

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

Informe de Calificación

Sesión Ordinaria: 4122011

Información financiera no auditada: al 30 de junio del 2011.

Contactos: **Álvaro Agüero Meneses** Analista Financiero aaguero@scriesgo.com
Roy Diego Chaves R. Director País Nicaragua-Honduras 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 30 de junio 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).

	EAAI		Calificación Actual	
	Calificación Anterior		Cordobas	Moneda 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. Se observó un crecimiento anual del 12% en los resultados operativos (utilidad bruta) de la EAAI, lo que se considera positivo, sin embargo los gastos financieros, además de los gastos por depreciación, han tenido un efecto importante en las pérdidas de la EAAI.

Junto con lo anterior, la EAAI no logró colocar los USD18 millones restantes del total de USD60 millones que se previeron colocar, lo que provocó que se hicieran cambios en la estrategia financiera; a su vez, para poder colocar los bonos se otorgaron condiciones de descuento que han tenido repercusiones sobre los costos de la EAAI. Al no lograr colocar la totalidad de la emisión, la EAAI adquirió nuevas líneas de crédito.

Se resalta la responsabilidad de la EAAI con respecto cumplimiento de lo establecido en el Prospecto en lo que concierne a la Cuenta de Reserva para el pago de intereses, depositando, aproximadamente, la suma mensual de USD80.000.

"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"

3. ANÁLISIS DEL ENTORNO

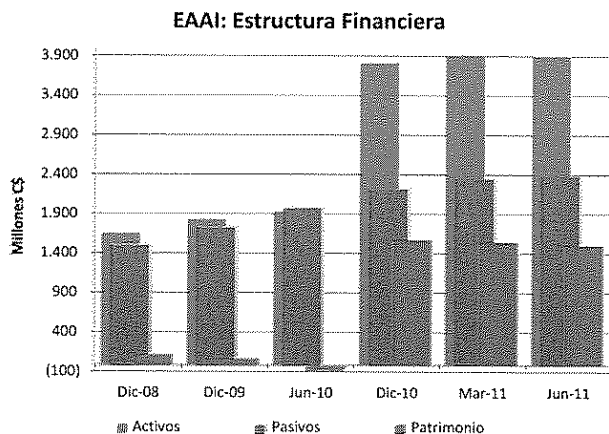
3.1. Entorno económico

Tras la crisis financiera 2008-2009, la economía internacional sigue mostrando signos de recuperación, y en particular la región latinoamericana. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que la economía mundial presentará un crecimiento de 4,3% en el 2011, mientras que Latinoamérica lo haría en 4,6%, mientras que de acuerdo con proyecciones del Banco Central de Nicaragua (BCN), el Producto Interno Bruto (PIB) de Nicaragua registrará un crecimiento de entre 3,5% y 4,0% en el 2011.

Estimaciones preliminares del BCN, el PIB del país centroamericano creció 5,3% entre marzo 2010 y marzo 2011, mientras el consumo, la inversión y las exportaciones muestra igual tendencia, gracias a la recuperación de la economía internacional, al comportamiento de los precios de los principales productos de exportación nicaragüenses, recuperación en el flujo de remesas, y el crecimiento del gasto del Gobierno. De acuerdo con datos del BCN, la inflación acumulada a mayo 2011 en Nicaragua, alcanzó 2,9%, una de las más bajas en Centroamérica, y se espera que la tasa acumulada para el 2011 se ubique entre 8% y 9%.

4. ESTRUCTURA FINANCIERA

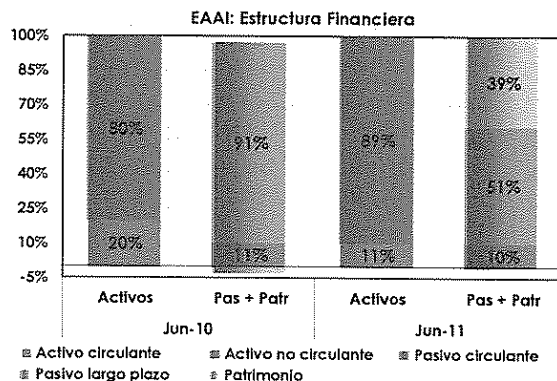
El comportamiento del balance general de la EAAI al finalizar junio 2011 muestra una continuación con respecto a lo ocurrido desde septiembre 2010, momento en el cual se revirtió la situación del patrimonio negativo que exhibía la Empresa. Se debe señalar que, trimestralmente, se observa una disminución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



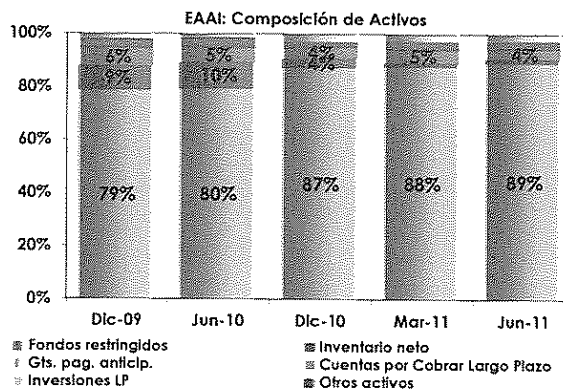
La reversión del patrimonio negativo se dio tras la cesión por parte del Gobierno de Nicaragua de los terrenos en los cuales se encuentra ubicado el Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino. Posteriormente, estos terrenos fueron revaluados y además se incluyeron activos que anteriormente no se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

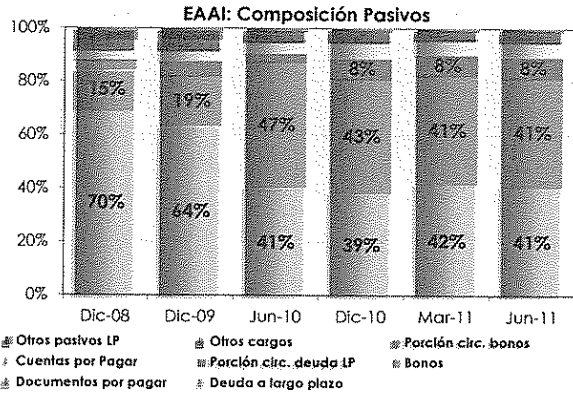


Los activos de EAAI suman, a junio 2011, C\$ 3.914 millones (USD174,6 millones) y se componen principalmente de inmuebles, mobiliario y equipo neto (89%). Los activos aumentaron un 101%, de manera anual, crecimiento impulsado por el aumento en el valor de los inmuebles propiedad de la EAAI.



Los pasivos de la empresa (C\$2.395 millones o USD106,8 millones) aumentaron un 2% de manera trimestral y 20% de manera anual, principalmente por el aumento de la deuda a largo plazo y las cuentas por pagar.

Los pasivos bancarios de la EAAI, tanto de corto como largo plazo, suman USD52,5 millones a junio 2011, tras un aumento del 28% con respecto a junio del año anterior. A su vez, de manera trimestral el pasivo bancario aumentó un 12%. El aumento anual se debe principalmente a un préstamo abierto por Alba-Caruna (Caja Rural Nacional) por la suma de USD 12 millones, de los cuales al 30 de junio 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 Junio 2011, el patrimonio de la EAAI alcanzó la suma de C\$1.519 millones (USD67,8 millones), mostrando una disminución trimestral del 3%. Esta disminución se debe al crecimiento en las pérdidas netas de la EAAI. El patrimonio de la EAAI se compone principalmente del Superávit por revaluación de activos (64%) producto de la cesión de los terrenos.

5. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

5.1. Liquidez

Al cierre del primer semestre del 2011, la Empresa muestra una reducción en sus razones de liquidez, de manera interanual y trimestral, 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.

Liquidez	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Dic-10	Mar-11	Jun-11
Razón circulante	1,37	1,64	1,81	1,23	1,25	1,03
Proporción Cap. Trab.	36%	52%	56%	33%	31%	20%

Se observa a su vez una disminución en la proporción del capital de trabajo neto de la EAAI, explicada por la disminución, anual y trimestral, del capital de trabajo. A pesar de la reducción en el capital de trabajo, este continúa siendo positivo.

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 61%. 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 se mantuvo relativamente constante con respecto a junio 2010, sin embargo disminuyó con respecto a marzo 2011. La

disminución trimestral de dicho indicador se debe al aumento en los gastos financieros, mientras que la utilidad operativa aumentó, pero en menor proporción.

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, que incluye el gasto registrado por depreciaciones).

Es importante señalar que entre Junio 2010 y 2011 se observa una importante disminución (62%) en los gastos correspondientes al pago de intereses bancarios, fruto de la reestructuración del financiamiento de la EAAI. En general, se observa una disminución importante del gasto financiero de manera interanual. A su vez, la reestructuración tuvo un impacto positivo sobre la tasa de interés promedio (TIP), así como sobre el porcentaje gastos financieros sobre el pasivo con costo.

Endeudamiento	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Dic-10	Mar-11	Jun-11
Cobertura de intereses	0,68	0,82	0,28	0,38	0,53	0,22
TIP	3,6%	3,9%	13,3%	6,1%	4,6%	3,1%
Glofinan/Pas.c.costo	4,1%	4,4%	14,5%	4,8%	5,2%	5,6%

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; cabe destacar que para colocar la mayor parte de los bonos fue necesario ofrecer descuentos dada la dificultad de encontrar entidades interesadas en estos instrumentos. No se colocaron los USD 18 millones restantes del programa de emisión, lo que obligó a la EAAI a replantear su estrategia de financiamiento, adquiriendo nuevos préstamos que les permitan continuar con las inversiones realizadas. Se adquirió un préstamo con ALBA-CARUNA por USD 12 millones, a 17 años plazo, con 3 años de gracia y una tasa de interés del 9%.

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI)				
Bonos de Refinanciamiento de Deudas (BONOS BIAN II)				
Clase de instrumento	Bonos			
Nombre 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
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%

La 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, se constituyó una cuenta de reserva para el pago de los BRADE; al momento de la realización de este informe, los fondos en dicha cuenta suman US\$2.115.815. 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.

Actividad	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Dic-10	Mar-11	Jun-11
RAC	0,77	1,03	1,11	0,95	1,09	1,18
RLP	0,30	0,27	0,28	0,13	0,15	0,14
RAT	0,22	0,21	0,22	0,12	0,13	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 junio 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

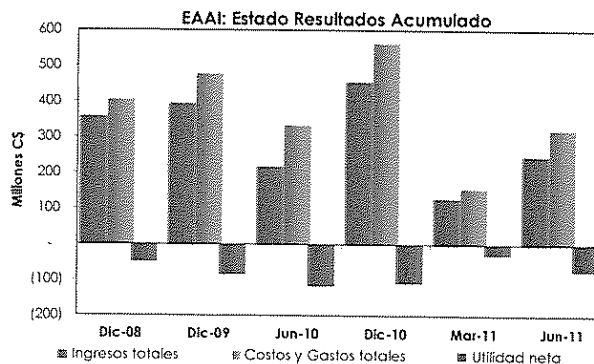
7.1. Estado de Resultados

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 junio 2011, la EAAI registra pérdidas netas por C\$73,57 millones (USD 3,29 millones). A su vez, se registran pérdidas acumuladas por C\$184,2 millones (USD 8,39 millones).

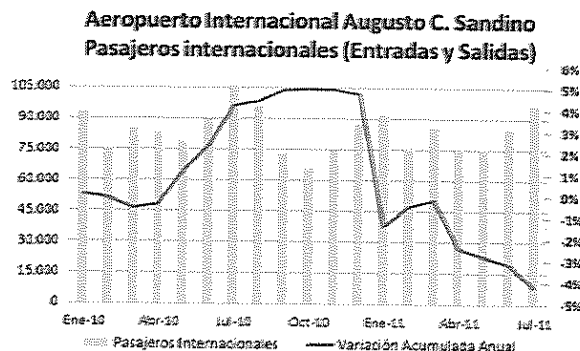
Adicionalmente, debe señalarse que el ahorro financiero proyectado de la colocación de la emisión

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. A junio 2011, el 81% de los ingresos operativos se dan por concepto de servicios aeroportuarios y el 18% restante por servicios auxiliares, situación similar a un año atrás. 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 junio 2011, se observa un crecimiento del 8% en los ingresos operativos con respecto al acumulado a junio 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.

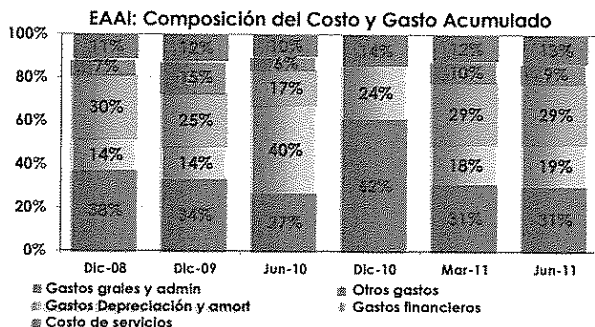


A julio 2011, el acumulado total de pasajeros internacionales (entrantes y salientes) en el Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino fue de 586.610 pasajeros, un 4,2% menos que el acumulado a julio 2010. En general, se observa una cantidad menor de pasajeros durante los primeros meses del 2011 que 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\$71,6 millones a junio 2011, un 59% más que a junio 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 21% con respecto a junio 2010. El incremento en los gastos operativos, administrativos y por depreciación repercute negativamente la utilidad bruta de la EAAI a junio 2011, reduciéndose esta en alrededor del 53%. 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.

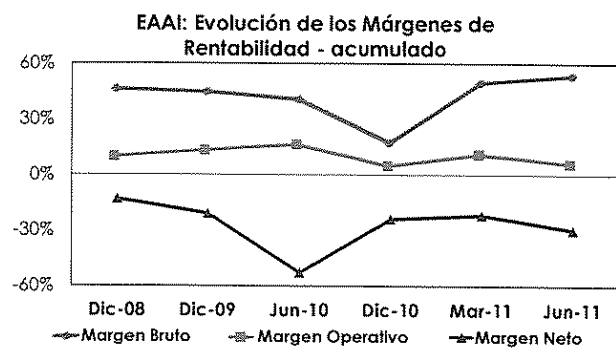
A junio 2011, los gastos financieros de la EAAI, incluyendo la pérdida cambiaria, suman C\$53,9 millones. Excluyendo la pérdida cambiaria, el 81% de los gastos corresponden al pago de intereses bancarios.

Actividad	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Dic-10	Mar-11	Jun-11
Rotación Gtos. Adm.	37,6	31,8	29,8	47,9	52,3	47,4
Util. Operac. / Gtos Adm.	0,86	0,96	1,14	0,31	0,80	0,39

Al finalizar junio 2011, la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos disminuyó al pasar de 1,14 veces (junio 2010) a 0,39 veces, comportamiento que obedece especialmente al decrecimiento de la utilidad operacional bruta (57%) debido a los gastos por depreciación registrados

durante el 2011.

A junio 2011 se observa una mejora en el margen bruto de la entidad, producto del aumento en los ingresos operativos (ingresos aeroportuarios y auxiliares menos costos por servicios aeroportuarios y auxiliares). El incremento de los gastos por depreciación afectó el margen operativo y el margen neto de la empresa.



7.2. Costos de Transformación

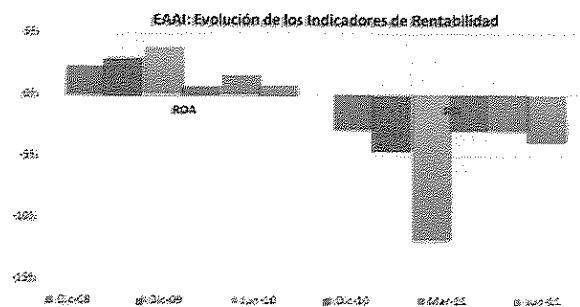
En cuanto a los costos de transformación de la Empresa, se destaca que a junio 2011 el costo de los servicios, los gastos de operación y los gastos financieros alcanzan niveles similares a los observados a diciembre 2008 y 2009. El crecimiento en los gastos de operación se explica principalmente por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

Costos De Transformación	Dic-08	Dic-09	Jun-10	Dic-10	Mar-11	Jun-11
Costo de Servicios	43%	41%	42%	77%	38%	40%
Gastos Operación	47%	45%	41%	18%	50%	54%
Gasto Financiero	16%	17%	61%	30%	22%	24%

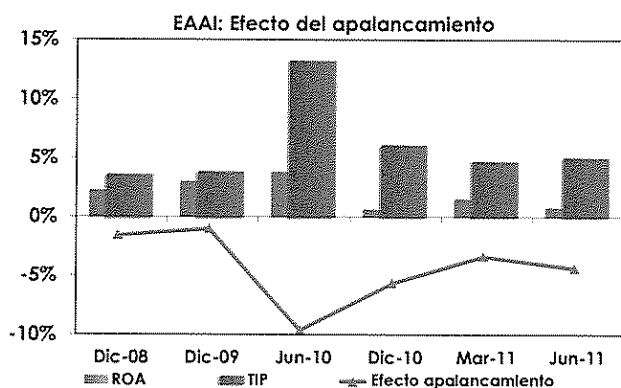
7.3. Rentabilidad

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\$ 184,2 millones.

Por lo tanto, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 0,82% a junio 2011, 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. Sin embargo, de manera anual y trimestral se observan disminuciones importantes en el indicador, producto de la menor utilidad operativa.



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 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 junio 2011, percibiendo pérdidas netas. A pesar de que se colocaron USD42 millones correspondientes a los BRADE, el pasivo bancario no ha disminuido de manera acorde, por lo que el pasivo con costo continúa aumentando. El no poder colocar los restantes USD 18 millones de los BRADE ha provocado un replanteamiento de la estrategia financiera de la EAAI. La EAAI adoptó una estrategia basando su comportamiento en la administración eficiente de sus flujos de caja, lo que les ha permitido cumplir, e incluso superar sus expectativas, con los recursos de la reserva de pago de los BRADE. Ante esta situación, la perspectiva de la administración es que seguirán teniendo pérdidas contables por al menos 5 años más, sin embargo destacan el uso del flujo de caja de la empresa como herramienta de planeamiento para inversiones.