

EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES

Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4142013

Sesión extraordinaria de ratificación: N° 4152013

Información financiera: no auditada al 30 de setiembre del 2013.

Contactos: Alexander Meza Schmidt Analista Financiero
Cindy Alfaro Azofeifa Analista Senior

ameza@scriesgo.com
calfaro@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación se presenta el análisis de las variables más importantes consideradas por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. en el proceso de calificación de riesgo de la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua (EAAI), tomando en cuenta información financiera no auditada a setiembre 2013.

Calificación de Riesgo						
	Anterior			Actual*		
	Moneda		Perspectiva	Moneda		Perspectiva
	Córdobas	Extranjera		Córdobas	Extranjera	
Largo						
Plazo	scr B+(nic)	scr B+(nic)	Estable	scr B+(nic)	scr B+(nic)	Estable
Corto						
Plazo	SCR 4(nic)	SCR 4(nic)	Estable	SCR 4(nic)	SCR 4(nic)	Estable

*La calificación actual no varió con respecto a la anterior.

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*
Bonos de Infraestructura				
EAAI	Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)	US\$4,00	scr BBB (nic)	scr BBB (nic)

*La calificación actual no varió con respecto a la anterior

Por otra parte, el Consejo de Calificación acordó otorgar a las series de la emisión de Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) las siguientes calificaciones de riesgo:

Bonos BRADE				
Emisor	Serie	Monto -millones US\$-	Calificación	Calificación
			anterior	actual*
EAAI	Serie A	5,00	scr BBB (nic)	scr A (nic)
EAAI	Serie B	15,00	scr BB (nic)	scr BB (nic)
EAAI	Serie C	20,00	scr BB (nic)	scr BB (nic)
EAAI	Serie D	2,00	scr BB (nic)	scr BB (nic)

*La calificación actual varió con respecto a la anterior

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 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 B: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago mínima sobre el capital e intereses, cuyos factores de respaldo son muy variables y susceptibles 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 emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el periodo y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos"

¹ El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página www.scriesgo.com

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

Las calificaciones desde “scr AA” a “scr C” y de “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 Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua, S.A. toman como fundamento:

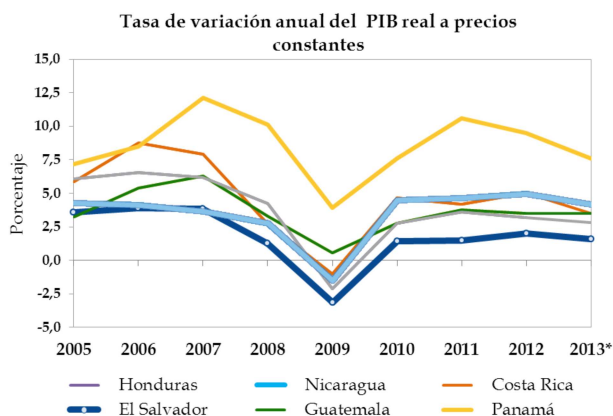
- En general EAAI ha sido consistente en la consecución de los distintos planes establecidos para el mejoramiento de su situación financiera, destacando aumentos en su volumen de operaciones que demuestran un EBIDTA que se incrementa un 16% en el último año.
- En concordancia con la programación financiera que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha desarrollado para sanear los pasivos de EAAI, se registró la inyección de US\$2.796.521,85 hacia el mes de octubre 2013.
- En conjunto, ya fueron incluidos dentro del Presupuesto General de la República 2014 y el Marco Presupuestario de Mediano Plazo, los distintos montos de asignación del período 2014-2017, establecidos por el MHCP para la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua.
- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para setiembre 2013 se muestra en 5,61 veces. Esto presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas.
- Producto de lo anterior, el patrimonio de la entidad mantiene su tendencia decreciente, impactado además por el efecto de la depreciación y la revalorización cambiaria.
- Los Bonos BRADE requieren una provisión en la cuenta de reserva de al menos 4,5% de la colocación,

para el cierre del tercer trimestre del 2013, esta provisión tiene un saldo que cubre el 9% del total del monto colocado, e inclusive cubre 76% del monto a ser cancelado en la serie A de los Bonos BRADE (cuyo vencimiento se registra para el 1 de abril del 2014).

- Como tal, EAAI se circunscribe dentro de la estructuración del megaproyecto canal interoceánico de Nicaragua, lo cual implica proyecciones de consideración en términos del desarrollo y crecimiento en volumen de operaciones.
- Conforme se materialicen las demás estrategias para disminuir la carga pasiva de la entidad y según evolucionen los resultados financieros a través de mejoras en la gestión de EAAI, SCRiesgo evaluará un posible cambio en la calificación.

3. ENTORNO ECONÓMICO

Nicaragua al igual que sus pares de la región, continúa experimentando un periodo de recuperación después del lento crecimiento a nivel mundial producto de la crisis financiera global. El reciente desempeño económico del país ha sido favorable con un crecimiento real del Producto Interno Bruto (PIB) promediando 5,3% para el bienio 2011/2012. Además, durante el año 2013, el crecimiento se mantiene por encima del 4%.



Fuente: CEPAL

El desafío que enfrenta Nicaragua es el difícil contexto internacional, caracterizado por el alto nivel de incertidumbre en la recuperación de las economías

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

desarrolladas (Zona Euro y la economía norteamericana), la capacidad de respuesta ante el impacto que podría tener esta condición en los niveles de exportaciones, el flujo de remesas familiares y la inversión privada, así como los choques externos de cara a las nuevas exigencias del mercado.

Dentro de los factores positivos se destacan las alianzas estratégicas entre el gobierno y el sector privado, lo que ha llevado a implementar reformas fiscales que logran atraer la atención de los inversionistas.

Al finalizar junio de 2013, el crecimiento del PIB fue del 5,2% de acuerdo a las estimaciones del Banco Central de Nicaragua (BCN). La ampliación de la apertura comercial (modelo de alianzas), fue uno de los factores claves para lograr crear un mayor dinamismo del sector productivo, ayudando también a la mejora en el volumen de Inversión Extranjera Directa (IED). Otro factor importante fue el crecimiento de las remesas familiares las cuales ascendieron a US\$521,6 millones al cierre del primer semestre de 2013, significando un crecimiento del 5,2% respecto al mismo periodo del año 2012.

Según el BCN, el IMAE promedio a junio de 2013 muestra una variación anual promedio de 5,3%. En tal contexto, las actividades con un crecimiento interanual mayor a un dígito fueron construcción (14,8%), agricultura (8,4%), silvicultura, pesca y minería (11,5%). En tanto que hoteles y restaurantes (2,7%), transporte y comunicaciones (3,1%), y comercio (1,3%) son consideradas las de menor crecimiento.

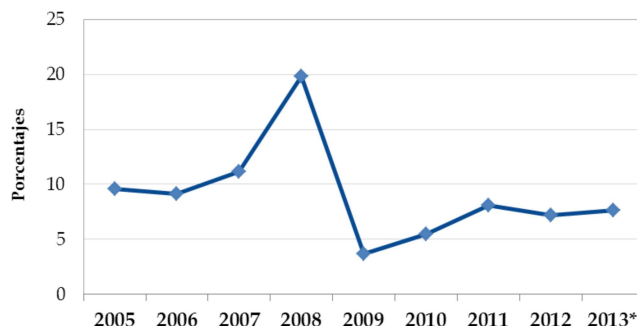
El sector construcción mostró un crecimiento mayor que los demás sectores; producto de las inversiones en obras de construcción, ejecuciones de proyectos institucionales; así como la construcción en el sector de vivienda basado en inversión privada.

Dentro del sector agrícola, el principal aporte lo generó el cultivo del café, caña de azúcar y otros grupos de cultivos tales como la producción de tabaco, ajonjolí y plátano. Si bien, el cultivo del café creció en un 13% favorecido por las condiciones climáticas, se vio afectado por el surgimiento de un brote de roya y antracnosis en el tercer trimestre de 2012. Lo anterior limitó el alcance para los resultados esperados en el año 2013.

La inflación a junio de 2013 se ubicó en 8,3% superando en 1,8 puntos porcentuales al interanual del mismo periodo. Al cierre de diciembre de 2012 este indicador fue 6,6%. Los niveles de inflación más altos los reportan el sector de alimentos y bebidas no alcohólicas (11,6%) y restaurantes y

hoteles (8,2%), que combinados explican más de la mitad del alza descrita. Por su parte, el incremento fue sensible también en educación (8%) y bebidas alcohólicas y tabaco (7,3%).

Nicaragua: Tasas de Inflación



Fuente: Banco Central Nicaragüense.

En términos de generación de empleo formal, los afiliados al sistema de seguridad social se incrementaron en cerca del 8,0% al cierre del periodo enero-julio de 2013, originado en actividades como el comercio, agricultura, construcción y transporte. Cabe destacar que los salarios al sector real crecieron modestamente en 0,4% en promedio.

Al finalizar junio de 2013, el saldo de la deuda pública alcanzó un monto de US\$5.409,1 millones de dólares declinando en un 0,1% con respecto al cierre de diciembre 2012. Esta variación es explicada por la contracción de la deuda interna (US\$34,9 millones).

Los ingresos totales del gobierno crecieron cerca del 13% interanualmente, representando un 27% del PIB. Los cuales se vieron favorecidos por las mejoras en algunos sectores productivos de la industria de Nicaragua y el incremento observado de los ingresos tributarios del Gobierno Central, que representaron 68,9% del total de los ingresos del SPNF con una tasa de crecimiento interanual 11,9% a junio 2013. Es positivo mencionar que Nicaragua registró un superávit cercano al 0,8% a junio 2013, mientras el Ministerio Hacienda estima que al cierre del año el déficit fiscal será del 0,8%, que en todo caso refleja un manejo responsable de las finanzas públicas.

La balanza comercial cerró con un déficit de US\$1.269,1 millones a junio 2013, menor en un 0,3% en igual periodo del año pasado. Este resultado obedeció al deterioro de los precios de los principales productos de exportación y al menor dinamismo en las importaciones. Las exportaciones (FOB) retrocedieron 9,1% interanualmente, con un monto de US\$1.267 millones, mientras que las importaciones (CIF)

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

totalizaron US\$2.723,1 millones, registrando un cambio negativo del 5,8% en términos anuales.

Nicaragua registró un crecimiento interanual del 7,6% en el sector financiero, en su mayoría debido a las actividades propias del sector. En tal contexto, la cartera bruta del Sistema Financiero Nacional (SFN) alcanzó un valor de C\$73.564,76 millones al finalizar junio 2013 mostrando una expansión interanual del 24,2%.

A junio de 2013, la cartera bruta por actividad económica concentra una participación de 35,2% en el sector comercio, seguido de créditos personales con 16,1%, industria con 15,4% y el sector agrícola con una participación 10%.

En lo que concierne a la cartera por categoría de riesgo, el 92,7% está clasificada en categoría "A", el 4,5% se clasifica en la categoría "B" y 1,3% para la categoría "C".

Al cierre de junio de 2013, la situación de la cartera neta estaba distribuida en 96,7% en créditos vigentes obteniendo mayor participación que hace un año (95,2%), los créditos reestructurados concentraron un 1,6%, mientras que los prorrogados fueron del 0,2%, debido a su mayor actividad en la recuperación de cartera. Así el índice de mora disminuyó en 0,52 puntos, siendo del 1,46% al finalizar el primer semestre de 2013.

4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

4.1 PERFIL Y RESEÑA HISTÓRICA

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI) fue constituida mediante Decreto Presidencial N°12-92 el 11 de agosto de 1983, publicado en La Gaceta Diario Oficial N°186 del 16 de agosto de 1983, reformada a través del Decreto N°49-91 publicado en el Diario Oficial La Gaceta N°6 del 13 de enero de 1992.

De acuerdo con su Ley Creadora, la EAAI es una entidad descentralizada, con patrimonio autónomo, propiedad del estado nicaragüense, personalidad jurídica y de duración indefinida, cuyo objetivo es la administración de los aeropuertos internacionales y nacionales existentes, o que en el futuro se desarrollen en el país; implementando las medidas y procedimientos necesarios para la organización y funcionamiento de los servicios aeroportuarios y funciones auxiliares a los mismos.

Dada la necesidad en infraestructura aeroportuaria que enfrentaba Nicaragua, EAAI se advocó por el progreso e inversión en una red de aeropuertos que impulsara el desarrollo del país en zonas que ofrecen proyectos turísticos y comerciales con importantes potencialidades para el mejoramiento económico del país.

Cabe destacar que EAAI tiene la función de operador aeroportuario y por ende no tiene dentro de sus funciones el llevar a cabo actividades de inversión y construcción de nuevos aeropuertos, sin embargo la coyuntura que presentaba Nicaragua imperó y EAAI fue llamada a asumir el proyecto de desarrollo de infraestructura aeroportuaria en ese país.

Por ello, y como parte del soporte del Estado Nicaragüense, EAAI ha sido incluido dentro de un Programa de Asignación Presupuestaria llevado a cabo por el MHCP que implica la retribución de la obligaciones asumidas por EAAI para ejecutar los distintos proyectos de construcción de aeropuertos y pistas de aterrizaje, esto con el fin de trasladar el impacto económico de la generación de nuevos aeropuertos al Estado Nicaragüense, quien funge como la figura encargada de tal actividad.

Parte importante a destacar es la función social que busca cumplir el EAAI al impulsar el crecimiento económico del país, mediante la modernización de los aeropuertos de Puerto Cabezas, Ometepe, San Juan, entre otros.

Al ser la EAAI una empresa del Estado Nicaragüense, la Junta Directiva es conformada por miembros del Gobierno Central y personas nombradas directamente por el Presidente de la República, en este orden: 1. El Presidente de la Junta Directiva, nombrado por el Presidente de la República; 2. El Ministro de Transporte e Infraestructura, o su delegado; 3. El Ministro de Hacienda y Crédito Público, o su delegado; 4. El Ministro de Fomento, Industria y Comercio, o su delegado; 5. El Ministro de Defensa, o su delegado; 6. El Presidente del Instituto Nicaragüense de Turismo (INTUR), o su delegado; 7. Un Representante del Presidente de la República; 8. Un Representante de las Asociaciones Privadas Nacionales de Turismo, legalmente reconocidas; 9. Tres representantes de la sociedad Civil.

Es importante señalar el interés de la administración en la mejora y modernización de los aeropuertos, ofreciendo al país una infraestructura aeroportuaria de calidad. Por otra parte, con la apertura de nuevos aeropuertos se busca la generación de nuevos ingresos a la entidad, siempre bajo el compromiso por ofrecer servicios de calidad y mantener las

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

instalaciones en óptimas condiciones cumpliendo con estándares internacionales.

Relacionado a lo anterior, se recalca que la Organización de Aviación Civil Internacional (OACI), distinguió a Nicaragua como el segundo país de América con el mejor cumplimiento de las normas internacionales de aviación, solo detrás de Canadá.

5. ESTRUCTURA FINANCIERA

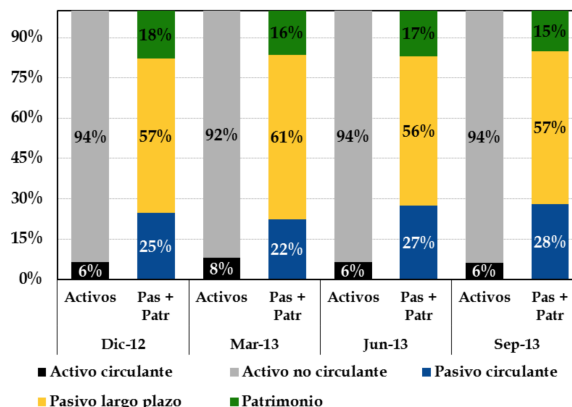
Para el mes de setiembre del 2013, la estructura de EAAI se mantiene estable con relación a la presentada en el trimestre anterior. De forma interanual, se evidencian ligeras variaciones en la posición activa y pasiva, las cuales reflejan un activo circulante que disminuye conforme hace frente a los gastos y deuda de la entidad, y un pasivo que mantiene su nivel y se acerca al primer vencimiento de sus obligaciones con el público inversionista.

Con relación a la partida de patrimonio, esta mantiene su tendencia de contracción al mostrar una disminución del 12% trimestral y del 19% interanualmente, a causa de la profundización del volumen de pérdidas de la entidad que se deriva, principalmente, de la deuda adquirida para el desarrollo de la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua que sigue presionando su situación financiera.

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) impactó hacia el alza del pasivo circulante.

Al mismo tiempo, considerando el peso del pasivo no circulante dentro de la estructura financiera, se expone el giro financiero a largo plazo del negocio de EAAI.

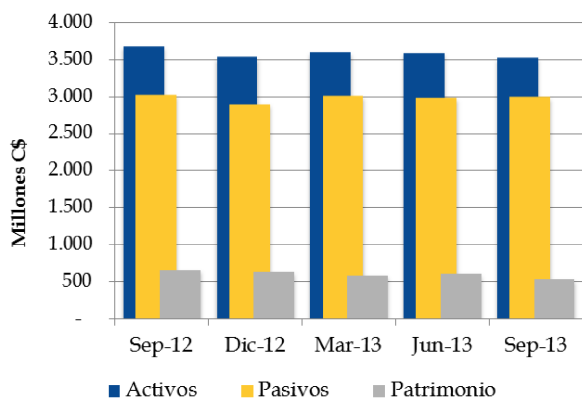
EAAI: Estructura Financiera



5.1 ACTIVOS

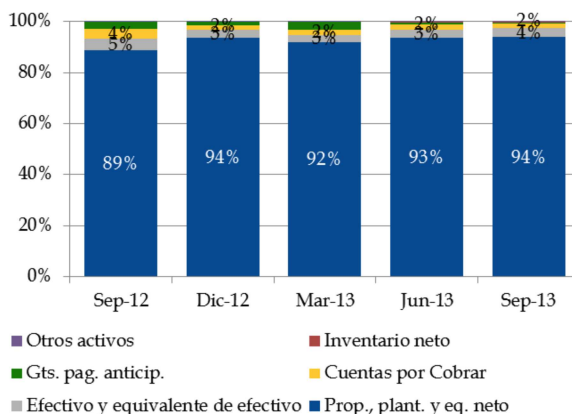
La partida de activos de EAAI suma C\$3.522,59 millones para setiembre del 2013, mostrando un decrecimiento interanual del 4% y de 2% si se compara con junio 2013.

EAAI: Estructura Financiera



Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, el tercer trimestre del 2013 refleja una brecha de liquidez negativa que se amplía mediante el aumento de la importancia relativa del pasivo circulante al 28%, donde el registro del vencimiento de la Serie A de los

EAAI: Composición de Activos



La composición de los activos se mantiene similar con relación a la presentada durante el trimestre anterior, ya que la propiedad, planta y equipo significa el 94% del total, la partida de efectivo contabiliza un 4% de importancia relativa

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

y las cuentas por cobrar representan 2% del activo total. Éstas como las cuentas más representativas.

Dentro de las variaciones más significativas en las cuentas que componen los activos para setiembre 2013, las cuentas por cobrar disminuyen un 13% de forma trimestral y un 57% interanualmente, donde la menor facturación de una de las aerolíneas de mayor peso para EAAI, a causa del efecto de estacionalidad mostrado hacia el mes de setiembre, explica la variación evidenciada durante el presente trimestre bajo análisis.

En conjunto, un ajuste contable en el registro de impuestos conllevó una disminución trimestral del 35% y de 76% interanualmente, en la cuenta de gastos pagados por anticipado.

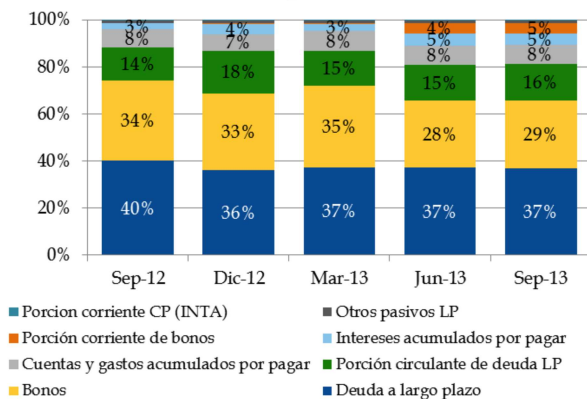
Cabe destacar que, el ligero aumento en el nivel de importancia relativa de la propiedad planta y equipo, se origina en el traslado de proyectos que estaban en el rubro de construcciones en proceso hacia los activos fijos.

5.2 PASIVOS

Para el mes de setiembre del 2013, el pasivo de la entidad suma C\$2.990,04 millones, mostrando ligeras variaciones de -0,29% trimestralmente y -1% de forma anual, por lo que el nivel de las obligaciones se sostiene.

Dentro de los cambios más relevantes en la estructura del pasivo, se destaca la entrada del primer vencimiento de los bonos BRADE, lo cual elevaría la importancia relativa de la porción corriente de esta partida a un 5% para setiembre 2013.

EAAI: Composición Pasivos



En general, se muestran las variaciones normales según el proceso de vencimiento de obligaciones comerciales y la

entrada de interés por pagar, acompañados además por las revalorizaciones de las deudas. Cabe destacar que sobre los intereses por pagar, se observa una disminución del 6% al realizarse el pago de los intereses por préstamos comerciales.

EAAI posee una estructura de obligaciones predominantemente concentrada en deuda a largo plazo y bonos, la cual ha presionado históricamente los niveles de gasto financiero de la entidad.

5.3 PATRIMONIO

El patrimonio de EAAI suma C\$532,55 millones para setiembre 2013, contabilizando una disminución trimestral por el orden del 12% e interanual del 19%. El patrimonio consta de terrenos cedidos por el Gobierno de Nicaragua que no pueden ser vendidos, traspasados o embargados para el pago de las obligaciones.

Una de las partidas de mayor peso y que impacta negativamente el balance de EAAI, son las pérdidas retenidas acumuladas las cuales se ubican en C\$768,31 millones al cierre del tercer trimestre del 2013.

6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

6.1 LIQUIDEZ

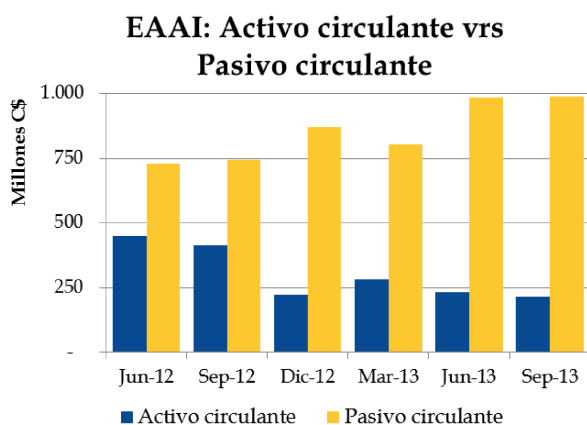
Estudiando la capacidad de EAAI para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, es apreciable como la entidad presenta una tendencia de ampliación en su brecha de liquidez, denotando para setiembre 2013 activos circulantes por el orden de C\$215,18 millones y pasivos circulantes por un monto de C\$989,46 millones.

Simultáneamente, la razón circulante muestra un decrecimiento interanual sensible para setiembre 2013 por lo que cierra en 0,22 veces, significando que los activos circulantes sólo cubren 0,22 veces las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa, por lo que se tiene que tomar parte de su activo fijo para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A



Como tal, la razón circulante se ubica en este nivel a causa del descenso en los activos circulantes y el aumento del pasivo circulante, presionado principalmente por la inclusión de la serie A de los BRADES y los efectos de revalorización de las deudas comerciales.

Liquidez	Sep-12	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13
Razón circulante	0,56	0,26	0,35	0,24	0,22
Proporción Cap. Trab.	-61,39%	-232,78%	-148,33%	-259,12%	-294,08%

No obstante, es necesario precisar que dentro del pasivo circulante se encuentran cuentas las cuales no representan una exigibilidad para EAAI, a saber:

- El préstamo con BANPRO bajo la modalidad Balloon Payment, cuya exigibilidad real es hacia el largo plazo y que por un tratamiento contable se registra en el pasivo circulante.
- Los préstamos concesionales con el gobierno Español y sus intereses, los cuales solo están a la espera del acta de condonación definitiva por parte del Gobierno Español.
- Las provisiones para el INAC y la Tesorería General de la República (TGR).

Debido a lo anterior, un 59% del pasivo circulante no simboliza una exigibilidad real en el corto plazo para la organización. En ese sentido, al realizar una sensibilización de la razón circulante en términos de esa exigibilidad real de los pasivos a corto plazo, se obtiene una razón circulante de 0,53 veces.

Pasivo Circulante -30 de setiembre del 2013-	Córdobas	Equivalencia en US\$
Total pasivo a corto plazo	989.456.327,60	39.543.138,80
Prestamos Banpro (modalidad Ballón Paymen)	158.652.938,17	6.340.487,17
Prestamos Concesionales (asumidos por MHCP)	252.278.881,14	10.082.202,25
Intereses por pagar ptmos concesionales	116.223.340,37	4.644.809,02
Otras Ctas por pagar (INAC provisión)	46.030.718,26	1.839.595,17
Otras Ctas por pagar (Transferencia a TGR provisión)	10.000.000,00	399.645,12
Total deuda exigible real a corto plazo	406.270.449,66	16.236.400,06
Total Activo Circulante	215.177.428,04	8.599.460,80
Razón circulante	0,53	0,53

La entidad mantiene un flujo de caja proyectado al año 2029, el cual dentro de sus principales supuestos destaca un crecimiento anual de los ingresos operativos de un 5%, un crecimiento de los gastos de un 2%, financiamiento externo con condiciones favorables a la entidad, aumento de las tarifas y recompra de los bonos BRADE.

Para el tercer trimestre del 2013, EAAI cierra con un flujo de caja real acumulado de US\$30.983,94, el cual se contrae a causa del pago establecido de US\$1,76 millones en intereses de los bonos BRADES. Además, este último mes señala movimientos hacia la baja en el flujo de pasajeros internacionales a causa de la estacionalidad característica de la época, por lo que la contracción normal en el flujo de ingresos también impacta dicha contracción en el flujo.

Un aspecto importante a precisar es que se tenía proyectado para el tercer trimestre del 2013 la entrada de US\$2,76 millones, provenientes del MHCP como parte del programa de ajuste de adeudos de EAAI, los cuales amortiguarían el efecto del pago de intereses de los bonos BRADES en el flujo; sin embargo, la transferencia se originó hasta el mes de octubre 2013, por lo que el efecto de pago de intereses fue más sensible para el flujo resultante a finales de setiembre 2013.

Por otra parte, el flujo de caja proyectado considera la condonación de la deuda Radar I y II, lo que ayuda a mejorar su estructura de pasivos a corto plazo y consecuentemente alivia la carga financiera de la entidad. Sobre este aspecto, la Administración de EAAI comenta que los trámites de condonación con el Gobierno Español podrían ejecutarse para el primer trimestre del 2014.

Al final, para setiembre 2013, EAAI enfrenta un situación de liquidez comprometida debido al efecto de los préstamos en el corto plazo, aunque no se debe perder de vista que las inversiones realizadas en los aeropuertos son significativas y los réditos sobre éstas se verán en el largo plazo, aunado a que el soporte del MHCP se enfoca en mejorar la calidad crediticia de la organización.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

6.2 ENDEUDAMIENTO

Hacia el cierre del tercer trimestre del 2013, EAAI sostiene su alto apalancamiento financiero al registrar una razón de deuda que llega al 84,88%. En general, las obligaciones financieras suman US\$62,76 millones para setiembre 2013, por lo que disminuyen un 1% de manera trimestral. Lo anterior, producto de las amortizaciones registradas durante el presente trimestre bajo análisis.

Para setiembre 2013, el interés promedio sobre pasivos aumenta ligeramente con respecto a junio 2013 y provoca una desmejora en la cobertura de intereses, la cual cierra en 0,30 veces después de haberse registrado una cobertura de 0,38 veces al cierre del trimestre anterior.

Este resultado en el indicador de cobertura es producto del aumento en los gastos por intereses que presenta EAAI para el trimestre en estudio. Sin embargo, el aumento en la utilidad operativa empujó el indicador interanualmente, por lo que evidencia una cobertura 0,13 puntos mayor que aquella registrada en el mismo período durante el año anterior.

Endeudamiento	Sep-12	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13
Razón de deuda	82,06%	82,09%	83,60%	83,10%	84,88%
Cobertura de intereses	0,17	-0,14	0,64	0,38	0,30
Endeudamiento	4,58	4,58	5,10	4,92	5,61
Interés medio sobre Pasivos	4,89%	5,12%	4,95%	5,03%	5,60%

La entidad mantiene colocados en el mercado los Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II), cuya emisión fue efectuada por US\$4,00 millones. Al 30 de setiembre del 2013, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.008.879,50 equivalentes a US\$400.000,00 y en el largo plazo el saldo por esta obligación asciende a la suma de C\$15.013.324,75 equivalentes a US\$600.000,00, denotando una disminución de US\$100.000,00 durante el presente trimestre de evaluación. Es importante recordar que el vencimiento de los BIAN II se establece para el 25 de enero del 2016 según prospecto.

En conjunto, EAAI cuenta con la emisión de \$42 millones correspondientes a los Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE), de los cuales se colocaron en su totalidad las series A, B, C y \$2 millones de la serie D.

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)				
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\$2,00
Plazo (años)	5	10	15	20
Fecha de emisión	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009
Fecha de vencimiento	1-abr-2014	1-abr-2019	1-abr-2024	1-abr-2029
Tasa de interés	8,00%	8,25%	8,50%	9,00%

Como se puede apreciar, para el 1 de abril del 2014 está establecido el vencimiento de la serie A de los bonos BRADE, por lo que EAAI deberá enfrentar el pago de \$5 millones de dólares, donde la capacidad de liquidez será determinante para el cumplimiento oportuno de la obligación.

Es importante mencionar que el prospecto de los bonos BRADE constituye una cuenta de reserva para aprovisionar los pagos del principal e intereses, dicha reserva debe significar en todo momento un 4,5% del total de la emisión como mínimo. Al 31 de octubre del 2013 el fondo asciende a US\$3.776.050,89 cubriendo un 9% del total del monto colocado, e inclusive cubre 76% del monto a ser cancelado en la serie A.

Este fondo es administrado por INVERCASA y se constituye con reservas de los ingresos generados por la tarifa de derecho de terminal, así como aportaciones extraordinarias según el comportamiento del flujo de efectivo.

En relación con los compromisos asumidos por el MHCP para hacer frente a aquellas deudas contraídas para el desarrollo de la infraestructura aeroportuaria y que presionan la situación financiera de EAAI, como se acotó anteriormente, la Administración de EAAI reporta que para octubre 2013 se realizó la transferencia de US\$2,76 millones, como parte del segundo aporte pactado para el año 2013 para la cancelación de deudas pendientes. Asimismo, ya se encuentra designado dentro del Presupuesto General de la República el monto de US\$6,67 millones como parte de la primera transferencia del programa de saneamiento de deudas.

A continuación se detallan los montos de las distintas asignaciones presupuestarias a efectuarse hasta el 2017, incluidos dentro del Presupuesto General de la República y el Marco Presupuestario de Mediana Plazo (MPMP) del Gobierno de Nicaragua:

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

Programa de Asignaciones MHCP	
Año	Monto
2014	6.667.904,51
2015	6.727.504,34
2016	5.360.360,74
2017	3.245.797,93
Total	22.001.567,52

Fuente: Información administrada por la Administración de EAAI.

Siguiendo con las precisiones sobre el endeudamiento de EAAI, el 75% del total de la deuda comercial a corto plazo se compone de dos préstamos con BANPRO, donde las cuentas se encuentran calculadas en base a 5 y 10 años y se aplica el "Balloon Payment" al finalizar cada periodo de 12 meses, realizando una renovación por un periodo similar hasta concluir el plazo originalmente pactado.

Los montos originales de estos créditos son por US\$1,5 millones y US\$7,0 millones, cuyos saldos a setiembre 2013 suman US\$393.355,31 y US\$5,95 millones, respectivamente. Si bien la modalidad "Balloon Payment" requiere del registro de estos préstamos dentro del rubro a corto plazo, cabe destacar que la exigibilidad de los mismos no es al corto plazo, si no que realmente su cancelación está pactada en el largo plazo, lo cual alivia la obligaciones a corto plazo de la organización como se demostró en la sensibilización de la razón de liquidez.

7. ANÁLISIS DE GESTION

7.1 ACTIVIDAD

Analizando el avance en las distintas obras que realiza EAAI, la administración comenta que el Aeropuerto de Ometepe se encuentra terminado y ya cuenta con la torre de control. A la fecha, se está a la espera del certificado de operación del aeropuerto por parte del INAC, cuyo proceso se espera que se concluya en diciembre del 2013, dándole la apertura durante el primer trimestre del 2014. La inversión total en Ometepe ronda los US\$ 10,9 millones.

Conjuntamente, el Aeropuerto de San Juan ya se encuentra operando, recibiendo vuelos chárter y dos vuelos regulares a la semana de la aerolínea La Costeña. Paralelamente, se sigue con el proceso de comercialización de la terminal junto con el Instituto Nicaragüense de Turismo (INTUR). La inversión total fue de aproximadamente US\$20 millones.

En cuanto a los índices de gestión de la entidad, éstos mantienen su nivel trimestralmente, con excepción de la rotación del activo circulante (RAC) que llega a 3,29 por lo que EAAI aumentó su capacidad de convertir el activo circulante en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares). Esto fue ocasionado por el aumento en los ingresos de operación sobre la disminución que presenta el activo circulante para setiembre 2013.

El alto nivel de activo fijo y el peso que significa éste dentro de la composición de activos, así como el actual nivel de generación de ingresos, ocasionan la baja rotación de activos totales y fijos, considerando además que las características propias de estas inversiones disponen la generación de réditos a más largo plazo.

Actividad	Sep-12	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13
RAC	1,42	2,60	2,35	2,93	3,29
RAF	0,18	0,18	0,20	0,20	0,21
RAT	0,16	0,16	0,19	0,19	0,20

8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al cierre de setiembre del 2013, EAAI presenta un incremento del 13% en sus ingresos totales con respecto a los registrados en setiembre 2012, al registrar US\$22,27 millones como consecuencia de un mayor nivel de actividad aeroportuaria, en conjunto con el incremento en la tarifa de Derecho de uso de terminal dentro de los réditos generados por los servicios aeroportuarios. De esta forma, los ingresos de la entidad se componen en un 79% en ingresos aeroportuarios, 16% por ingresos auxiliares y 5% por otros ingresos de orden financiero.

Al mismo tiempo, se registra el ascenso en los gastos totales por el orden del 9% interanualmente, al contabilizarse éstos en US\$29,55 millones. La variación es causada por el crecimiento del 22% en los gastos de administración, el aumento del 6% en los intereses bancarios y el mayor nivel de operación que provocaría incrementos en los costos de servicios aeroportuarios y auxiliares del 17% y 10%, respectivamente.

De forma general, para setiembre 2013 los costos y gastos de EAAI se componen, primordialmente, en 20% por costos de servicios aeroportuarios, 17% por intereses bancarios, 16% por depreciaciones y con un 14% importancia relativa se ubica la pérdida cambiaria y los gastos de administración. Es necesario precisar que el incremento en los gastos administrativos se da paralelo a la construcción de los nuevos aeropuertos, ya que se origina de la contratación y

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

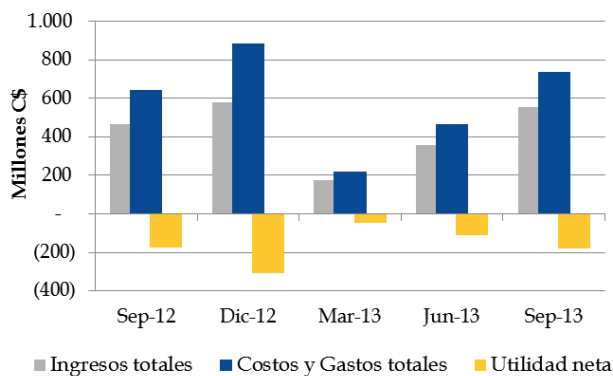
capacitación de nuevo personal y operarios para estos aeropuertos.

Además, en el caso de la pérdida cambiaria, la cual se produce al revalorizar las obligaciones financieras (prestamos con la banca comercial, préstamos concesionales y bonos) y que representa 42% del total de gasto financiero acumulado e inclusive consume el 18% de los ingresos totales acumulados, se genera por un efecto contable ligado a una condición de política económica de Nicaragua, que no necesariamente involucra aspectos de eficiencia operativa de la entidad como tal.

En detalle, el efecto negativo que causa esta revaloración cambiaria obedece a un aspecto estructural sobre el sistema de minidevaluaciones del sistema cambiario de Nicaragua, en conjunto con los aspectos coyunturales del mercado de divisas en este país. Además, EAAI registra sus ingresos en dólares mas no así sus activos, por lo que se genera constantemente un incremento en la pérdida cambiaria.

Al final, el efecto conjunto de ingresos y gastos produjo un resultado final del período que totalizó C\$181,91 millones (US\$7,28 millones) de pérdida acumulada, por lo que se sostiene la situación de pérdida de EAAI. Interanualmente, este monto significa un 2% menos de pérdida.

EAAI: Estado Resultados Acumulado



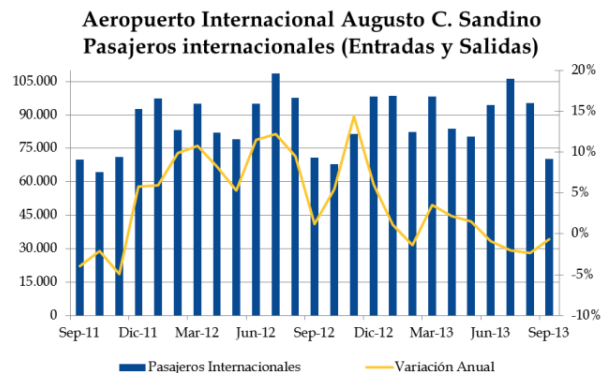
A la fecha, el nivel actual de ingresos aún no es lo suficientemente alto para que la Empresa sea capaz de revertir, por si sola, su nivel de endeudamiento y situación de pérdida. Sin embargo, este escenario sería afectado positivamente según se efectúen los distintos pagos del Programa de Asignación Presupuestaria del MHCP, al aliviar la carga de la deuda comercial de EAAI.

Analizando a EAAI en razón del EBITDA, el cual mide el desempeño operativo de la empresa, se observa como la entidad ha incrementado sus beneficios de operación interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de US\$6,30 millones, presentando un incremento interanual del 16%.

EAAI EBITDA			
-En Dólares (\$)-			
	Sep-12	Sep-13	Δ anual
Utilidad Bruta	814.390,88	1.530.824,12	88%
(+) Depreciación	4.622.606,31	4.766.075,01	3%
EBITDA	5.436.997,19	6.296.899,13	16%
Ventas	18.541.250,02	21.262.518,41	15%
Margen EBITDA	29%	30%	

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI presenta una nivel similar de forma interanual en razón a su empleo de costos operativos, lo cuales consumen alrededor del 70% de los ingresos.

Con respecto a la actividad aeroportuaria referente a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino propiedad de EAAI, el tercer trimestre del 2013 presenta una disminución promedio del 2% comparado con lo presentado durante el mismo trimestre en el año 2012. Lo anterior refleja la estacionalidad de flujo de pasajeros internacionales normal del período bajo evaluación.



Al final, si bien se dio un aumento en la utilidad operativa, el incremento en paralelo de los gastos provocó una caída en la razón de cobertura de los gastos administrativos al ubicarse en 0,36 veces para setiembre 2013. De igual forma, una disminución en los activos en conjunto con dicho

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A

incremento en gastos administrativos suscitó una rotación menor a la registrada al cierre del segundo trimestre del 2013.

Actividad	Sep-12	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13
Rotación Gtos. Adm.	33,30	28,73	31,07	28,41	24,96
Util. Operac/Gtos Adm.	0,23	-0,17	0,82	0,45	0,36

9. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Hacia setiembre 2013 el índice de costo de servicios asciende trimestralmente a 42,01%, significando que el crecimiento en los gastos por servicios tanto aeroportuarios como auxiliares, genera un mayor impacto en los ingresos de la entidad con respecto al trimestre anterior, al mismo tiempo que se registra en un nivel similar en comparación con el mismo período del año anterior.

Como fue comentado anteriormente, el aumento de los gastos administrativos elevó ligeramente el peso que estos significan dentro del flujo de ingresos de la entidad, al representar 19,93% para el tercer trimestre del 2013.

Adicionalmente, el indicador de gasto financiero crece ligeramente hacia setiembre 2013 al ubicarse en un 46,19%; sin embargo, las amortizaciones del último año y el aumento en los ingresos han causado una disminución en el indicador interanualmente.

Costos De Transformación	Sep-12	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13
Costo de Servicios	42,06%	45,71%	37,64%	41,24%	42,01%
Gasto Administrativo	18,79%	21,21%	17,31%	18,56%	19,93%
Gasto Financiero	50,48%	48,39%	46,13%	45,57%	46,19%

En general, al cierre del ejercicio bajo análisis se observa como la entidad continúa con un proceso de ajuste y control de sus costos de operación, sin embargo los mayores niveles de actividad tienden naturalmente a elevar los costos variables. Al mismo tiempo, la situación de las obligaciones financieras seguirá en su nivel alto hasta que se sigan materializando los planes de redención de deudas y asignaciones presupuestarias.

10. RENTABILIDAD

El rendimiento de operación sobre activos muestra una caída después de la recuperación mostrada durante el primer trimestre del 2013. Sin embargo de forma interanual se evidencia una mejor generación de utilidad operativa a

través de los activos que posee la entidad, mostrado por la mejor posición de resultados operativos.

Por otro lado, ante pérdidas que se agravan con el tiempo los indicadores de rendimiento sobre activos (ROA) y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) continúan mostrándose negativos.

De igual forma el efecto del apalancamiento sigue evidenciando el impacto negativo que genera el pago de intereses en la estructura de rentabilidad de la organización.

No obstante el incremento en la operación comercial refleja el sostenido aumento en la generación de ventas a través del patrimonio, como se observa el indicador mantiene una tendencia creciente y llega a ubicarse en 1,33 veces.

Rendimientos	Sep-12	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13
ROA	0,70%	-0,60%	2,64%	1,60%	1,45%
RSI	-6,40%	-8,69%	-5,08%	-6,20%	-6,89%
RSP	-35,71%	-48,54%	-30,95%	-36,66%	-45,55%
Ventas / Patrimonio	0,89	0,92	1,13	1,12	1,33
Efecto apalancamiento	-4,19%	-5,73%	-2,31%	-3,43%	-4,15%

Las calificaciones otorgadas no han sufrido ningún proceso de apelación por parte de la entidad calificada. La metodología de calificación de Entidades No Financieras utilizada por SCRiesgo fue actualizada ante el ente regulador en noviembre del 2011. SCRiesgo da por primera vez calificación de riesgo a este emisor en enero del 2009. Toda la información contenida en el informe que presenta los fundamentos de calificación se basa en información obtenida de los emisores y suscriptores y otras fuentes consideradas confiables por SCRiesgo. SCRiesgo no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información, además no considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. La información contenida en este documento se presenta tal cual proviene del emisor o administrador, sin asumir ningún tipo de representación o garantía. "SCRiesgo considera que la información recibida es suficiente y satisfactoria para el correspondiente análisis."

Las calificaciones emitidas representan la opinión de la Sociedad Calificadora para el período y valores analizados y no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos.

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936
Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407
San Salvador 47 Av. Norte y Alameda Juan Pablo II.
Condominio Metro 2000, local 13 A