

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

Informe de Calificación

Sesión Ordinaria: 4172011

Información financiera no auditada: al 30 de septiembre 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 septiembre 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).

	Calificación de Riesgo				
	Anterior		Actual		Perspectiva
	Ciudadobus	Moneda extranjera	Ciudadobus	Moneda extranjera	
Largo Plazo	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	scr BB+ (nic)	Estable
Corto Plazo	SCR+ (nic)	SCR+ (nic)	SCR+ (nic)	SCR+ (nic)	Estable

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.

Con relación a la perspectiva, la categoría **Estable** se refiere a que se percibe una baja probabilidad de que la calificación varíe en el mediano plazo.

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.

"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"

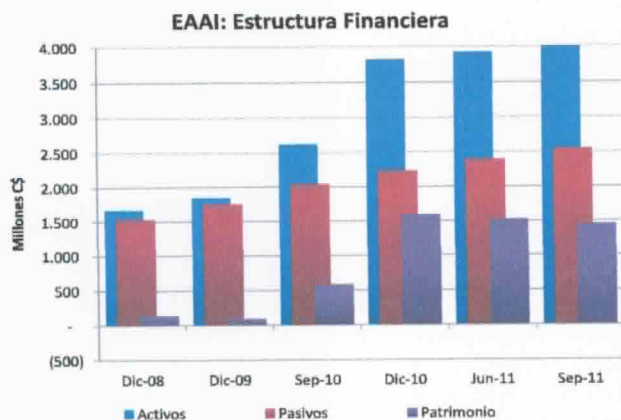
3. ANÁLISIS DEL ENTORNO

3.1. Entorno económico

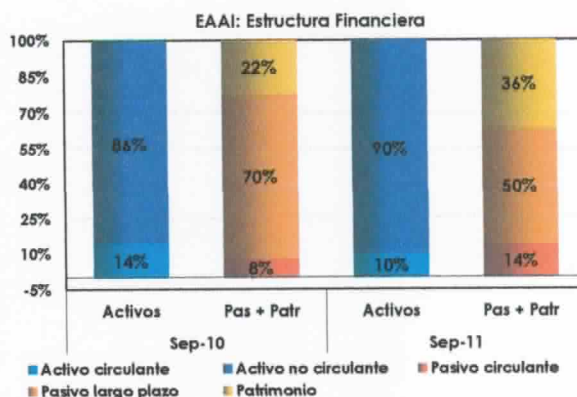
Con la crisis financiera internacional 2008-2009, la economía mundial se deprimió notoriamente; y para 2011 apenas ha mostrado signos de recuperación. El Fondo Monetario Internacional (FMI) proyecta que Latinoamérica crecerá 4,6% en el 2011, y de acuerdo con proyecciones del Banco Central de Nicaragua (BCN), el Producto Interno Bruto (PIB) de Nicaragua registrará un crecimiento de entre 3,5% y 4,0% en el 2011, 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.

4. ESTRUCTURA FINANCIERA

El comportamiento del balance general de la EAAI al finalizar septiembre 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 crecimiento en las pérdidas de la EAAI.

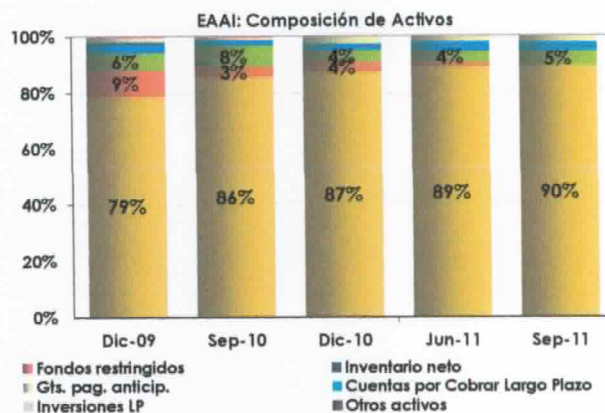


La reversión del patrimonio negativo se dio tras la cesión por parte del Gobierno de Nicaragua de los terrenos en los cuales se encuentra ubicado el Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino. Posteriormente, estos terrenos fueron revaluados y además se incluyeron activos que anteriormente no se 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 septiembre 2011, C\$ 3.991,1 millones (USD175,8 millones) y se componen principalmente de inmuebles, mobiliario y equipo neto (90%). Los activos aumentaron un 52%, de manera anual, crecimiento impulsado por el aumento en el valor de los inmuebles propiedad de la EAAI.

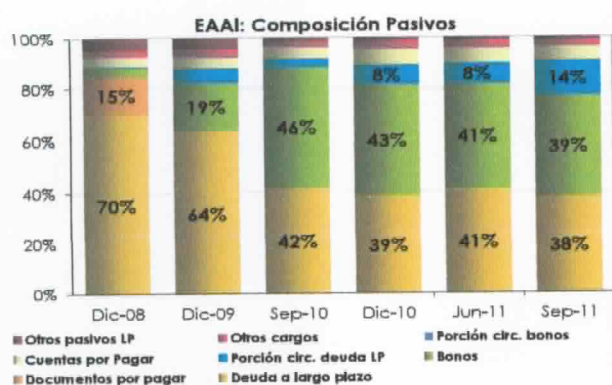


Los pasivos de la empresa (C\$2.543 millones o USD 112,1 millones) aumentaron un 6% de manera trimestral y 25% de manera anual, principalmente por el aumento de la porción circulante de la deuda por pagar a largo plazo.

Los pasivos bancarios de la EAAI, tanto de corto como largo plazo, suman USD58,1 millones a septiembre 2011, tras un aumento del 11% con respecto a septiembre del año anterior. A su vez, de manera trimestral el pasivo bancario aumentó un 11%. 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 septiembre del 2011 se han desembolsado USD 6 millones, destinados a la construcción de las pistas de aterrizaje en Ometepe y San Juan del Sur. Debe destacarse también que

durante el trimestre bajo análisis la Empresa contrató un financiamiento mediante préstamo por USD 6 millones, a 5 años plazo, con un banco privado nicaragüense. Como garantía de este préstamo se otorgaron los contratos de asistencia en tierra entre las líneas aéreas American Airlines y UPS.

A septiembre 2011, el patrimonio de la EAAI alcanzó la suma de C\$1.4487 millones (USD 63,8 millones), mostrando una disminución trimestral del 5%. Esta disminución se debe al crecimiento en las pérdidas acumuladas de la EAAI. El patrimonio de la EAAI se compone principalmente del Superávit por revaluación de activos (67%) producto de la cesión de los terrenos.



5. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

5.1. Liquidez

Al cierre del tercer trimestre 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 inferior a la unidad, lo que significa que los activos de corto plazo no son suficientes para cubrir los pasivos circulantes.

Liquidez	Dic-08	Dic-09	Sep-10	Dic-10	Jun-11	Sep-11
Razón circulante	1,37	1,64	1,75	1,23	1,03	0,74
Preparación Cap. Trab.	36%	52%	54%	33%	20%	-21%

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 septiembre 2011, el capital de trabajo es negativo, producto principalmente del aumento en la proporción circulante de la deuda a largo plazo.

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 aumentó de manera trimestral y alcanza un 64%. De manera anual

se observó un aumento en la RD, explicado principalmente por el importante aumento en los activos fijos (terrenos y edificios).

El indicador de cobertura de intereses disminuyó respecto a septiembre 2010 y de manera trimestral. La disminución de dicho indicador se debe a la disminución de la utilidad operativa de la Empresa. 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 septiembre 2010 y 2011 se observa una disminución (7%) en los gastos financieros, fruto de la reestructuración del financiamiento de la EAAI. 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	Sep-10	Dic-10	Jun-11	Sep-11
Cobertura de intereses	0,68	0,82	0,27	0,18	0,26	0,13
TIP	3,6%	3,9%	6,5%	6,1%	5,1%	4,9%
GtoFinan/Pas.c.costo	4,1%	4,4%	7,1%	6,8%	5,6%	5,3%

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.

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%

Al cierre de marzo de 2010 se habían colocado un total de \$42 millones correspondientes a los BRADDE, 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%, condiciones similares a las de la Serie D de los BRADE.

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 30 de noviembre del 2011, los fondos en dicha cuenta suman US\$2.289.515.

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 de manera trimestral. Este aumento se explica por un incremento en los ingresos de operación anualizados y una disminución en el activo circulante. Caso distinto ocurre con la rotación de activos de largo plazo (RLP) de manera anual, la disminución en este indicador se debe al aumento de los activos de largo plazo.

Actividad	Dic-08	Dic-09	Sep-10	Dic-10	Jun-11	Sep-11
RAC	0,77	1,03	1,34	0,95	1,18	1,22
RLP	0,30	0,27	0,22	0,13	0,14	0,14
RAT	0,22	0,21	0,19	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 septiembre 2011. Aunque los ingresos por operación han mostrado un comportamiento creciente, este ha sido menor que el crecimiento mostrado por los activos.

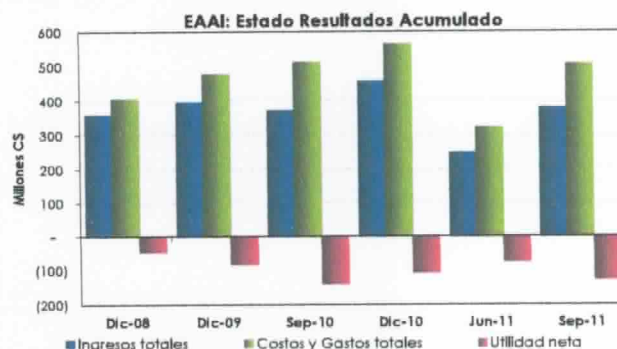
7. ANÁLISIS DE RESULTADOS

7.1. Estado de Resultados

A partir del 2007, la EAAI ha registrado pérdidas, acumulando a diciembre 2010 un total de C\$107,5 millones. A septiembre 2011, la EAAI registra pérdidas netas por C\$127,41 millones (USD 5,71 millones). A su vez, se registran pérdidas acumuladas por C\$238,0 millones (USD 10,49 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 septiembre 2011, el 81% de los ingresos operativos se dan por concepto de servicios aeroportuarios (principalmente por el cobro de derechos de terminales, 56% del total de ingresos operativos) y el 17% restante por servicios auxiliares (principalmente por asistencia en tierra), 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 septiembre 2011, se observa un crecimiento del 2% en los ingresos operativos con respecto al acumulado a septiembre 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.

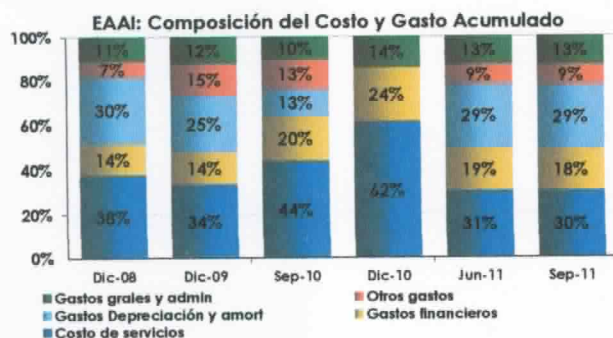
A octubre 2011, el acumulado total de pasajeros internacionales (entrantes y salientes) en el Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino fue de 810.178 pasajeros, un 4,3% menos que el acumulado a octubre 2010. En general, se observa una cantidad menor de pasajeros durante los meses de mayor tránsito en el 2011.



Con respecto a los gastos, debe resaltarse el incremento en los gastos por concepto de

depreciaciones, C\$114,9 millones a septiembre 2011, un 78% más que a septiembre 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".

La composición de los gastos se ha mantenido relativamente constante durante el tiempo, siendo los gastos más importantes los referentes a los servicios de operación que ofrece la Empresa, además de los gastos por depreciación y amortización, de especial importancia debido al gran peso de los activos fijos de la Empresa. 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.

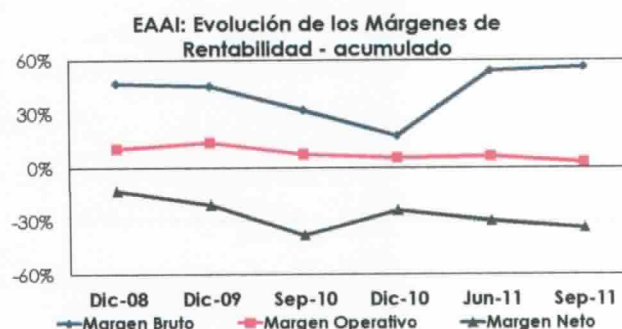


La pérdida cambiaria, uno de los principales determinantes para los resultados negativos de la Empresa, es un factor difícil de eliminar o al menos mitigar. A pesar de que sus principales ingresos están en dólares, sus principales activos y egresos se registran en córdobas, por lo que se da permanentemente una brecha en los ingresos y gastos que es difícil de calzar, ante un esquema cambiario de minidevaluaciones en el cual diariamente el valor de los activos e ingresos en córdobas se reduce.

A septiembre 2011, los gastos financieros de la EAAI, incluyendo la pérdida cambiaria, suman C\$175,2 millones. Excluyendo la pérdida cambiaria, el 87% de los gastos corresponden al pago de intereses bancarios.

Actividad	Dic-08	Dic-09	Sep-10	Dic-10	Jun-11	Sep-11
Rotación Gtos. Adm	37,6	31,8	37,0	47,9	47,4	44,9
Util. Operac. / Gtos Adm	0,86	0,96	0,52	0,31	0,39	0,18

Al finalizar septiembre 2011, la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos disminuyó al pasar de 0,52 veces (septiembre 2010) a 0,18 veces, comportamiento que obedece especialmente al decrecimiento de la utilidad operacional bruta (56%) debido a los gastos por depreciación registrados durante el 2011.



A septiembre 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.

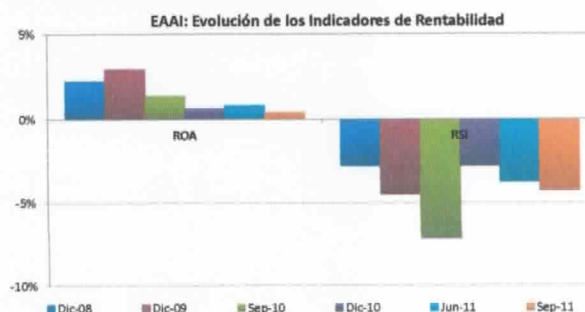
7.2. Costos de Transformación

En cuanto a los costos de transformación de la Empresa, se destaca que a septiembre 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.

Costos De Transformación	Dic-08	Dic-09	Sep-10	Dic-10	Jun-11	Sep-11
Costo de Servicios	43%	41%	61%	77%	40%	41%
Gastos Operación	47%	45%	32%	18%	54%	56%
Gasto Financiero	16%	17%	27%	30%	24%	25%

7.3. Rentabilidad

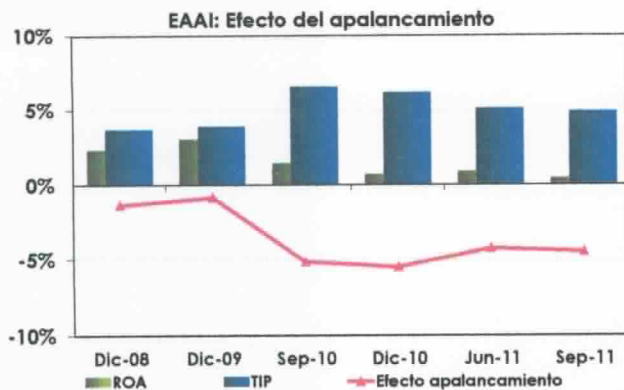
Los indicadores de rentabilidad de la EAAI, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la entidad, han exhibido una evolución consecuente con el comportamiento de los resultados en los últimos tres años. Para el trimestre en análisis, el patrimonio registrado vuelve a ser positivo. Sin embargo, las pérdidas acumuladas hasta el cierre del análisis suman C\$ 238 millones.



Por lo tanto, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 0,40% a septiembre 2011, inferior al registrado un año atrás, comportamiento que se presenta en forma paralela con una menor 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 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 septiembre 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.