

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

Informe de Calificación

Sesión Ordinaria: 4082011

Información financiera no auditada: al 31 de marzo del 2011.

Contactos: Álvaro Agüero Meneses Analista Financiero

Roy Diego Chaves R. Director País Nicaragua-Honduras

aaguero@scriesgo.com

rchaves@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación se presenta el análisis de la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales, con información financiera no auditada al 31 de marzo del 2011.

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.

	EAAI		EAAI	
	Calificación Anterior	Calificación Actual	Calificación Anterior	Calificación Actual
	Cordobas	Móneda extranjera	Cordobas	Móneda extranjera
Largo Plazo	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	scr BB+ (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:

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:

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)

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 BB: Emisiones debajo del grado de inversión, son

emisiones con capacidad de pago de capital e intereses según lo acordado, pero variable y susceptible de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

SCR 4: Emisiones a Corto Plazo que tienen una suficiente capacidad de pago del capital e intereses según los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son susceptibles de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

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

Las calificaciones otorgadas a la EAAI se fundamentan en una estructura financiera comprometida, con un fondeo con costo que representa una alta carga financiera en relación con su volumen de operación.

Con el fin de solventar su situación, la administración de la EAAI estructuró los Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) en el 2008 por USD 60,0 millones. A marzo 2010, fecha de la última colocación de Bonos, se habían cancelado adeudos por USD28,59 millones; sin embargo, se han adquirido nuevos préstamos bancarios y aunque el pasivo bancario se ha reducido, la disminución en el gasto financiero no ha sido sustancial. De acuerdo con el Prospecto de la emisión de BRADE, no se proyectaba la adquisición de nuevos financiamientos a lo largo del plazo de la emisión.

Junto con lo anterior, la EAAI no ha logrado colocar los USD18,0 millones restantes del total de USD60,0 millones que se previeron colocar; a su vez, para poder colocar los bonos se otorgaron condiciones de descuento que han tenido repercusiones sobre los costos de la EAAI. La colocación de la totalidad de los bonos es de suma importancia para la reestructuración de los adeudos y la contracción de su costo, en lo que no se ha avanzado en el último año.

A pesar de la recomposición de sus principales cuentas tras la cesión de los terrenos en los cuales se ubica el

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada"

Costa Rica: (506) 2552-5936

Página 1 de 6

Guatemala: (502) 2353-3168

Honduras: (504) 2225-7619

Nicaragua: (505) 2278-1947

Panamá: (507) 839-0007

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Aeropuerto Internacional A. C. Sandino, esta restructuración no significa una mejora en el flujo ni en las condiciones de respaldo de las obligaciones de la entidad.

La Empresa cumple lo establecido en el Prospecto en lo que concierne a la Cuenta de Reserva para el pago de intereses y deposita, aproximadamente, la suma mensual de USD80.000, exhibiendo un manejo responsable de dicha cuenta.

3. ANÁLISIS DEL ENTORNO

3.1. Entorno económico

Tras la crisis financiera del 2008-2009, la región Centroamericana muestra signos de recuperación. De igual manera, Nicaragua muestra tasas de crecimiento positivas y para el 2010 el crecimiento real del PIB fue del 4,5%. Tanto el Fondo Monetario Internacional como el Banco Central de Nicaragua coinciden en sus perspectivas sobre el crecimiento económico para el 2011, esperando un crecimiento del 3,5% para el 2011 y 3,7% para el 2012.

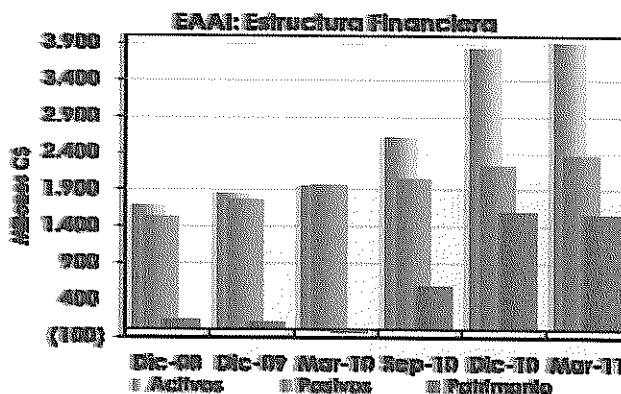
Es de suma importancia resaltar el incremento en las importaciones (32,8% mayores entre enero y abril del 2011 que al mismo periodo del año anterior, de acuerdo al Centro de Tramite de las Exportaciones). Este aumento se debe principalmente al crecimiento de los precios de las materias primas, así como un importante repunte en las exportaciones de café. Al finalizar el primer trimestre del 2011, las remesas de Nicaragua muestran signos de recuperación.

Dentro de otros hechos importantes, debe resaltarse el crecimiento en el déficit de cuenta corriente, aliviado principalmente por las remesas familiares recibidas durante el año. Otro hecho relevante es el deterioro del poder adquisitivo durante el último año, producto del crecimiento del 9,2% de la inflación.

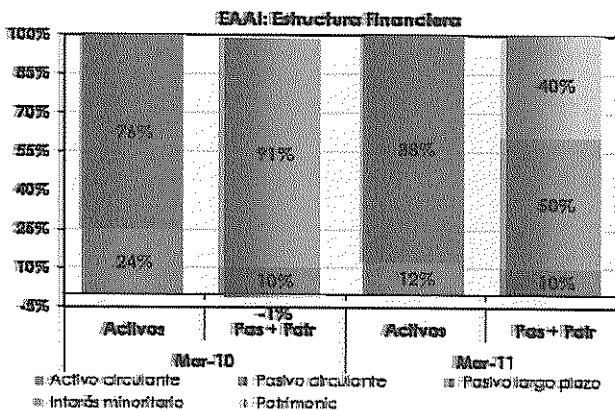
4. ESTRUCTURA FINANCIERA

El comportamiento del Balance General de la EAAI al finalizar marzo 2011 muestra una continuación con respecto a lo ocurrido desde septiembre 2010, momento en el cual se revirtió la situación del Patrimonio negativo que exhibía la Empresa. Se debe señalar que, trimestralmente, se observa una disminución en el patrimonio, explicada principalmente por el aumento en las pérdidas de la EAAI.

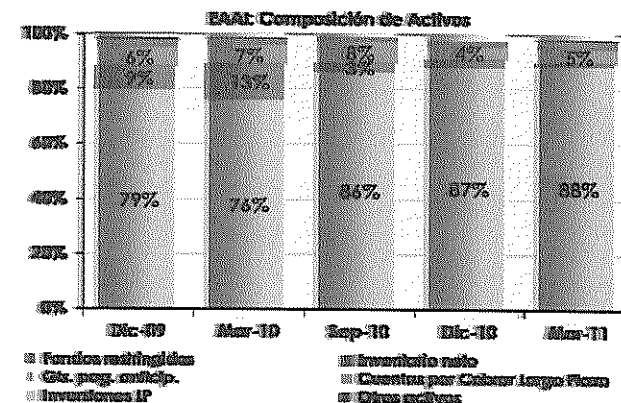
La reversión del patrimonio negativo se dio tras la cesión por parte del Gobierno de Nicaragua de los terrenos en los cuales se encuentra ubicado el Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino. Posteriormente, estos terrenos fueron revaluados y además se incluyeron activos que anteriormente no se habían tomado en cuenta, lo que provocó un aumento en el patrimonio.



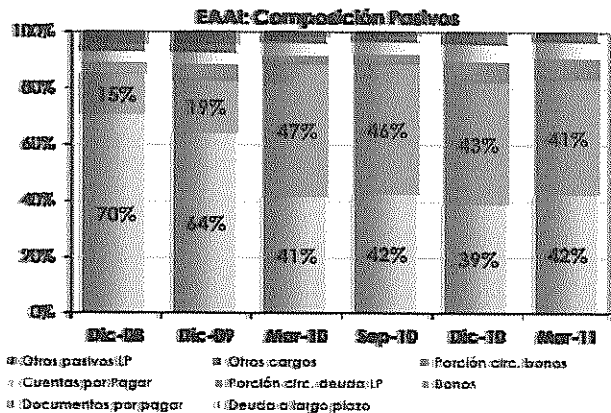
Con respecto a la estructura financiera de la Empresa, se observa un cambio importante con respecto al año anterior. Esto pues el patrimonio de la EAAI cubre cerca del 45% del activo no circulante, sin embargo en este sentido se debe señalar que el patrimonio se compone principalmente del valor de los terrenos cedidos y que no pueden ser vendidos, traspasados o embargados para el pago de obligaciones.



Los activos de EAAI suman, a marzo 2011, C\$ 3.920 millones (\$177 millones USD) y se componen principalmente de inmuebles, mobiliario y equipo neto (87,9%). Los activos aumentaron un 103%, de manera anual, crecimiento impulsado por el aumento en el valor de los inmuebles propiedad de la EAAI.



Los pasivos de la empresa (C\$2.358,7 millones o USD106,5 millones) aumentaron un 6% de manera trimestral y 20% de manera anual, principalmente por el aumento de la deuda a largo plazo y las cuentas por pagar. Este aumento en los pasivos responde al desembolso de \$5 millones de un préstamo total de \$7 millones en noviembre, otorgado por BANPRO. Durante el 2010 se observó una recomposición de los pasivos debido, precisamente, a la estrategia de refinanciar la deuda de la EAAI a través de la emisión de bonos.



Los pasivos bancarios de la EAAI, tanto de corto como largo plazo, suman USD52,8 millones a marzo 2011, tras un aumento del 28% con respecto a marzo del año anterior. A su vez, de manera trimestral el pasivo bancario aumentó un 12%. El aumento trimestral se debe a un nuevo préstamo abierto por Alba-Caruna (Caja Rural Nacional) por la suma de USD 12 millones, de los cuales al 31 de marzo del 2011 se han desembolsado USD 6 millones, destinados a la construcción de las pistas de aterrizaje en Ometepe y San Juan del Sur.

A Marzo 2011, el patrimonio de la EAAI alcanzó la suma de C\$1.561 millones (USD70,5 millones), mostrando una disminución trimestral del 2%. Esta disminución se debe al crecimiento en las pérdidas netas de la EAAI.

5. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

5.1. Liquidez

Al cierre del primer trimestre del 2011, la Empresa muestra una reducción en sus razones de liquidez, de manera anual, debido al mayor crecimiento del pasivo circulante de la empresa con respecto al activo circulante. Este mayor crecimiento se explica por un aumento en la porción corriente de los intereses a largo plazo de la EAAI. Se resalta que la razón circulante es superior a la unidad, lo que significa que los activos de corto plazo son suficientes para cubrir los pasivos circulantes.

Se observa a su vez una disminución en la proporción del Capital de Trabajo neto de la EAAI, explicada por el mismo motivo que llevó a la reducción de la Razón

Circulante. El incremento del pasivo circulante (96% anualmente) fue mucho mayor al crecimiento anual del activo circulante (0,3%). A pesar de la reducción en el capital de trabajo, este continúa siendo positivo.

EAAI: Indicadores de liquidez

Indicador	Dic-09	Dic-09	Mar-10	Dic-10	Mar-11
Razón Circulante	1,37	1,54	2,43	1,23	1,35
Proporción Cap. Trab.	36%	52%	66%	33%	31%

5.2. Endeudamiento

En cuanto al empleo de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, anualmente la razón de deuda (RD) se redujo y alcanza un 60,2%. El importante aumento en los activos fijos (terrenos y edificios) es la principal justificación de este efecto, tras la revaluación efectuada a los inmuebles propiedad de la EAAI.

El indicador de Cobertura de Intereses mejoró tanto anual como trimestralmente, llegando a marzo 2011 a alcanzar una cobertura de 0,53 veces. Esto se da a pesar de la disminución, tanto trimestral como anual, de la utilidad operativa. En periodos anteriores los gastos financieros incorporaron el descuento con el cual se vendieron los bonos BRADE, lo que permitió la mejora en el indicador de cobertura de intereses.

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).

Sobre este particular, se comenta que aunque los gastos por pago de intereses bancarios disminuyeron de USD3,8 millones a USD2,1 millones entre diciembre 2009 y 2010, los intereses por el pago de los bonos BRADE aumentaron en 254%, de USD526.048 a USD1,86 millones, en el mismo periodo. Al anualizar el pago total de intereses (Bancarios y de los BRADE), se observa un crecimiento entre diciembre 2010 y marzo 2011.

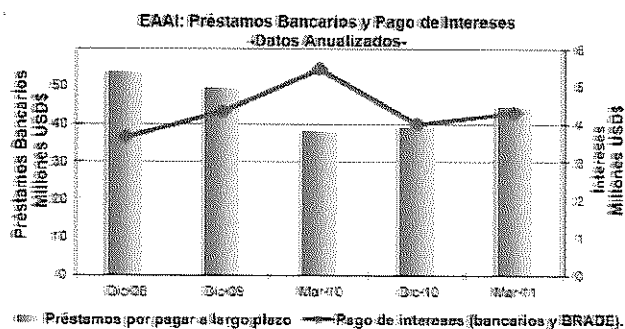
A pesar del refinanciamiento y el pago de adeudos tras la colocación de los BRADE, en el último año se adquirieron nuevos préstamos que no han permitido que el gasto financiero se reduzca de manera importante, propósito principal de los BRADE.

EAAI: Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento	Dic-09	Dic-09	Mar-10	Dic-10	Mar-11
Cobertura de intereses	0,66	0,62	0,23	0,16	0,53
IP	3,6%	3,9%	20,7%	6,1%	4,8%
Cap.Finan/Pac.c.corto	4,1%	4,4%	22,5%	6,8%	5,2%

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.



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, momento desde el cual no se han realizado más 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. Sobre este tema en particular, el 31 de marzo del 2011 venció la prórroga otorgada por la SIBOIF para colocar los USD18 millones restantes, por lo que la EAAI planea pedir una nueva prórroga.

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)
Bonos de Financiamiento de Activos (BONOS BRADES)

Clase de instrumento	Bonos			
Número de la emisión	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto de la emisión (millones)	US 5,00	US 15,00	US 20,00	US 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
Fecha 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%

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. 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 es administrado por INVERCASA. El Fondo se constituye de reservas de los ingresos generados por la tarifa de Derecho de Terminal.

En concordancia con el Prospecto de la 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 momento de la realización de este informe, los fondos en dicha cuenta suman US\$1.781.004. Como medida de aprovisionamiento, la administración de la EAAI destina, en promedio, USD80.000 mensualmente a la cuenta de reserva.

6. ANÁLISIS DE GESTIÓN

6.1. Actividad

El indicador de rotación del activo circulante (RAC) de la EAAI, el número de veces que el activo circulante se transforma en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares), aumentó tanto de manera trimestral como anual. Este aumento se explica por un incremento en los ingresos de operación anualizados. Caso distinto ocurre con la rotación de activos de largo plazo (RLP). La disminución en este indicador se debe al aumento de los activos de largo plazo.

EAAI: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Dic-10	Mar-11
RAC	0.77	1.03	0.94	0.95	1.09
RLP	0.30	0.27	0.30	0.13	0.15
RAT	0.22	0.21	0.23	0.12	0.13

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 0,13 veces a marzo 2011. El deterioro en dicho indicador se explica, desde septiembre 2010, por la cesión de los terrenos en los cuales se ubica el Aeropuerto Internacional y la posterior revaluación en su valor. Aunque los ingresos por operación han mostrado un comportamiento creciente, este ha sido menor que el crecimiento mostrado por los activos.

7. ANÁLISIS DE RESULTADOS

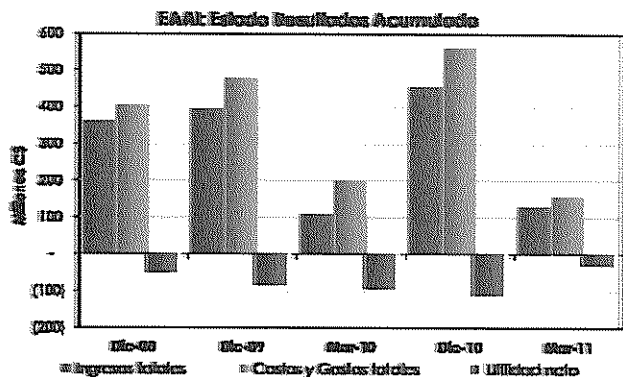
7.1. Estado de Resultados

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, 2009 y 2010 los costos y egresos de la entidad superaron sus ingresos en C\$80,12 millones, C\$44,48 millones, C\$49,88 millones y C\$107,5 millones, respectivamente. A marzo 2011, la EAAI registra pérdidas netas por C\$28,12 millones (USD 1,27 millones). A su vez, se registran pérdidas acumuladas por C\$138,75 millones (USD 6,33 millones).

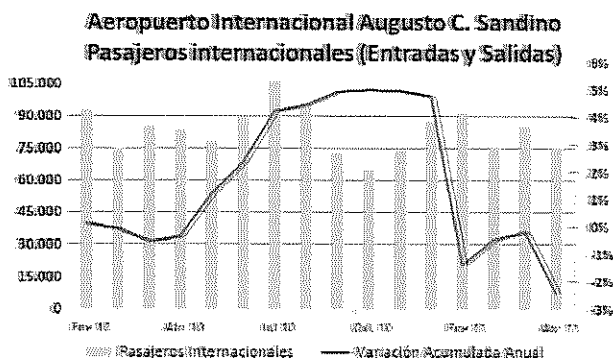
Adicionalmente, debe señalarse que el ahorro financiero proyectado de la colocación de la emisión mencionada anteriormente se ha visto afectado ante las condiciones del mercado. Con el objetivo de lograr la colocación de las emisiones ha sido necesario mejorar las condiciones de dichas emisiones a través 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 la EAAI, se destaca que actualmente se sigue una estrategia definida por la administración en la cual desean depender menos de los ingresos aeroportuarios y aumentar sus ingresos por concepto de servicios auxiliares (asistencia en tierra, negocio propio, sala VIP,

estacionamiento de vehículos y otros ingresos operativos). A marzo 2011, el 81% de los ingresos se dan por concepto de servicios aeroportuarios y el 19% restante por servicios auxiliares. A partir de octubre 2010 se llegó a un acuerdo para cobrar tres nuevas tarifas que, de acuerdo con la administración, se espera que tengan un impacto anual de USD 3,5 millones anuales en los ingresos.



Con respecto a los ingresos acumulados de la EAAI a marzo 2011, se observa un crecimiento del 15% en los ingresos operativos con respecto al acumulado a marzo 2010. El principal incremento se registró en los ingresos por servicios aeroportuarios, principalmente en el cobro del Derecho de terminal del Aeropuerto Augusto C. Sandino.

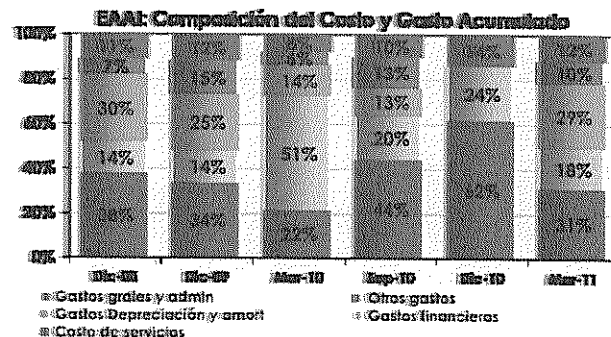


Al finalizar abril 2011, el acumulado total de pasajeros internacionales (entrantes y salientes) en el Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino fue de 329.538 pasajeros, un 2,4% menos que el acumulado a abril 2010. En general, se observa una cantidad menor de pasajeros durante los primeros meses del 2011 que en los primeros meses del 2010. Sin embargo, la EAAI prevé que el crecimiento de pasajeros para el 2011 ronde entre el 5% y 7%.

Con respecto a los gastos, debe resaltarse el incremento en los gastos por concepto de depreciaciones, C\$35.6 millones a marzo 2011, un 66,5% más que a marzo 2010. De acuerdo con la administración: "el incremento es básicamente originado por la incorporación de infraestructura nueva, la revalorización de la ya registrada contablemente y el traslado del proyecto de la pista de Puerto Cabezas de

construcciones en proceso hasta su fase III al rubro de activos fijos por lo cual se incrementa la depreciación".

En conjunto, los gastos de administración, por servicios aeroportuarios y auxiliares aumentaron en 16% con respecto a marzo 2010. El incremento en los gastos operativos, administrativos y por depreciación repercute negativamente la utilidad bruta de la EAAI a marzo 2011, reduciéndose esta en casi 40%. A pesar de la disminución en el pago de intereses por préstamos y bonos (sin tomar en cuenta la pérdida cambiaria), el aumento en los demás rubros de gastos ha evitado que la EAAI mejore su situación financiera.



La pérdida cambiaria, uno de los principales determinantes para los resultados negativos de la Empresa, es un factor difícil de eliminar o al menos mitigar. A pesar de que sus ingresos están en dólares (cobros a las aerolíneas, alquiler de locales, etc.), sus principales egresos (pago de bonos, intereses y demás pasivos) se encuentran denominados en dólares, mientras que sus principales activos están denominados en córdobas, por lo que se da permanentemente una brecha en los ingresos y gastos (dependiendo de la moneda) que es difícil de calzar.

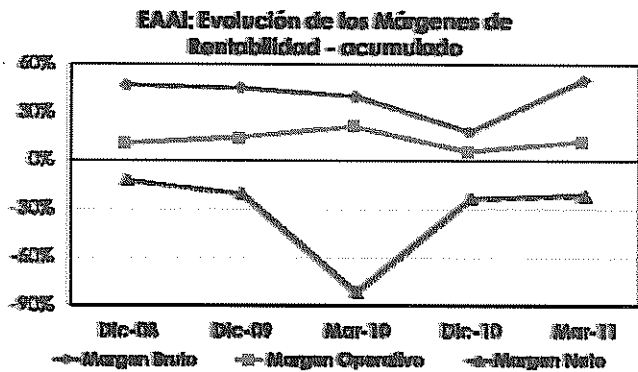
A marzo 2011, los gastos financieros de la EAAI, incluyendo la pérdida cambiaria, suman C\$53,9 millones. Excluyendo la pérdida cambiaria, el 81% de los gastos corresponden al pago de intereses bancarios.

Al finalizar marzo 2011, la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos disminuyó al pasar de 1,50 veces (marzo 2010) a 0,80 veces, comportamiento que obedece especialmente al decrecimiento de la utilidad operacional bruta (35,5%) y al crecimiento en los gastos administrativos (21,5%) en el periodo anual comprendido entre marzo 2010 y 2011.

EAAI: Indicadores de gasto administrativo

Indicador	Dic-10	Ene-11	Feb-11	Mar-11
Rotación Gros. Adm.	37,5	31,5	31,4	47,9
Util. Operac. / Gros. Adm.	0,96	0,96	1,50	0,80

Los resultados negativos que continúa mostrando la Empresa así como la decreciente brecha entre los ingresos y los costos de operaciones han tenido un efecto negativo sobre la evolución de los márgenes operativo y bruto de la EAAI.



En términos agregados, el Margen Neto de EAAI es negativo desde diciembre del 2007, alcanzando un valor de -21,8% al cierre de marzo 2011. Este resultado se presenta como consecuencia de las pérdidas netas en los años 2008, 2009, 2010 y las pérdidas acumuladas a marzo 2011.

7.2. Costos de Transformación

En cuanto a los costos de transformación de la Empresa, se destaca que a marzo 2011 el costo de los servicios, los gastos de operación y los gastos financieros alcanzan niveles similares a los observados a diciembre 2008 y 2009. El crecimiento en los gastos de operación se explica principalmente por el aumento en el gasto por depreciación. Debe destacarse que el importante peso del gasto financiero a marzo 2010 se debe a que a esa fecha se registró como gasto financiero el descuento con el cual se vendieron los BRADE.

EAAI: Costos de transformación acumulados

Costos De Transformación	Dic-08	Dic-09	Mar-10	Dic-10	Mar-11
Costo de Servicios	43%	41%	39%	77%	38%
Gastos Operación	47%	45%	40%	18%	50%
Gasto Financiero	16%	17%	92%	36%	22%

7.3. Rentabilidad

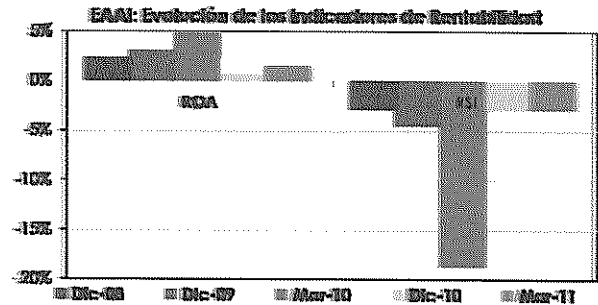
Los indicadores de rentabilidad de la EAAI, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la entidad, han exhibido una evolución consecuente con el comportamiento de los resultados en los últimos tres años. Para el trimestre en análisis, el patrimonio registrado vuelve a ser positivo. Sin embargo, las pérdidas acumuladas hasta el cierre del análisis suman C\$ 138,7 millones.

Por lo tanto, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 1,53%, por encima del 0,65% que alcanzó en diciembre 2010, comportamiento que se presenta en forma paralela con una mayor utilidad operativa, anualizada, frente al crecimiento del activo.

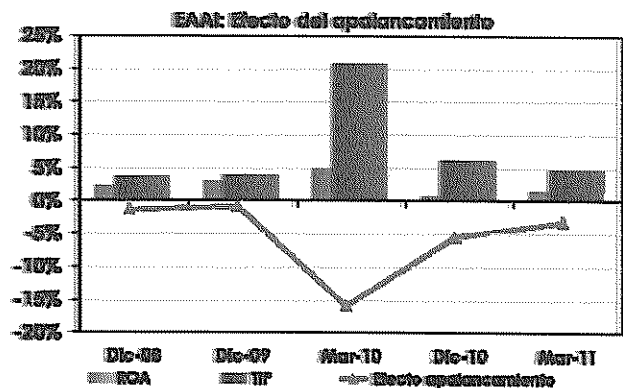
Más ampliamente, el ROA, como indicador de la capacidad básica de generación de utilidades por parte de EAAI, se colocó por debajo del costo total de

SCRiesgo

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.



En general, a pesar de mostrar una recomposición importante en sus cuentas generales (activos, pasivos y patrimonio), la EAAI continúa, a marzo 2011, percibiendo pérdidas netas. A pesar de que se han colocado USD42 millones correspondientes a los bonos BRADE, el pasivo bancario no ha disminuido de manera acorde, por lo que el pasivo con costo continúa aumentando.