

## EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES

### Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4072015

Información financiera: no auditada al 30 de junio del 2015.

Contactos: Marcela Mora Rodríguez      Analista Senior      [mmora@scriesgo.com](mailto:mmora@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. (SCRiesgo) en el proceso de calificación de riesgo de la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua (EAAI), tomando en cuenta información financiera no auditada con corte al 30 de junio 2015.

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

\*La calificación actual varió con respecto a la anterior.

El Consejo de Calificación acordó otorgar a la emisión de Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II) de EAAI la siguiente calificación de riesgo:

Bonos BIAN II				
Emisor	Serie	Monto -millones-	Calificación anterior	Calificación actual*
Bonos de Infraestructura				
EAAI	Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)	US\$4,00	scr A+ (nic)	scr A+ (nic)

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

Conjuntamente, 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 anterior	Calificación actual*
EAAI	Serie B	15,00	scr BBB- (nic)	scr BBB- (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 no 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 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.

Por su parte, con respecto a la perspectiva "**Positiva**" se percibe una alta probabilidad de que la calificación mejore 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 (EAAI) toman como fundamento:

##### FORTALEZAS

- Consistencia mostrada por EAAI en la consecución de los distintos planes establecidos para el mejoramiento de su situación financiera, destacando

"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"

<sup>1</sup> El detalle de toda la escala de calificación que utiliza la Calificadora podrá ser consultado en nuestra página [www.scriesgo.com](http://www.scriesgo.com)

el aumento en su volumen de operaciones y el proceso de disminución de la carga pasiva, sin embargo, durante el segundo trimestre 2015, sus pasivos aumentan.

- Realización de inversiones en infraestructura del Aeropuerto, producto del alto crecimiento en el flujo de operaciones, con lo cual están cubriendo la necesidad del aumento en la demanda.
- El apoyo económico brindado por el Gobierno de Nicaragua significa una fortaleza y soporte para la evolución futura de la situación financiera de la entidad.
- Existencia del Programa de asignación 2015-2017 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) para la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua. Lo correspondiente a la asignación del 2015 ya fue transferido por un monto de US\$6,73 millones.
- EAAI se constata como la primera organización en América Central en poseer la “Certificación de las Operaciones Seguras” otorgada por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil (INAC) y auditada por el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI).
- Los bonos BIAN II tienen un vencimiento establecido para el 25 de enero del 2016, en relación con el monto total emitido (\$4,00 millones), se ha amortizado el 93% del total de la emisión.

## OPORTUNIDADES

- EAAI se circunscribe dentro de la estructuración del megaproyecto del canal interoceánico de Nicaragua, lo cual implica proyecciones de consideración en términos del desarrollo de infraestructura y crecimiento en volumen de operaciones.

## RETOS

- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para junio 2015 este se muestra en 3,17 veces. Lo anterior, presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas.

- SCRiesgo cambia la perspectiva de “positiva” a “estable”, producto de lo acontecido durante el segundo trimestre 2015, dado que se aumentan los pasivos, por la adquisición de un nuevo préstamo con Banpro, que si bien es cierto es para invertir en infraestructura del Aeropuerto, influye en el aumento del endeudamiento. Por su parte, el gasto administrativo se ha incrementado significativamente, siendo un aspecto a vigilar. Y otro factor que incide en el cambio de perspectiva, es el hecho de que se haya dejado de acumular la Reserva para los Bonos Brade, posponiéndolo hasta el 2016.
- Cumplir con el compromiso de empezar a acumular a partir del 2016, un monto mensual en la cuenta de reserva para los bonos BRADE, la cual permita aprovisionar los recursos necesarios para el pago de las obligaciones con el público inversionista.
- Materializar las estrategias para disminuir la carga pasiva de la entidad, que demuestren una mejora continua en la situación económica de EAAI a través de los resultados financieros.
- Considerando el nivel de apalancamiento financiero actual, EAAI aún debe consolidar un mayor flujo operativo para controlar los riesgos de liquidez que implica dicha situación al largo plazo.
- Mantener un adecuado crecimiento de operación aeroportuaria que permita una generación de ingresos que impacte hacia el alza los niveles de rotación y flujo operativo.
- Controlar el creciente nivel de gastos de operación, específicamente, aquellos de orden administrativo que presentan una tendencia ascendente en el peso que tienen sobre los ingresos, lo cual implicó contracciones en el nivel de utilidades operativas.
- Revertir la acumulación de pérdidas que generan una constante erosión de la posición patrimonial de EAAI.
- Con excepción del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, las demás terminales significan un centro de costo para la operación de EAAI ya que aún no se ha consolidado un flujo suficiente de tránsito aéreo que lleve a punto de equilibrio la operación de los distintos aeródromos.

## OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

## AMENAZAS

- Un deterioro de la economía a nivel internacional podría impactar negativamente el dinamismo del sector turístico de Nicaragua, esto implicaría una caída en los niveles de tránsito aéreo y repercutiría en las proyecciones de crecimiento de operación aeroportuaria que contempla EAAI.

## 3. ENTORNO ECONÓMICO

### 3.1. Balance y perspectivas

Durante el 2015 se espera que continúe la recuperación en la economía mundial, con un comportamiento heterogéneo, en el cual Estados Unidos siga presentando un alto nivel de dinamismo, mientras que la zona del Euro, Asia, economías emergentes y países subdesarrollados presenten un crecimiento en menor medida. Sobre esta base, las perspectivas de crecimiento de la economía mundial fueron revisadas a la baja por los organismos internacionales.

Como consecuencia de lo anterior, se espera que la región centroamericana enfrente grandes retos para promover su crecimiento. A pesar de este panorama, la relativa estabilidad macroeconómica en Nicaragua le ha permitido colocarse como uno de los países con mayor crecimiento en Centroamérica. No obstante, al igual que el resto de los países de la región, sigue enfrentando retos en los cuales debe trabajar para lograr un crecimiento y desarrollo económico, que le permita dejar de ser catalogado entre los países más pobres de América Latina y el Caribe.

El Banco Central de Nicaragua estima que el crecimiento será mayor durante el 2015 y se espera que la inflación, revisada a la baja, presente niveles entre 4,3% y 4,8%. Para el 2015, según el Banco Central de Nicaragua (BCN), se espera que el sector construcción presente un mayor dinamismo, así como el buen desempeño de la mayoría de las actividades de servicios contrarresten los impactos de menos exportaciones.

De esta forma, la actividad económica continúa creciendo, la inflación ha disminuido, las finanzas públicas se muestran relativamente sanas y las reservas internacionales siguen fortaleciéndose y el Sistema Financiero se mantiene robusto. Esta situación favorable se ha logrado a pesar de un menor crecimiento mundial y precios de materias primas a la baja.

Aunado a lo anterior, Nicaragua cuenta con una estructura económica más diversificada y menos vulnerable, con un buen ambiente de seguridad ciudadana en comparación con el resto de Centroamérica y la alianza entre el Gobierno, el

sector privado y los trabajadores han contribuido en el consenso y la seguridad social.

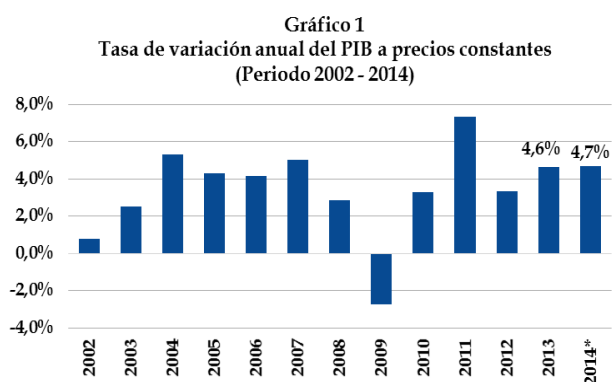
Todos estos aspectos han sido considerados por inversionistas internacionales y destacados en las visitas del Fondo Monetario Internacional, específicamente en marzo de 2015, donde se reconoce que las condiciones favorables para Nicaragua se mantendrán durante el año, pero que dicho comportamiento requerirá que el país continúe fortaleciendo las finanzas públicas, modernizando el sistema financiero e incrementando la productividad.

Además, de la mano con los buenos indicadores macroeconómicos recientemente la agencia Moody's, mejoró la calificación de riesgo crediticio de Nicaragua y el Banco Mundial reclasificara al país en sus políticas de financiamiento, al pasar de país IDA a país IDAgap, permitiendo un mayor acceso a recursos externos.

### 3.2. Actividad económica

El producto interno bruto (PIB), para el I trimestre del 2015, presentó una variación interanual acumulada del 3,3%. Mediante el enfoque de la producción, este crecimiento se vio sustentando por las actividades de construcción con aportes al PIB de 1,2 puntos porcentuales y de las actividades de comercio, hoteles y restaurantes con un aporte de 0,8 puntos porcentuales.

La construcción se consolidó como la actividad más dinámica al registrar un crecimiento acumulado del periodo (enero-mayo) de alrededor del 33% y se mantienen las perspectivas positivas de mayor ejecución de proyectos en el segundo semestre del 2015. A continuación se presenta de forma gráfica la variación anual del PIB a precios constantes:



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.  
\*Dato estimado al 19/08/2015

La tasa de crecimiento durante el segundo semestre del 2015, le permitió formar parte de la lista de países con mayor

## OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

crecimiento en Centroamérica, en conjunto con Guatemala y Panamá con una tasa alrededor del 4%.

El PIB a inicios del 2014 presentó crecimientos importantes, no obstante, se vio aminorada por las actividades de agricultura, ganadería, explotación de minas y canteras, y la industria manufacturera, las cuales contribuyeron en forma negativa con 0,6 puntos porcentuales en conjunto. El desempeño mostrado por estos sectores obedece tanto a la incidencia de las condiciones climáticas desfavorables durante el 2014 como a un contexto de precios internacionales adversos.

### 3.3. Comercio exterior

En el primer semestre del año, el monto registrado por concepto de exportaciones fue de US\$1.338,6 millones, lo cual representó una disminución del 2,4% (US\$33,3 millones) respecto al año anterior. Por otro lado, las importaciones a junio del 2015, cerraron en US\$2857,7 millones, cifra que implicó un crecimiento interanual del 3,2%. Debido a que las exportaciones fueron menores que las importaciones, el país presentó una balanza comercial negativa.

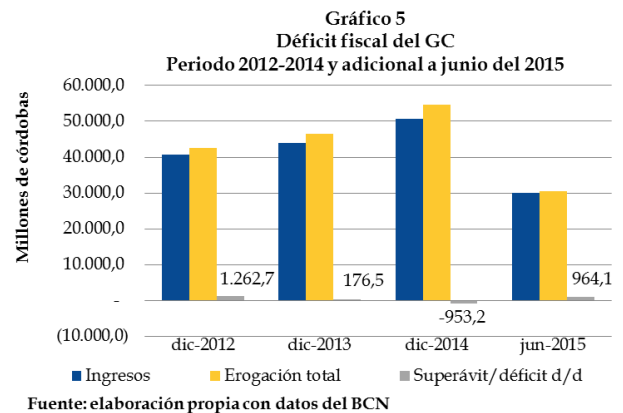
### 3.4. Situación Internacional

Según el último informe sobre Perspectivas de la Economía Mundial (WEO, por sus siglas en inglés), los principales acontecimientos que se están dando en la economía mundial y generan incertidumbre en los mercados internacionales se resumen en la caída de los precios del petróleo y algunas materias primas, así como proyecciones a la baja del crecimiento de las economías mundiales debido a situaciones de contracción o desaceleración económica que han presentado la zona euro, Japón y mercados emergentes.

Según las proyecciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) para el 2015-16, la tasa de crecimiento de Estados Unidos será alrededor de 2,5%, con una mayor demanda producto del abaratamiento del petróleo, la moderación del ajuste fiscal, una política monetaria ajustándose gradualmente y mejoras del mercado laboral; por lo que se proyecta que la economía estadounidense mantenga un crecimiento robusto. La Comisión Europea, revisó al alza el crecimiento económico de la zona euro siendo del 1,3% para el 2015, lo cual está asociado con la caída de los precios del petróleo, las bajas tasas de interés, impulsado por el programa de compra de bonos del Banco Central Europeo, el debilitamiento del euro y una orientación más neutral de la política fiscal. Por otra parte, para Japón se estima un crecimiento del 1,2%.

### 3.5. Finanzas públicas

Los resultados del Gobierno Central (GC) al cierre del primer semestre del 2015 muestran un buen desempeño, donde se destaca el dinamismo en la recaudación y los gastos van en línea con lo presupuestado. De esta manera, a junio del 2015 se registra un superávit después de donaciones C\$964 millones.



A pesar de que los ingresos del gobierno presentaron un crecimiento significativo, congruente con la situación positiva a nivel económico, la tasa de crecimiento en los gastos fue mayor, lo cual provocó que se mantenga presentando un déficit fiscal antes de donaciones.

La situación de debilidad de las finanzas públicas es un problema a nivel regional y también en economías avanzadas. La Comisión Monetaria de Centroamérica recomienda a los países de la región implementar políticas fiscales que les permita cierto nivel de sostenibilidad, ya que no se vislumbra un equilibrio fiscal en el mediano plazo debido al contexto internacional y específico de cada país.

### 3.6. Moneda y finanzas

A junio del 2015, las Reservas Internacionales Netas Ajustadas (RINA) presentan un aumento de US\$93,2 millones, lo cual está asociado principalmente con la entrada de recursos externos en concepto de préstamos y donaciones, la compra neta de divisas por parte del BCN y en menor medida a intereses recibidos. Al incorporar la reducción neta del encaje en moneda extranjera, se aprecia que el aumento de las Reservas Internacionales Netas fue de US\$87,1 millones.

El Sistema Financiero Nacional presentó una congruencia con el aumento en la cartera y la captación de los depósitos, sin embargo, con un ritmo de crecimiento menor al presentado en 2014. Específicamente, el incremento en la cartera total estuvo acompañado por un buen desempeño de los indicadores de riesgo crediticio y los sectores que

#### OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

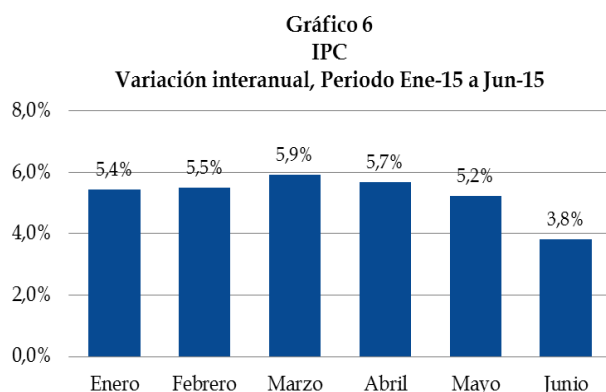
**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

destacan son el comercial y el consumo, ambos con una tendencia creciente.

Propiamente, la tasa de interés activa implícita en córdobas al finalizar el año se ubicaron en 12,76%, representando una disminución de 3,2 pp. La tasa pasiva implícita en córdobas cerró en 1,55%, lo cual significó un aumento de 0,6 puntos porcentuales con respecto a junio del 2014. Debido a la disminución presentada por las tasas activas en córdobas, el margen de intermediación financiera ha presentado un comportamiento a la baja en el último año.

### 3.7. Precios, salarios y ocupación

La inflación interanual registró al cierre del primer semestre del 2015 en 3,82% (6,05% en junio del 2014), siendo el principal contribuyente, la división de alimentos. Sin embargo, la tendencia decreciente desde diciembre del 2014 de este factor ha contribuido a llevar a la inflación a un nivel menor al 5%. Según el Banco Central de Nicaragua, los indicadores de la perspectiva inflacionaria con respecto a junio del 2014, muestran que las presiones al alza han disminuido, principalmente por los alimentos y por menores precios de combustibles.



Fuente: elaboración propia con datos del BCN

Del lado del mercado laboral, a junio del 2015, se aprecia una aceleración en el crecimiento de los empleados afiliados al Instituto Nicaragüense de la Seguridad Social, de la mano con el desempeño mostrado por los sectores de construcción y servicios. Además se presenta un incremento del 4% del salario promedio real en comparación con junio del 2014. La tasa de desempleo proyectada por el Fondo Monetario Internacional para Nicaragua en el 2015, es de 5,86%, la cual disminuye respecto a lo registrado al cierre del 2014 y se considera una de las más bajas de la región.

## 4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

### 4.1 PERFIL Y RESEÑA HISTÓRICA

La Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (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.

EAAI se ha abocado al progreso de la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua mediante la inversión en una red de aeropuertos que impulsará el desarrollo del país en zonas que ofrecen proyectos turísticos y comerciales con importantes potencialidades para el mejoramiento económico del país, como ha sido ejemplo la modernización del aeropuerto de Puerto Cabezas y la construcción de los aeropuertos de Ometepe, San Juan, entre otros.

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 ante las necesidades del país, EAAI fue llamada a asumir el proyecto de desarrollo de infraestructura aeroportuaria.

Por ello, y como parte del soporte del Estado Nicaragüense, EAAI ha sido incluida dentro del Programa de Asignación Presupuestaria llevado a cabo por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, el cual implica la retribución de las 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.

Actualmente, EAAI cuenta con la “Certificación de las Operaciones Seguras” en cada una de sus etapas del proceso operacional correspondiente al Aeropuerto Augusto C. Sandino, esta certificación es emitida por el Instituto Nicaragüense de Aeronáutica Civil (INAC) y auditada por el Organismo de Aviación Civil Internacional (OACI), según las Normas Internacionales de Aviación Civil establecidas por este.

Dicha certificación, de carácter internacional, acredita al Aeropuerto Augusto C. Sandino como un aeropuerto seguro y hace constar que este aeropuerto cumple con los más altos estándares internacionales de la OACI, implicando así una mejora sensible a la competitividad de la terminal que le

### OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

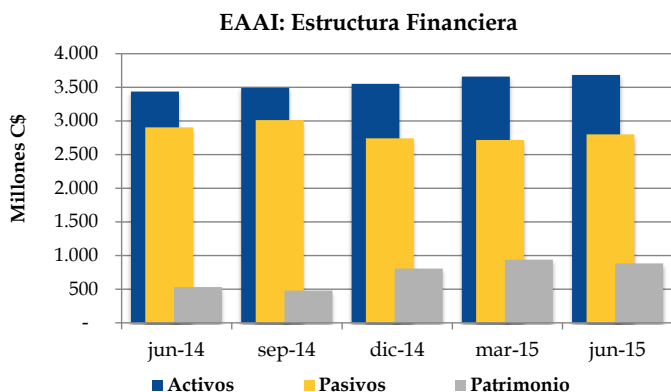
permite a EAAI una mayor comercialización del aeropuerto ante nuevas líneas aéreas. El Aeropuerto Internacional de Managua se convierte entonces en el primer país de América Central en tener esta calificación.

## 5. ESTRUCTURA FINANCIERA

EAAI se encuentra en un proceso de recomposición de su estructura financiera, la cual se caracteriza por el elevado nivel de apalancamiento financiero que denota una posición patrimonial relativamente pequeña frente al nivel actual de activos y pasivos. Ante los riesgos crecientes que implica esta situación, EAAI se encuentra comprometida, en conjunto con el Estado de Nicaragua, a llevar a cabo un proceso de reducción de pasivos y aumento de la generación de ingresos.

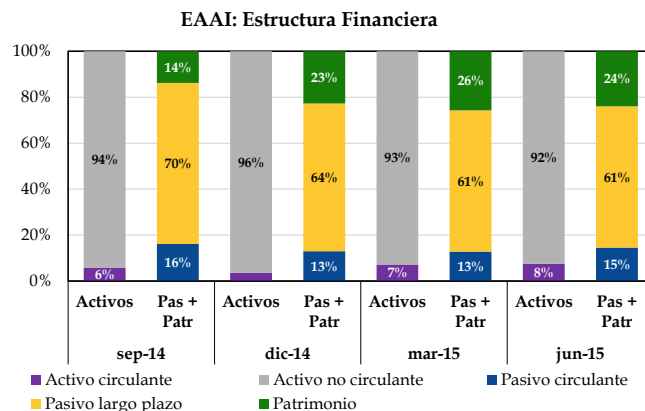
Con relación a la estructura financiera de la entidad para el segundo trimestre 2015, muestra un leve aumento del activo, versus un incremento en los pasivos y su correspondiente contracción en el patrimonio, comportándose diferente a lo reportado en el primer trimestre 2015, cuando se mantuvo la contracción en los pasivos, acompañado del aumento en la posición patrimonial, esto debido a que para dicho período se había recibido el ingreso de US\$6,73 millones como parte del aporte del MHCP correspondiente al año 2015, el cual fue destinado a la cancelación de pasivos, mientras que para el período bajo análisis, se obtuvo un nuevo financiamiento con Banpro por US\$1,5 millones.

Importante mencionar que a nivel interanual, si se observa un crecimiento importante en los activos (7%), acompañado de una reducción en los pasivos (-4%) versus un incremento en la posición patrimonial (66%), lo cual refleja el compromiso de la entidad y del Estado, mencionado anteriormente.



Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, a junio 2015 se mantiene el esquema

de alta concentración en los activos no circulantes con 92%, mientras que los activos a corto plazo pesan 8% del activo total, siendo menor a los pasivos de mayor exigibilidad.



En esta composición, se evidencian señales de una brecha negativa de liquidez, ya que los activos de mayor convertibilidad en efectivo no logran cubrir las obligaciones con exigibilidad de corto plazo. Al mismo tiempo, esto expone el verdadero giro financiero a largo plazo del negocio de EAAI, con un activo a largo plazo que se financia a junio 2015, 61% vía pasivos a largo plazo, 24% a través de patrimonio y 15% por medio de pasivo circulante. La capacidad de la organización para el pago de sus obligaciones depende en una proporción muy importante de la capacidad del activo fijo para generar ingresos y aportar a la liquidez.

### 5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.682,10 millones (US\$135,12 millones) para junio 2015, mostrando un crecimiento interanual del 7% y trimestral del 1%. El aumento anual obedece al incremento en las cuentas por cobrar y principalmente en los inmuebles, mobiliario y equipo, cuenta que pesa 92% del activo total y crece 4% interanualmente. En cuanto al incremento trimestral, responde principalmente a un mayor registro del efectivo, las cuentas por cobrar y el inventario.

Con relación a la composición de los activos, a junio 2015, la cuenta inmuebles, mobiliario y equipo representa 92%, seguido de las cuentas por cobrar con el 4% y el efectivo con 2%, siendo las más representativas. Dicha composición se mantiene muy estable, respecto al trimestre anterior.

Cabe mencionar que la cuenta de propiedad, planta y equipo, suma a junio 2015 C\$3.404,61 millones (US\$124,94 millones), mostrándose estable en forma trimestral y con un incremento de 4% interanualmente, producto de las inversiones que se han realizado.

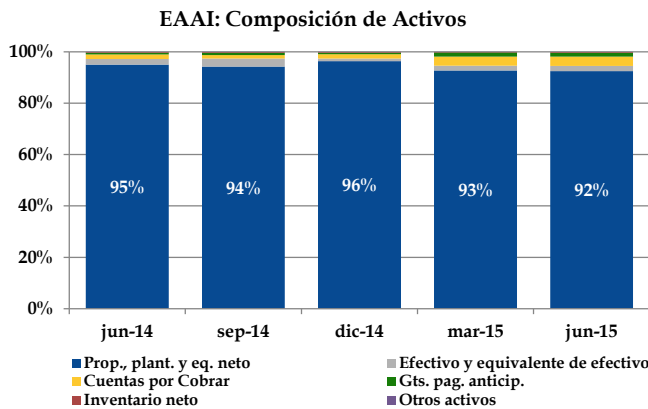
### OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

Por su parte las cuentas por cobrar crecen 4% trimestralmente y 113% en forma anual, lo cual corresponde al aumento de clientes y mayor generación de ingresos que ha implicado la entrada nuevas líneas aéreas.



## 5.2 PASIVOS

Para el cierre de junio 2015, el pasivo de la entidad suma C\$2.798,88 millones (US\$102,71 millones), mostrando una variación trimestral positiva de 3% y una reducción interanual del 4%, ocasionada por la cancelación de deudas, que trajo consigo el aporte del MHCP del 2015, y la condonación parcial de la deuda concesional Radares I y II.

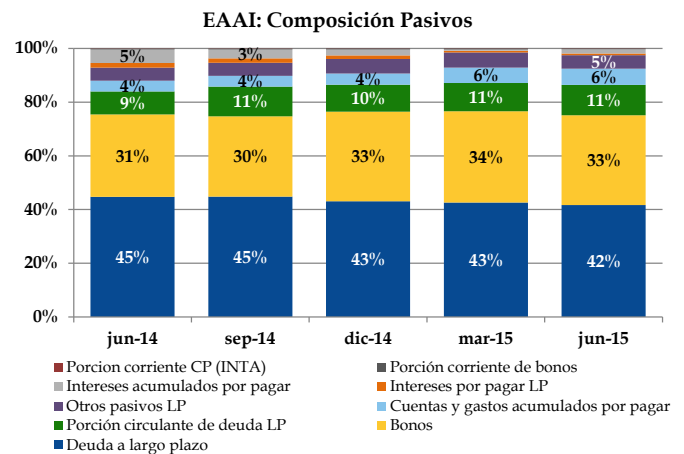
En el caso del aumento trimestral, obedece a la adquisición de un nuevo financiamiento con Banpro por US\$1,5 millones para compra de equipos de asistencia en tierra y para el pago de avalúos de proyecto de recarpeteo de las plataformas internacionales, además, un aumento en la porción corriente de intereses por pagar a corto plazo y la revalorización de las obligaciones negociables, principalmente.

El pasivo se compone 19% en pasivo de corto plazo y 81% en pasivo de largo plazo. La cuenta más representativa del pasivo total son los préstamos por pagar largo plazo con el 42%, seguido de la obligaciones por títulos negociables con 33% y la porción corriente de los préstamos a largo plazo que representan el 11%, siendo las cuentas más representativas del pasivo a junio 2015.

Puntualmente, para el cierre del segundo trimestre 2015 la deuda a largo plazo, pasivo más importante, denota un aumento de 1% trimestral y una reducción de 10% interanual, como consecuencia de la cancelación de deudas a través del aporte del MHCP y para este período la adquisición del préstamo antes mencionado.

En el caso de las obligaciones por títulos negociables, aumentan trimestralmente por un tema de revalorización de las obligaciones y el cambio más importante se da en su porción corriente, la cual evidenció la cancelación de la primera serie del Programa BRADE.

EAAI expone un giro financiero concentrado en el largo plazo (bonos y préstamos comerciales), el cual está enfocado a permitir el espacio de tiempo oportuno para que se consoliden comercialmente los distintos aeropuertos administrados por la organización y se alivie paulatinamente la presión de liquidez que debe ser gestionada para la atención de las obligaciones.



## 5.3 PATRIMONIO

El patrimonio de EAAI suma C\$883,22 millones (US\$32,41 millones) a junio 2015, registrando un incremento de 66% interanual y una reducción de 6% trimestral. El aumento interanual corresponde a los aportes Estatales introducidos a través de las aportaciones del MHCP y la condonación parcial de la deuda de los Radares I y II, asimismo, la inclusión de infraestructura aeroportuaria que aún no había sido contabilizada implicó aumentos en la partida de incorporación de activos fijos, lo cual ayudó a levantar la posición patrimonial.

En el caso de la reducción trimestral, responde al incremento de la pérdida acumulada, la cual crece 5% trimestral y 23% anual, sumando a junio 2015 C\$1,278,02 millones.

En general, 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, así como de los aportes del Estado de Nicaragua.

### OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

## 6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

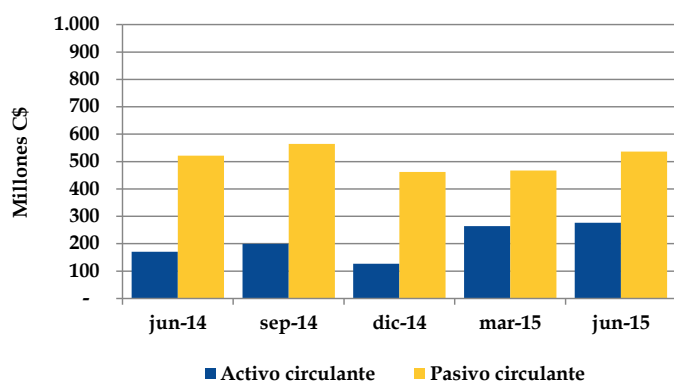
### 6.1 COBERTURA Y LIQUIDEZ

Estudiando la capacidad de EAAI para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, es notable que la entidad mantiene una brecha negativa de liquidez al presentarse la relación “activo circulante menor a pasivo corto plazo”; lo cual significa que la masa actual de recursos líquidos no logra cubrir la totalidad de obligaciones con vencimiento a menos de un año.

Puntualmente, se registra una brecha negativa de liquidez por C\$260,43 millones (US\$9,56 millones) para junio 2015, la cual se redujo en 26% interanual, por el aumento que denota el activo circulante ante la entrada de la asignación del MHCP correspondiente al 2015 y la reducción significativa de los pasivos circulantes mediante la reclasificación de obligaciones con exigibilidad real al largo plazo, la cancelación de deudas por medio de la misma transferencia del MHCP y la condonación parcial de los préstamos concesionales.

Trimestralmente, la brecha negativa de liquidez aumenta 28%, ya que el crecimiento de los pasivos de corto plazo fue mayor (15%), al aumento de los activos circulantes (5%), esto por el incremento de la porción circulante de la deuda a largo plazo y de la porción corriente de intereses por pagar a corto plazo.

EAAI: Activo circulante vrs Pasivo circulante



Al cierre de junio 2015 la razón circulante es de 0,51 veces, lo que significa que los activos circulantes cubren el 51% de las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa, cobertura que se considera baja, sin embargo, en forma interanual mejora las razones de liquidez.

Cobertura	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Razón circulante	0,33	0,35	0,27	0,56	0,51
Prueba ácida	0,31	0,34	0,25	0,55	0,49

Es importante resaltar que si bien el préstamo Balloon Payment mantenido con Banpro se enmarca como una operación registrada al corto plazo, su exigibilidad real es al largo plazo debido a la naturaleza propia del préstamo. Por ello, eliminando este efecto del total de pasivos circulantes, la razón circulante mejora a 0,70 veces para junio 2015.

Pasivo Circulante -junio 2015-	Córdobas	Equivalencia en US\$
Total pasivo a corto plazo	536.620.392,83	19.692.708,28
Prestamos Banpro (modalidad Balloon Payment)	140.520.202,49	5.156.761,45
Total deuda exigible real a corto plazo	396.100.190,34	14.535.946,83
Total Activo Circulante	276.190.681,09	10.135.549,42
<b>Razón circulante ajustada</b>	<b>0,70</b>	<b>0,70</b>

Pasando al análisis del flujo de caja, ante esta situación de cobertura insuficiente que denota el activo circulante, EAAI mantiene un monitoreo diario de sus flujos de efectivo y a través del análisis sobre la prelación de sus obligaciones, tanto financieras como comerciales, ha logrado sostener su solvencia, aunque esta se considera estrecha.

EAAI generó un flujo de caja real de US\$704,3 mil para el segundo trimestre 2015, aumentando US\$968,16 mil en forma interanual, lo cual responde una reducción de los egresos de efectivo (34%) mayor respecto a la reducción en las entradas de efectivo (28%).

Puntualmente, la reducción en las salidas de efectivo se origina por menos gastos financieros y amortizaciones. Por su lado, las entradas de efectivo disminuyen porque a junio 2014 se contemplaba en los ingresos la reserva anual para pago de principal de Bonos BRADES, mientras que a junio 2015 no.

Al final, el flujo de caja acumulado a junio 2015 se contabiliza en US\$4,01 millones, por lo que crece en 33% de forma interanual y se compone en 18% por el flujo generado durante este primer trimestre y 82% por el flujo de caja inicial.

El análisis del EBITDA denota una contracción del 1% interanual en las utilidades antes de intereses, impuestos, depreciación y amortizaciones, además con el nivel de EBITDA de junio 2015, mejora levemente la cobertura a la carga financiera y al servicio de la deuda, sin embargo, se mantienen por debajo de una vez.

La totalidad de la deuda financiera posee un peso elevado frente al EBITDA generado por la entidad, si bien este se disminuye ligeramente a junio 2015 dada la reducción general de pasivos en forma interanual, aún se considera una exposición alta.

### OFICINAS REGIONALES

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

Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

Indicadores EBITDA	jun-14	jun-15
EBITDA (córdobas)	133.459.910	132.274.283
Cobertura a carga financiera	0,91	0,94
Cobertura a servicio de deuda	0,24	0,26
Cobertura a obligaciones CP	0,20	0,20
Deuda financiera a EBITDA	19,80	18,83

En general, EAAI presenta un flujo de operación de corto plazo, el cual le permite cubrir las inversiones en activo neto de corto plazo y pagar las fuentes de financiamiento de exigibilidad inmediata, esto después de hacer frente a los gastos corrientes de operación. Las necesidades de inversión en activo fijo (infraestructura aeroportuaria) requieren de nuevo financiamiento con pasivos o aumento de patrimonio (vía aportaciones del Gobierno) para poder ser financiadas y considerando la deuda total, EAAI aún debe consolidar un mayor flujo operativo para controlar los riesgos de liquidez que expone su estructura financiera.

Según la proyección para el 2015 ajustada a la fecha, EAAI proyecta cerrar con un déficit de flujo de caja al cierre del año por un monto de US\$207.403,53, reduciéndose en 134% respecto a lo registrado en el 2014. Esto obedece a que las entradas de efectivo se reducen más (7%), que la reducción en las salidas de efectivo (5%), debido a que en las entradas para el 2014 se contemplaron más financiamiento y un retiro de reservas para pago de principal de Bonos BRADE y por el lado de las salidas se tienen un ahorro por menos gastos operativos y un monto menor en amortizaciones.

Cabe destacarse, que además se estima un incremento de los ingresos operativos por el orden del 16% y un financiamiento adicional por US\$1,54 millones.

## 6.2 ENDEUDAMIENTO

Al cierre de junio 2015 la entidad mejora el apalancamiento financiero en forma interanual, al mostrar una reducción en la razón de deuda, pasando de 84,54% en junio 2014 a 76,01% en junio 2015, esto obedece al continuo proceso de reducción de pasivos por parte de EAAI.

El endeudamiento comercial a junio 2015 suma C\$1.482,46 millones (US\$54,40 millones) aumentando en forma trimestral en 3%, por la adquisición del nuevo préstamo con BANPRO, sin embargo, disminuye 4% interanualmente, llegando a significar un 53% del pasivo total, el cual se considera alto.

Por su parte, el peso de la deuda comercial al corto plazo es de 11% del total de pasivos, mientras que las obligaciones financieras comerciales al largo plazo pesan un 42%. Dentro de la deuda comercial al corto plazo, se contabiliza el

préstamo “Balloon Payment” con BANPRO, el cual significa alrededor del 44% del total de la deuda bancaria al corto plazo; si bien se requiere el registro de esta obligación dentro de los pasivos corrientes, su cancelación o exigibilidad está pactada en el largo plazo, por lo que si no se toma en cuenta esta obligación, los préstamos bancarios al corto plazo significan un 6% del total de pasivos, lo cual disminuye la exigibilidad de los pasivos.

El endeudamiento disminuye significativamente en forma interanual, pasando de 5,45 veces a 3,17 veces, lo cual se debe a la reducción de pasivos que ocasionó la asignación del MHCP del 2015 y la condonación parcial de préstamos concesionales, además, la razón también se vio impactada por el crecimiento que presenta el patrimonio en forma interanual; sin embargo, este nivel de endeudamiento aún se considera como alto. Si se compara trimestralmente, aumenta la razón, debido a que el patrimonio se reduce 6% por el registro de pérdidas acumuladas y por su parte, el pasivo aumenta 3%.

La cobertura de intereses se registra en 45,94%, disminuyendo tanto en forma interanual, como trimestral, lo cual obedece a la reducción de la utilidad operativa en 23% versus una reducción del 1% en los intereses bancarios en forma interanual.

Por su parte, el costo del pasivo promedio, se mantiene muy similar en forma interanual, sin embargo, es menos lo registrado el trimestre anterior, en promedio en el último año, ronda un 5,8%.

Endeudamiento	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Razón de deuda	84,50%	86,23%	77,22%	74,28%	76,01%
Cobertura de intereses	59,50%	33,00%	43,84%	51,90%	45,94%
Endeudamiento	5,45	6,26	3,39	2,89	3,17
Interés medio sobre Pasivo:	5,70%	5,61%	6,11%	6,06%	5,86%

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 cierre de junio 2015, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.899.880 equivalentes a US\$400.000,00. El vencimiento de los BIAN II está establecido para el 25 de enero del 2016 según prospecto. Con relación al monto total emitido en los BIAN II (\$4,00 millones), se ha amortizado el 93% del total de la emisión.

EAAI cuenta con una emisión de US\$42 millones correspondientes a los Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE), de los cuales se colocaron en su totalidad la serie A por US\$5,0 millones, la cual fue cancelada en abril 2014, la serie B por US\$15,0 millones, la serie C por US\$20,0 millones y la serie D por US\$2,0 millones.

## OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)			
Clase de instrumento	Bonos		
	Serie B	Serie C	Serie D
Nombre de la emisión	US\$15,00	US\$20,00	US\$2,00
Monto de la emisión (millones)	10	15	20
Plazo (años)	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009
Fecha de emisión	1-abr-2019	1-abr-2024	1-abr-2029
Fecha de vencimiento	8,25%	8,50%	9,00%
Tasa de interés			

Para tal efecto, es importante mencionar que el prospecto de los bonos BRADE constituye una Cuenta de Reserva que se alimenta a través del flujo de los contratos de Derecho de Terminal, así como por aportaciones extraordinarias según el comportamiento del flujo de efectivo, para contribuir al pago del principal de los valores.

Este aprovisionamiento es administrado por INVERCASA, a través de una Cuenta de Reserva en una Institución Bancaria de primer orden.

Después del pago de cada serie de los bonos, la Cuenta de Reserva vuelve a reiniciar su crecimiento hasta alcanzar la fecha de vencimiento de la siguiente serie emitida. Al 30 de junio 2015, el fondo suma US\$712.135,16, según el último estado de cuenta del fondo de reserva, monto que equivale a un 4,7% de la serie B de los bonos BRADE.

Es importante destacar, que EAAI tiene como compromiso llevar a cabo una reserva programada en el flujo de efectivo que permita consolidar una reserva acumulada de más de US\$3,00 millones, la cual se esperaba acumularla al cierre del año 2015, sin embargo, producto de que se ha tenido que incrementar las inversiones a nivel de aeropuerto, por el crecimiento significativo en el flujo de pasajeros, lo cual ha demandado tener que hacerle mejoras al mismo, se dispuso dejar de aportar a la reserva por este año y empezar a acumular lo que falta en tramos mensuales, a partir del 2016 hasta el 2019.

## 7. ANÁLISIS DE GESTIÓN

### 7.1 ACTIVIDAD

Analizando las distintas obras que realiza EAAI, para el presente periodo se destacan dentro de los principales egresos correspondientes a proyectos, los siguientes:

- Mejoramiento del sistema de balizamiento del Aeropuerto Internacional de Managua.
- Supervisión técnica del proyecto Aeropuerto Costa Esmeralda.
- Recarpeteo de plataforma internacional del Aeropuerto de Managua

- Medición del índice del perfil de la pista de aterrizaje del Aeropuerto Internacional de Managua.
- Compra de equipos de asistencia en tierra y otros activos fijos

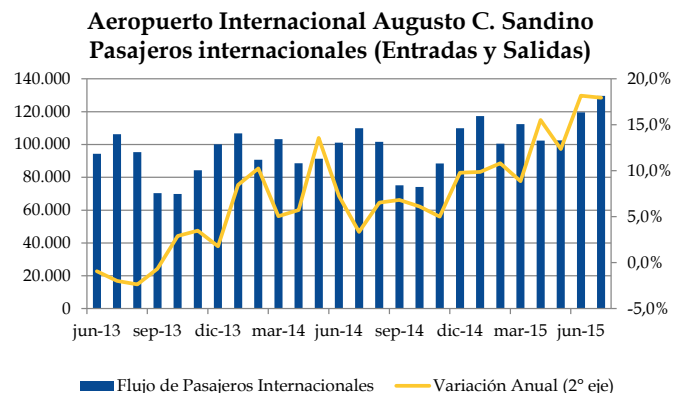
En cuanto a los índices de actividad de la entidad, la rotación del activo circulante (RAC) disminuye en forma anual y trimestral, producto de crecimientos mayores en el activo circulante que los registrados en los ingresos.

Por el lado de la rotación del activo fijo y del activo total, no se presenta mayor variación con respecto a los periodos anteriores, aunque el mejoramiento en la generación de ingresos ha producido niveles de rotación con tendencia ascendente.

Actividad	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
RAC	4,78	4,05	7,65	3,60	3,47
RAF	0,25	0,25	0,28	0,28	0,28
RAT	0,24	0,23	0,27	0,26	0,26

En relación con la actividad aeroportuaria referente a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, principal plaza de EAAI, es importante destacar que el aeropuerto presenta estacionalidades en el comportamiento del flujo de pasajeros, siendo los períodos de diciembre a marzo y de julio a setiembre cuando se registra la mayor entrada y salida de pasajeros internacionales y por ende el mayor movimiento a nivel de ingresos.

Al finalizar el segundo trimestre 2015, el flujo acumulado de entradas y salidas de pasajeros internacionales correspondientes al Aeropuerto Internacional de Managua, registró un total de 784.332 pasajeros, lo cual significó un crecimiento del 13% con respecto a los datos del mismo periodo del año anterior.



Al observar el movimiento de la tasa de variación anual en el número de pasajeros internacionales, EAAI presenta una

### OFICINAS REGIONALES

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

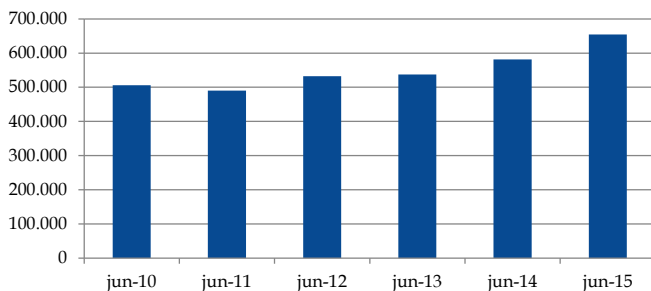
**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

tendencia ascendente en el crecimiento del tránsito de pasajeros internacionales, la cual se marca desde agosto del 2013. Este periodo denota el incremento en el atractivo de Nicaragua como destino turístico y de negocios en la región, aunado al logro de los distintos proyectos que ha logrado EAAI para contar con una infraestructura aeroportuaria cada vez más robusta.

Actualmente, los niveles de crecimiento en la operación aérea superan las proyecciones mantenidas por la organización y se mantienen muy cercanas a las establecidas a nivel de proyección de flujos de efectivo.

**Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino**  
Flujo de pasajeros internacionales (Entradas y Salidas)  
Acumulado Anual



Las mejoras en infraestructura logradas han significado un impacto directo al flujo de pasajeros que este aeropuerto puede recibir, elevando en los últimos 5 años el ritmo de entradas y salidas de pasajeros internacionales.

En cuanto a la rotación del gasto administrativo, la misma disminuye en forma interanual y trimestral, debido al crecimiento elevado en los gastos administrativos (74% interanual) versus el crecimiento de los activos (7% interanual), de igual forma la cobertura de la utilidad operativa hacia los gastos administrativos decrece, ante la brecha que hay en las variaciones los gastos administrativos y la utilidad operativa.

Este comportamiento obedece al incremento en la operación de EAAI, producto de que se están cubriendo las necesidades de los otros aeropuertos (Ometepe y San Juan) y la finalización del proceso de certificación con OACI, aumentando los gastos de este tipo.

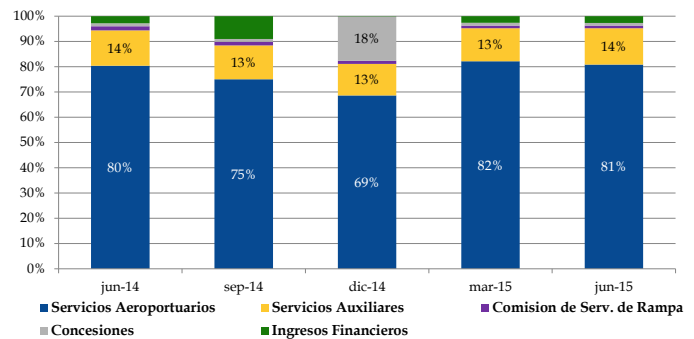
Actividad	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Rotación Gtos. Adm.	22,51	20,06	35,21	14,40	13,89
Util. Operac./Gtos Adm.	0,64	0,32	0,73	0,34	0,28

## 8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al cierre de junio 2015 los ingresos acumulados suman C\$491,87 millones (US\$18,05 millones), creciendo 18% en forma interanual, lo cual obedece principalmente al incremento en 18% anual de los ingresos por servicios aeroportuarios y del 21% en los ingresos por servicios auxiliares.

En términos generales, los ingresos de EAAI se componen en un 81% por servicios aeroportuarios, 14% por ingresos auxiliares, un 3% corresponde a los otros ingresos financieros y el restante 2% es representado por ingresos generados a través de las concesiones y la comisión de servicios de rampa.

**EAAI: Composición de Ingresos**



Dentro de las estrategias de EAAI para incrementar el nivel de ingresos, para el 2015 se destaca el aumento de la oferta de vuelos por varias líneas aéreas:

- Apertura de vuelos directos entre Los Ángeles – Managua, llevado a cabo por Delta Airlines.
- Apertura de vuelos directos entre Dallas – Managua, llevado a cabo por American Airlines.
- Spirit Airlines introdujo vuelos directos entre Houston, Texas y Managua, con una frecuencia de tres vuelos a la semana y una capacidad de sillas entre 140 y 170 personas.
- Operación creciente de Aeroméxico
- Avianca y Copa aumentan las frecuencias de vuelos.

Lo anterior se debe al crecimiento de la demanda de turistas extranjeros, inversionistas y exploradores de negocios, asimismo cabe destacar que la nueva ruta Dallas - Managua, tiene una conexión hasta Shanghai y Beijing.

Por su parte, los gastos acumulados al cierre de junio 2015 suman C\$603,89 millones (US\$22,16 millones), registrando un incremento interanual del 14%.

### OFICINAS REGIONALES

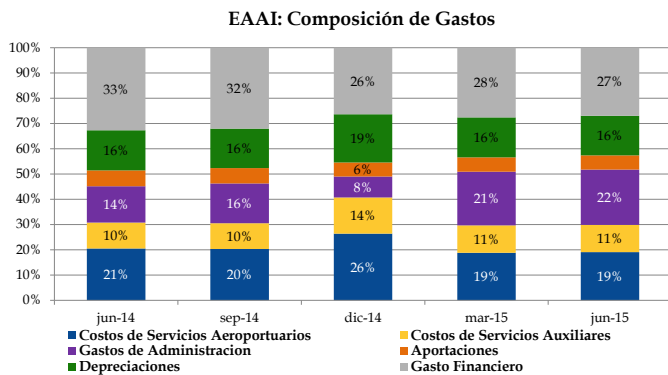
**Costa Rica: (506) 2552-5936**  
Cartago, Residencial El Molino  
Edificio Platino Segunda Planta

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

En concreto, todas las líneas de gasto operativo presentan incrementos interanualmente, ocasionando que al final los egresos operativos crecieran en un 23%, impactados por los diversos gastos incurridos en el proceso de certificación, la alta carga de depreciación que genera el activo fijo y los costos operativos que varían en proporción al aumento de la operación aérea. Por su parte, los gastos financieros, se redujeron en un 6% anual, debido a la reducción en la pérdida cambiaria, en otros egresos y en los intereses bancarios.

De forma general, los costos y gastos de EAAI se componen en 27% por los gastos financieros, seguidos de los gastos administrativos con 22%, los costos de servicios aeroportuarios con 19%, la depreciación con 16%, los costos de servicios auxiliares 11% y las aportaciones el 6% restante.

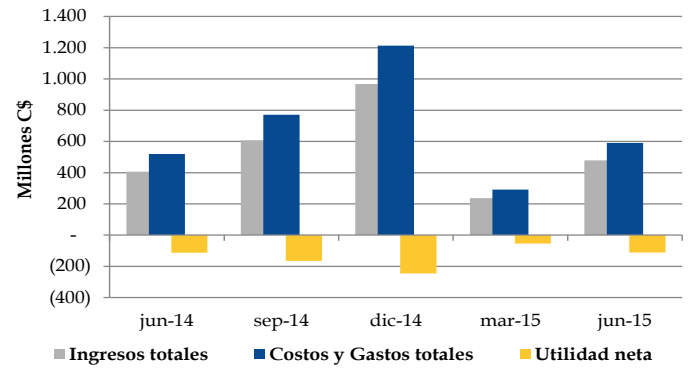


Es importante mencionar que con excepción del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino, las demás terminales significan un centro de costo para la operación de EAAI ya que aún no se ha consolidado un flujo suficiente de tránsito aéreo que lleve a punto de equilibrio la operación de los distintos aeródromos.

El gasto que más ha contribuido en el crecimiento del gasto total, son los administrativos, los cuales crecen 74% interanual, lo cual obedece al incremento en la dotación de personal para el área de rampa a raíz del mayor nivel de operación aeroportuaria, los costos de capacitación asociados a este incremento de personal y las exigencias de la certificación con el OACI, así como la ejecución de gastos de representación y viajes realizados por la Administración de EAAI para misiones de trabajo con motivo de la consecución de nuevas líneas aéreas y visitas a inversionistas.

Puntualmente, el efecto conjunto de ingresos y gastos a junio 2015 produjo un resultado del período que suma C\$112,03 millones (US\$4,11 millones) de pérdida acumulada, la cual se reduce en 1% interanual.

**EAAI: Estado de Resultados Acumulado**



A la fecha, el nivel actual de ingresos, pese a su significativo crecimiento anual, aún no es lo suficientemente alto para que la Empresa sea capaz de revertir, por sí sola, su nivel de endeudamiento y situación de pérdida. Sin embargo, este escenario será afectado positivamente según se efectúen los distintos pagos del Programa de Asignación Presupuestaria del MHCP, la consolidación comercial de los distintos aeropuertos y se lleven a cabo futuras estrategias de revisión tarifaria.

Analizando la razón del EBITDA, el cual mide el desempeño operativo de la empresa, se observa como la entidad disminuyó levemente sus beneficios de operación interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de C\$132,27 millones (US\$2,55 millones), 1% menor a la registrada en junio 2014.

<b>EAAI EBITDA</b>			
<b>-En Córdobas (C\$)-</b>			
	jun-14	jun-15	Δ anual
Utilidad Bruta	49.194.373,43	37.668.451,54	-23%
(+) Depreciación	84.265.536,38	94.605.831,00	12%
<b>EBITDA</b>	<b>133.459.909,81</b>	<b>132.274.282,54</b>	<b>-1%</b>
Ventas	406.736.391,82	478.844.237,19	18%
<b>Margen EBITDA</b>	<b>33%</b>	<b>28%</b>	

En términos del margen EBITDA, entendido como el cociente de la razón EBITDA/Ventas Totales, EAAI contrae su nivel de forma interanual, ya que en razón a su empleo de costos operativos, estos consumen alrededor del 72% de los ingresos totales para junio 2015.

## 9. RENTABILIDAD

La rentabilidad de la entidad se mantiene afectada por el registro de pérdidas y el alto apalancamiento de la misma. En el caso de la rentabilidad operativa, la misma se ubica levemente menor en forma interanual y en promedio para el último año terminado a junio 2015 ronda el 2,18%, por su

### OFICINAS REGIONALES

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito

parte, el margen operativo decrece, producto de la reducción interanual en la utilidad operativa.

Por otro lado, al mantenerse las pérdidas en los resultados de EAAI, los indicadores de rendimiento sobre activos (ROA) y el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) continúan mostrándose negativos, pero mejores a los mostrados en el mismo período del año anterior. 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.

Rendimientos	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Rend. Operación / Activos	2,86%	1,60%	2,07%	2,34%	2,05%
ROA	-6,57%	-6,28%	-6,91%	-5,96%	-6,08%
ROE	-42,39%	-45,58%	-30,34%	-23,16%	-25,37%
Margen de utilidad operativa	12,09%	6,89%	7,59%	9,00%	7,87%
Efecto apalancamiento	-2,83%	-4,02%	-4,04%	-3,72%	-3,81%

## 10. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Al cierre del segundo trimestre 2015, el índice de costo de ventas desciende interanualmente a 37,64% y respecto al trimestre anterior se mantiene muy similar, significando que para este periodo los gastos por servicios, tanto aeroportuarios como auxiliares, consumieron en menor medida los ingresos de la operación; además, el crecimiento interanual en los ingresos totales favoreció el resultado.

Por su parte, el indicador de gastos de operación presenta aumentos de forma interanual y trimestral, afectado por el ascenso en el gasto administrativo y los gastos de depreciación. Específicamente, el gasto administrativo consume alrededor del 274,68% de los ingresos generados por EAAI, denotando el punto más alto del último año como consecuencia del incremento interanual del 74% que registra.

El indicador de gasto financiero presenta contracciones de forma trimestral e interanual y sostiene su tendencia de contracción como parte del proceso de reducción de la carga pasiva de EAAI. Conforme se concreten los distintos pasos para la reducción del endeudamiento de la organización, se esperaría que la misma vaya decreciendo y favoreciendo los resultados de la entidad.

Costos De Transformación	jun-14	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15
Costo de Ventas	40,24%	41,85%	51,10%	37,23%	37,64%
Gastos Operación	47,67%	51,26%	41,31%	53,77%	54,49%
Gasto Administrativo	18,76%	21,51%	10,42%	26,76%	27,68%
Gasto Financiero	37,46%	30,58%	31,95%	31,05%	30,56%

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

**Panamá: (507) 839-0007 | 260-9157**  
Edificio Century Tower, Piso 19  
Oficina 1910

**El Salvador: (503) 2243-7419 | 2102-9511**  
Centro Profesional Presidente, final Avenida  
La Revolución, Local A-2 Colonia San Benito