierre de setiembre del 2010, la Empresa registra ingresos totales por C\$ 371 millones y Costos y Gastos totales por C\$ 512 millones.

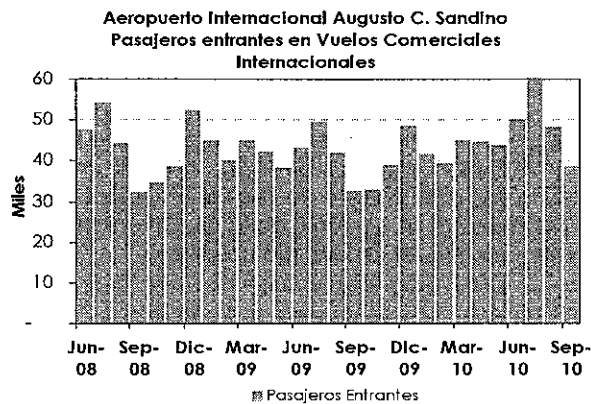
Adicionalmente, debe señalarse que el ahorro financiero proyectado de la colocación de la emisión mencionada anteriormente se ha visto afectado ante las condiciones del mercado. Con el objetivo de lograr la colocación de las emisiones ha sido necesario mejorar las condiciones de dichas emisiones a través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



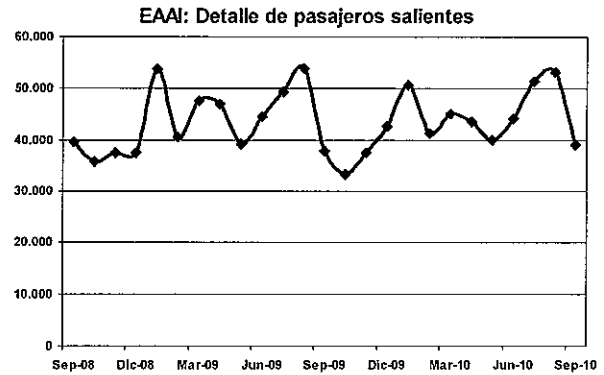
En cuanto a la estructura de los ingresos de EAAI, se destaca que éstos siguen actualmente una tendencia de depender menos de los ingresos aeroportuarios y más de los servicios auxiliares (asistencia en tierra, negocio propio, sala VIP, estacionamiento de vehículos y otros ingresos operativos), siendo así que al cierre del trimestre en análisis el 73,6% de los ingresos corresponde a servicios aeroportuarios y el 26,4% restante a servicios auxiliares. Esta tendencia responde a su vez a una estrategia de la administración de la EAAI.

Es importante mencionar que al eliminar el efecto de la depreciación y la pérdida cambiaria en el estado de resultados, la Empresa revierte su posición y muestra utilidades netas durante gran parte del 2010.

Con respecto al número de pasajeros entrantes mensualmente en vuelos comerciales internacionales al Aeropuerto Internacional Augusto César Sandino, a setiembre del 2010 411.455 pasajeros entraron al aeropuerto, un crecimiento del 8,8% con respecto setiembre del año anterior.



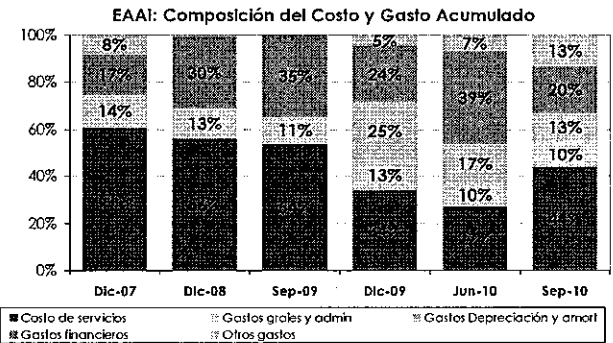
El número de pasajeros que salen del país utilizando el aeropuerto internacional se comportó de manera similar, exhibiendo cierta estacionalidad en los datos, al igual que el número de pasajeros entrantes.



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. De acuerdo con la Empresa, estas tarifas son aplicadas en todos los aeropuertos del mundo y constituyen una manera de aumentar la captación de ingresos.

Concepto	Tarifa Propuesta
Puente de Abordaje	\$50 dólares por operación
Servicio de Catering	Se cobra \$5 por el acceso de vehículo a rampa. Se propone 15% sobre lo facturado a las aerolíneas
Tarifa de Seguridad Aeroportuaria	\$3 por pasajero saliente
Tarifa por Mejora en Infraestructura	\$1 por 1 Kg conforme al peso máximo despegue(PMD)
Servicio de Seguridad Especial No Bilingüe	\$3,5 Hora Hombre o Fracción
Servicio de Seguridad Especial Bilingüe	\$6 Hora Hombre o Fracción
Servicio Especial de Aplicación de la Técnica Canina	\$30 Hora Hombre o 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 quebró con su tendencia decreciente y dichos costos corresponden al 44% de los gastos totales de la empresa. Los gastos financieros por su parte disminuyeron su importancia relativa al tercer trimestre del 2010.



Por su parte, la rotación de gastos administrativos aumentó ligeramente, este movimiento se explica por el importante aumento en los activos durante el trimestre en análisis.

Al cierre del tercer trimestre del 2010 la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos disminuyó al pasar de 2,55 a 0,52 veces,

comportamiento que obedece especialmente al decrecimiento de la utilidad operacional bruta (73,4%) anualizada y al crecimiento en los gastos administrativos (31,3%) entre setiembre del 2009 y 2010.

**EAAI: Indicadores de gasto administrativo**

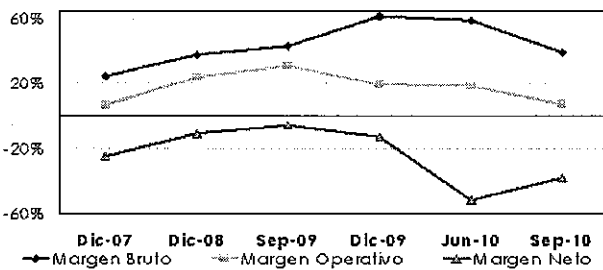
Actividad	Dic-07	Dic-08	Sep-09	Dic-09	Jun-10	Sep-10
Rotación Glos. Adm.	21,87	28,05	32,63	31,92	29,81	36,97
Util. Operac. / Glos Adm.	0,39	1,68	2,55	1,35	1,26	0,52

La evolución del margen de rentabilidad bruta revela un desmejoramiento en la utilidad bruta con respecto a los ingresos de operación de forma anual al pasar de 43,0% a 39,1%. Este cambio se explica por el aumento en los ingresos de operación.

De igual manera, el Margen Operativo se redujo de 30,9% a 7,4%, gracias a que la utilidad de operación anualizada exhibió un decrecimiento del 73,4% anualmente.

En términos agregados, el Margen Neto de EAAI es negativo desde diciembre del 2007, alcanzando un valor de -37,95% al cierre de setiembre del 2010. Este resultado se presenta como consecuencia de las pérdidas netas en el año 2008, 2009 y el período acumulado hasta setiembre del 2010.

**EAAI: Evolución de los Márgenes de Rentabilidad - acumulado**



**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) vuelven a ser los de mayor incidencia en los resultados de la empresa. Es importante observar que ese aumento relativo se debe a un aumento real de un 148% con respecto a junio del 2010. El gasto financiero se redujo durante el tercer trimestre del 2010 en un 24,63%.

**EAAI: Costos de transformación acumulados**

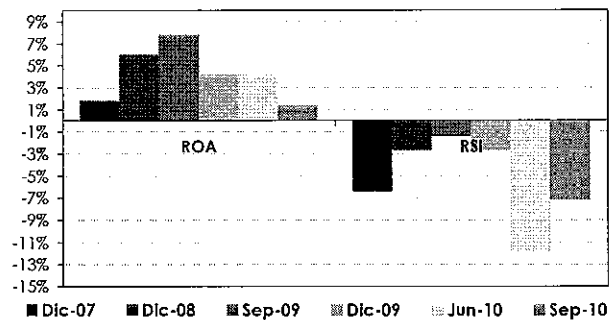
Costos De Transformacion	Dic-07	Dic-08	Sep-09	Dic-09	Jun-10	Sep-10
Costo de Servicios	76%	62%	57%	38%	41%	61%
Gastos Operación	17%	14%	12%	42%	40%	32%
Gasto Financiero	21%	34%	37%	27%	60%	27%

**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. Para el trimestre en análisis, el patrimonio registrado vuelve a ser positivo. Sin embargo, las pérdidas acumuladas hasta el cierre del análisis suman C\$ 140,76 millones.

Por lo tanto, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 1,40%, por debajo del 7,82% que alcanzó en setiembre del 2009, comportamiento que se presenta en forma paralela con el mayor descenso de la utilidad operativa frente al crecimiento del activo.

**EAAI: Evolución de los Indicadores de Rentabilidad**



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

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

**EAAI: Efecto del apalancamiento**

