

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales

Informe de Calificación Inicial

Sesión Ordinaria: 4012009

Contactos: Gary Barquero Arce Gerente General gbarquero@scriesgo.com
Roy Diego Chaves R. Analista Senior rchaves@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

A continuación se presenta el análisis de Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales, con información financiera no auditada al 31 de diciembre de 2008.

Este informe corresponde al análisis de las variables más importantes consideradas por la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. en el proceso de otorgar la calificación de riesgo a la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI o la Empresa).

Con base en esta información, se otorgaron las siguientes calificaciones a EAAI.

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales				
	Calificación Anterior		Calificación Actual	
	Córdobas	Moneda extranjera	Córdobas	Moneda extranjera
Largo Plazo	scr BBB (nic)	scr BBB (nic)	scr BBB (nic)	scr BBB (nic)
Corto Plazo	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)	SCR 4 (nic)

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

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

scr A: Emisiones con una buena capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de leve deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Bueno.

scr 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 4: Emisiones a Corto Plazo que tienen una suficiente

capacidad de pago del capital e intereses según los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son susceptibles de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

Las calificaciones desde "scr AA" a "scr C" y desde "SCR 2" a "SCR 5" pueden ser modificadas por la adición del signo positivo (+) o negativo (-) para indicar la posición relativa dentro de las diferentes categorías

2. RESUMEN EJECUTIVO

La Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI) es una entidad descentralizada del Estado nicaragüense, con patrimonio propio, personería jurídica y duración indefinida, creada por Decreto Ejecutivo en 1983 para la administración de los aeropuertos internacionales de la República de Nicaragua.

En el cuarto trimestre de 2008 los activos de EAAI decrecieron 2,00%, mientras sus pasivos se incrementaron 1,00%, de la mano con una contracción del patrimonio en 24,00%, ante las pérdidas registradas por la entidad en el trimestre, de tal manera que los activos, pasivos y patrimonio de la Empresa registraron C\$1.664,66 millones, C\$1.528,04 millones y C\$136,62 millones al cierre del 2008, respectivamente.

La estructura financiera de la entidad mostró ajustes positivos durante el 2008, que levemente se reversaron en el último trimestre. En particular, para el segundo semestre de 2008, y por primera vez en los últimos 3 años, el pasivo de mayor exigibilidad de la Empresa financió sólo una parte de sus activos de mayor liquidez, y en nada sus activos de largo plazo, una posición de mayor solidez financiera que la exhibida por EAAI hasta tal fecha.

Esta recomposición es producto de que los activos fijos de EAAI, que entre 2006 y 2007 habían representado 90,00% de los activos totales, pasaron a representar 70,00% para la segunda parte del 2008, gracias a que los activos en forma de fondos restringidos (certificados a plazo fijo) se multiplicaron en 75 veces en los primeros 3 trimestres del 2008, con lo que pasaron de significar 0,36% a más de 15,00% de los activos totales en el 2008.

"La calificación de riesgo emitida representa la opinión de la Sociedad Calificadora de Riesgo Centroamericana, S.A. basada en análisis objetivos realizados por profesionales. No es una recomendación para comprar, vender o mantener determinados instrumentos, ni un aval o garantía de una inversión, emisión o su emisor. No considera la liquidez que puedan tener los distintos valores tanto en el mercado primario como en el secundario. Se recomienda analizar el prospecto, información financiera y los hechos relevantes de la entidad calificada que están disponibles en las oficinas del emisor, en el ente regulador del mercado de valores, superintendencias, bolsas de valores y puestos representantes."

Estos movimientos obedecieron al desembolso de obligaciones financieras contraídas por la entidad en el 2008, y que hasta la fecha no los ha canalizado a sus destinos planeados, incrementando significativamente sus activos líquidos.

En este sentido, se destaca que los pasivos de EAAI han presentado una estable composición durante el último año, cuando se han compuesto en alrededor de 70,00% por deuda a largo plazo.

Adicionalmente, el significativo crecimiento de los activos líquidos de la entidad en el 2008, elevaron sus indicadores de razón circulante y prueba ácida por arriba de la unidad para la segunda mitad del 2008 por primera vez en los últimos 3 años, lo que si bien representa un adecuado nivel de respaldo que de los activos circulantes a los acreedores de corto plazo de EAAI, esta condición es solo sostenible en la medida en que estos recursos financien efectivamente activos fijos y la administración reduzca la exigibilidad de sus pasivos.

Gracias a que en el 2008 el pasivo de la entidad se incrementó en 45,00%, 10 y 70 puntos porcentuales por arriba de sus activo y patrimonio, respectivamente, las razones de endeudamiento y apalancamiento de EAAI han presentado un crecimiento constante en tal periodo. En particular, la razón de deuda alcanzó 92,00% desde el 85,00% que representaba en 2007 y el índice de endeudamiento ascendió a 11,20 veces para diciembre 2008 a partir del valor de 5,80 veces registrado un año atrás..

Debe acotarse que los terrenos que actualmente ocupan las instalaciones del Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino no pertenecían a la EAAI hasta antes de 2009, sino que se encontraban dados en administración por parte del Gobierno de la República de Nicaragua, por lo que la administración de la Empresa solicitó formalmente al Gobierno nicaragüense la adjudicación de la propiedad sobre estos terrenos, que fue otorgada en enero de 2009 en busca de mejorar sus indicadores de apalancamiento y endeudamiento.

Por su parte, para diciembre 2008, la entidad posee obligaciones financieras por cerca de 90,00% de su pasivo total, monto que se ha duplicado entre 2006 y 2008.

Actualmente la entidad mantiene en circulación una emisión de Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BONOS BIAN II) por US\$4,00 millones, cuyo objetivo es destinar los recursos a proyectos de inversión (remodelación y ampliación del Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino) y cancelar un crédito puente con una institución bancaria realizado con tales fines.

Por otra parte, en el 2007 la EAAI acumuló pérdidas por C\$80,12 millones, mientras que en el 2008 el déficit acumulado registró C\$44,48 millones; escenario opuesto al 2005 y 2006, cuando la empresa registró utilidades por C\$5,68 millones y C\$28,77 millones, respectivamente.

El comportamiento de los resultados de la entidad se presenta de la mano con un mayor crecimiento de sus costos y gastos, especialmente los gastos financieros, que el exhibido por sus ingresos, gracias al incremento de la carga financiera de la entidad, que se duplicó entre 2007 y 2008.

En particular, con respecto al 2006, en el 2007 los ingresos de EAAI se incrementaron en 8,10%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en cerca de 50,00%; y mientras en el 2008 los ingresos crecieron 28,00% en relación con igual periodo del año anterior, los costos y gastos se incrementaron

en 14,00%, lo que permitió reducir a cerca de la mitad las pérdidas del periodo.

Paralelamente, los márgenes de rentabilidad sobre los ingresos de operación han exhibido una importante recuperación en el 2008 con respecto al significativo descenso que presentaron en el 2007, superando en algunos casos los resultados obtenidos en el 2006 y 2005.

En particular, el margen neto de EAAI, que registró un valor negativo de 24,51% en el 2007, mejora para diciembre 2008, cuando alcanza un valor de -10,62%.

2.1. Fortalezas

- Capacidad de la alta gerencia y conocimiento de la industria
- Preparación y estabilidad del personal técnico especializado
- Monopolio de la administración de los aeropuertos en Nicaragua
- Planeación estratégica realizable y adecuada a la realidad de la Empresa

2.2. Retos

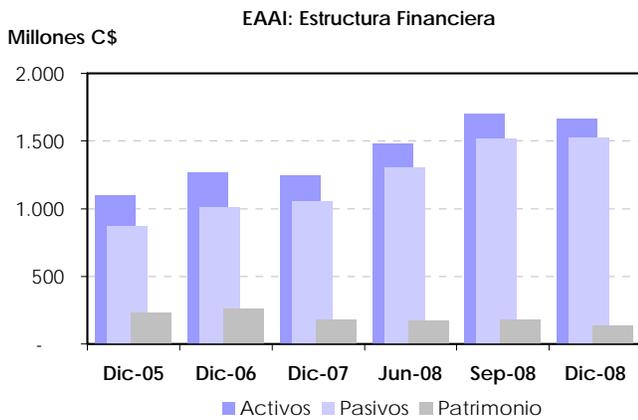
- Reconstruir la estructura financiera de la Empresa y asegurar su sostenibilidad en el largo plazo
- Mejorar su posición de liquidez
- Reducir su coste de fondeo, especialmente su carga financiera
- Revertir los resultados negativos
- Asegurar la continuidad de la ejecución estratégica en el mediano y largo plazo

3. ESTRUCTURA FINANCIERA

En el cuarto trimestre de 2008 las cuentas activa y pasiva de la estructura financiera de EAAI reversaron el acelerado ritmo de crecimiento que exhibieron en los primeros 3 trimestres del año.

En particular, los activos de la Empresa decrecieron 2,00% en el cuarto trimestre de 2008, mientras los pasivos se incrementaron 0,50%, de la mano con una contracción del patrimonio de 23,60%, ante las pérdidas obtenidas en el trimestre, luego de que en los 3 primeros trimestres del 2008 los activos de EAAI crecieron 36,00%, en tanto que sus pasivos lo hicieron en 44,00% y su patrimonio en 2,00%.

Al cierre del periodo 2008 los activos de la Empresa alcanzan C\$1.664,66 millones, mientras que sus pasivos registraron C\$1.528,04 millones y su patrimonio C\$136,62 millones



Con respecto a la solidez y equilibrio de la estructura financiera de EAAI, es destacable que especialmente a lo extenso del 2008 la composición de la entidad ha presentado ajustes positivos.

Al cierre del 2007 el activo no circulante de EAAI era financiado en cerca de una cuarta parte por patrimonio y en un 65,00% por pasivo a largo plazo, mientras que poco más de 10,00% de éste era financiado por pasivo circulante.

Esta estructura señala una posición financiera comprometida, pues una parte poco significativa del activo a largo plazo es financiado con patrimonio, lo cual impide que la parte menos líquida de sus activos se financien mayoritariamente con fuentes técnicas no jurídicas.

Adicionalmente, el resto del activo a largo plazo no se financia únicamente con pasivo a largo plazo, sino también con pasivo circulante, lo que obliga a que el activo circulante sea financiado en su totalidad con pasivo a corto plazo, dejando la posición financiera de la Empresa desprovista de un margen de cobertura razonable del activo al pasivo circulante.

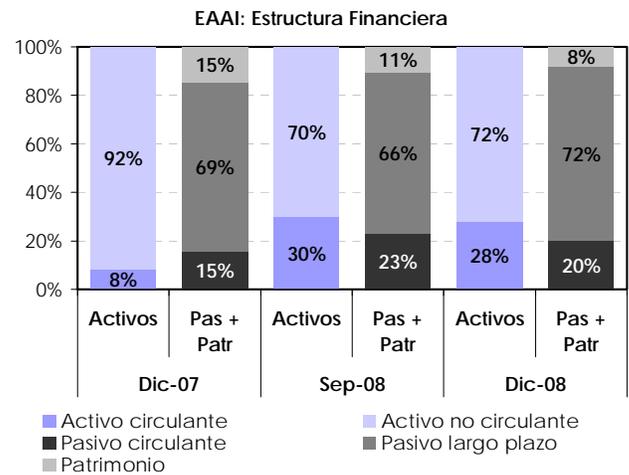
En resumen, la estructura financiera de la entidad a diciembre 2007 arrojaba que parte de las inversiones en activos de menor liquidez fueron financiadas, inadecuadamente, con fuentes de mayor exigibilidad y en una porción poco significativa con recursos propios.

Por su parte, durante el último año bajo análisis, la EAAI ha exhibido una reestructuración financiera. Al cierre del periodo 2008 el activo no circulante de la entidad es financiado por su patrimonio en solamente 10,00%, en tanto que el pasivo a largo plazo financia el restante 90,00%.

Esta estructura revela un deterioro de la solidez respecto a diciembre 2007, pues su patrimonio financia una porción aún menor de la parte menos líquida de sus activos; mientras que a la vez, indica una mejora sustancial al no financiar porción alguna del activo a largo plazo con pasivo circulante.

Adicionalmente, al cierre del 2008 el activo circulante de EAAI es financiado sólo en un 70,00%; con lo que surge un margen de cobertura del 30,00% del activo circulante financiado por pasivo a largo plazo.

De esta manera, para la segunda mitad del 2008 y por primera vez en al menos los últimos 3 años, el pasivo de mayor exigibilidad de la Empresa financia sólo una parte de sus activos de mayor liquidez, y en nada sus activos de largo plazo, una posición de mayor solidez financiera que la exhibida por EAAI en 2007 y 2006.



Los activos de EAAI han estado representados principalmente por la propiedad, planta y equipo neto, que durante 2006 y 2007 representaron alrededor de 92,00% de los activos totales, participación que exhibió una tendencia decreciente en los primeros 3 trimestres del 2008, llegando a representar 70,00% para septiembre 2008.

Esta proporción se incrementó levemente hasta 73,00% para diciembre 2008, luego de que el activo fijo neto de la Empresa (propiedad, planta y equipo) se elevara 1,10% en el cuarto trimestre del año hasta representar C\$1.201,50 millones, tras incrementarse 4,20% entre diciembre 2007 y septiembre 2008.

En otro particular, los fondos restringidos activos de la entidad reversaron en el último trimestre de 2008 la marcada tendencia creciente exhibida en los últimos 2 años.

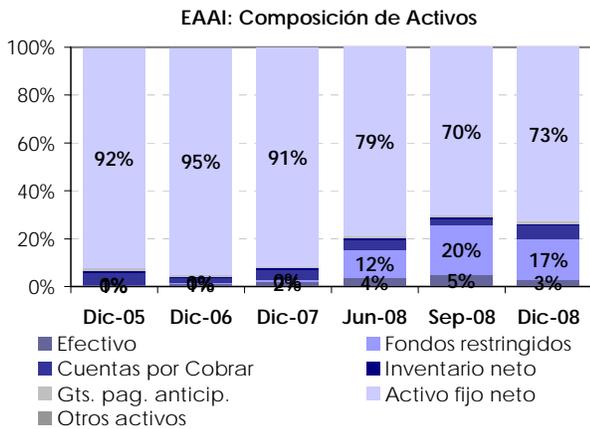
En el periodo 2007 los fondos restringidos se incrementaron 53,60%, mientras que lo hicieron en cerca de 75 veces en los primeros 3 trimestres del 2008, y se contrajeron en 18,85% en el cuarto trimestre del 2008, con lo que pasaron de representar 0,36% a 20,00% de los activos totales entre diciembre 2007 y septiembre 2008, y 17,00% al cierre del 2008, sumando C\$277,53 millones para esta última fecha.

Adicionalmente, en el cuarto trimestre del 2008 las tenencias de efectivo de EAAI experimentaron un decrecimiento cercano a 44,00%, luego del acelerado

crecimiento presentado en los últimos 3 años.

Los saldos activos en efectivo de la Empresa, se habían incrementado 61,00% en el 2006, 67,00% en el 2007 y 216,00% en los primeros 9 meses del 2008, crecimiento que les permitió pasar de representar 0,94% de los activos totales de la Empresa en diciembre 2005, a 5,20% en septiembre 2008 y 3,00% en diciembre 2008, cuando registra C\$49,10 millones.

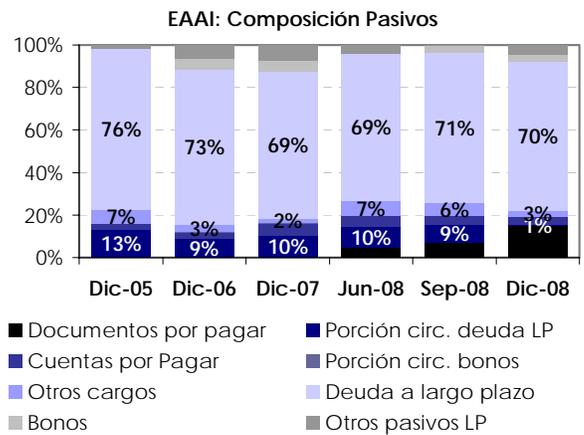
En el último año, la entidad ha mantenido alrededor de 5,00% de sus activos en forma de cuentas por cobrar, inventario neto y gastos pagados por anticipado, entre otros activos menores.



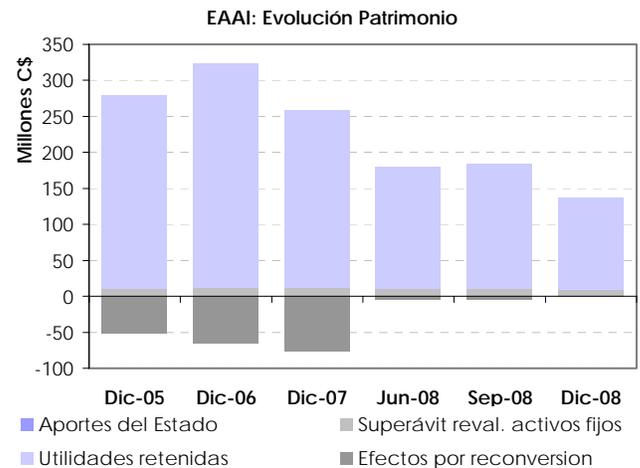
Adicionalmente, los pasivos de EAAI han presentado una estable composición durante el 2008, cuando se han compuesto en alrededor de 70,00% por deuda a largo plazo, que registra C\$1.072.64 millones a diciembre 2008.

De manera complementaria, se destaca que la porción circulante de la deuda a largo plazo de la Empresa, que en los últimos 3 años representó en promedio 10,00% del pasivo, pasó a representar sólo 1,00% para el último trimestre del 2008, junto con el vencimiento de un 90,00% de sus saldos, hasta registrar C\$7,93 millones a diciembre 2008.

Adicionalmente, la Empresa ha mantenido cerca de 20,00% de sus pasivos en forma de documentos por pagar, cuentas por pagar, bonos y otros pasivos.



Con respecto al patrimonio de EAAI, un 90,00% del total ha estado representado por utilidades retenidas en el último año, mientras que ha mantenido además un saldo de alrededor de C\$10,00 millones de superávit por revaluación de activos fijos que han representado cerca de 4,00% del total. De manera complementaria, la Empresa ha registrado C\$270,00 mil de aportes del Estado nicaragüense (US\$17.851,00) en los últimos 3 años, así como efectos negativos por reconversión de la moneda.



4. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

4.1. Liquidez

Con respecto al manejo de la liquidez, en el cuarto trimestre de 2008 la Empresa conservó la tendencia a mejorar exhibida por sus indicadores durante los primeros 3 trimestres del 2008.

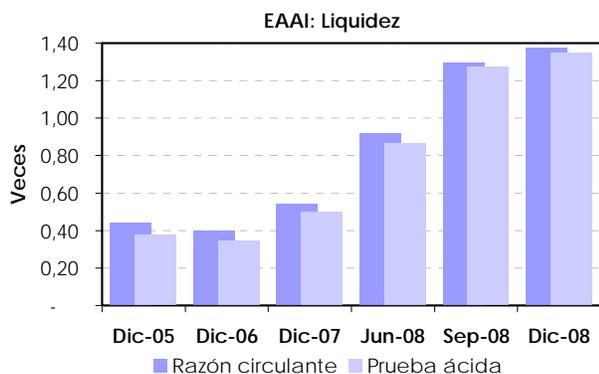
En particular, la razón circulante, que se había elevado de 0,44 a 1,30 veces entre diciembre 2007 y septiembre 2008, se incrementó aún más para diciembre 2008, hasta alcanzar 1,37 veces, lo que representa un constante crecimiento en el nivel de respaldo que proporcionan los activos circulantes de EAAI a sus acreedores de corto plazo.

Particularmente, al cierre del 2008, el indicador señala que la Empresa cubre la totalidad de su pasivo circulante con un 73,00% del activo circulante, quedando un 27,00% de estos como respaldo adicional, mientras que al cierre de la primera mitad del 2008 el activo circulante mantenía un déficit de 8,00% para cubrir la totalidad del pasivo circulante.

El comportamiento del indicador obedece a que mientras el pasivo circulante de la entidad se incrementó 74,00% en el 2008, el activo circulante se multiplicó en 4,40 veces, gracias principalmente al crecimiento de los fondos restringidos, especialmente en forma de certificados a plazo fijo en moneda extranjera.

El indicador de prueba ácida de la Empresa, obtenido al eliminar el efecto de los inventarios sobre los activos circulantes, no presenta un resultado significativamente diferente a la razón de liquidez, debido al poco peso relativo de los inventarios dentro del activo circulante de la entidad, que representan menos del 2,00% de éste a diciembre 2008.

De esta manera, a lo extenso del 2008 la prueba ácida ha presentado una tendencia creciente que le permitió pasar de 0,50 a 1,35 veces, lo que representa que al cierre del 2008 los acreedores de corto plazo de EAAI se mantienen cubiertos en su totalidad, lo que indica a su vez un adecuado manejo de la liquidez, contrario al exhibido antes del segundo semestre del último periodo.



Consecuentemente, se desprende que el capital de trabajo neto de EAAI, excedente de activos de corto plazo sobre pasivos de corto plazo, que había presentado un nivel negativo de alrededor de C\$50,00 millones entre 2005 y 2007, se elevó entre diciembre 2007 y septiembre 2008 hasta alcanzar un saldo positivo de C\$210,86 millones. Sin embargo, para el último trimestre de 2008 el capital de trabajo de la entidad se redujo hasta C\$167,50 millones, gracias a que durante tal periodo el activo circulante de EAAI se redujo en C\$46,75 millones, mientras que su pasivo circulante se contrajo en sólo C\$2,08 millones.

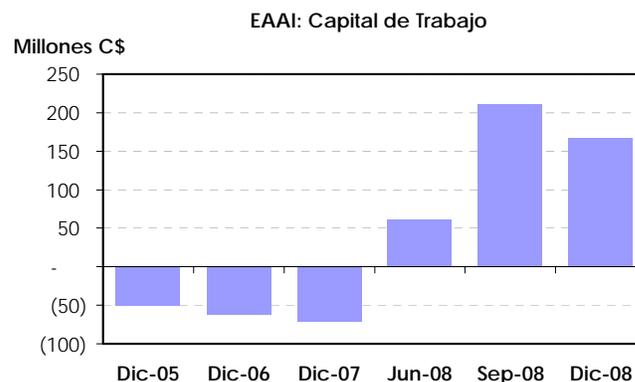
Si bien un capital de trabajo neto negativo representa que EAAI contaba con un nivel de recursos sumamente

ajustado para cubrir sus necesidades operativas, esto no significó situación de quiebra o suspensión de pagos en su caso particular, debido a que su giro del negocio es más financiero que de circulante.

Lo anterior se evidencia en que su activo circulante representaba menos del 10,00% de su activo total antes del 2008, a lo que se debe agregar que la Empresa paga a sus proveedores a un plazo promedio (90 días) superior al que cobra a sus clientes (50 días), estos últimos principalmente al contado.

Sin embargo, a pesar de que EAAI logró sostener un capital neto de trabajo negativo durante varios periodos sin ocasionar la insolvencia del negocio, el riesgo de este evento persistía mientras su flujo de efectivo no fuese completamente predecible, por lo que el significativo crecimiento del capital de trabajo de EAAI en el 2008 representa una mejora sustancial en su manejo de la liquidez.

El comportamiento del capital de trabajo de EAAI durante el 2008 se presenta de la mano con un crecimiento del activo circulante en C\$356,87 millones, que duplica al presentado por el pasivo circulante en igual periodo.



De manera paralela, el índice de proporción de capital de trabajo, proporción de los activos circulantes financiados a largo plazo, pasó de niveles negativos en el 2007 hasta representar 36,24% en diciembre 2008, lo que representa un efecto sumamente favorable sobre la posición de solidez de la estructura financiera de EAAI.

Así mismo, el número de veces que el capital de trabajo cubre a los inventarios, indicado por el índice de cobertura del capital de trabajo, pasó de niveles negativos en el 2007 a cerca de 22,00 veces para el último trimestre del 2008.

Lo anterior significa que en el 2008 EAAI mejoró significativamente su cobertura, al aumentar la proporción de activos líquidos financiados a largo plazo, favoreciendo de esta manera su posición de solidez.

EAAI: Indicadores de liquidez

Liquidez	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Dic-08
Razón circulante	0,44	0,40	0,55	0,92	1,30	1,37
Prueba ácida	0,38	0,35	0,50	0,87	1,27	1,35
Proporción Capital trabajo	-60,13%	-100,12%	-67,42%	19,19%	41,43%	36,24%
Cobertura Capital trabajo	-4,18	-7,50	-8,56	3,36	21,82	21,62

4.2. Endeudamiento

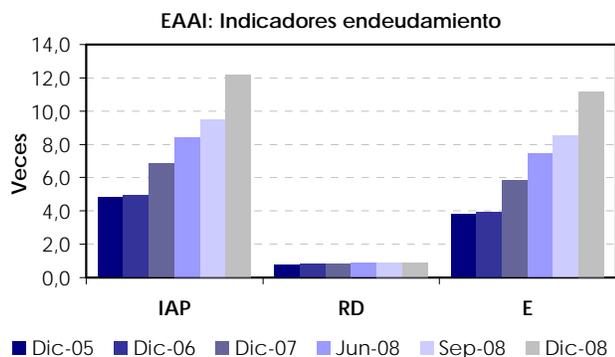
Con respecto a la utilización de los pasivos en el financiamiento y su impacto en la posición financiera de la entidad, es notable que durante el 2008 las razones de endeudamiento y apalancamiento de EAAI han presentado un crecimiento constante.

En particular, la razón de deuda (RD) ganó 7 puntos porcentuales en el último año hasta alcanzar 92,00% en diciembre 2008, lo que revela un aumento considerable en la proporción del activo financiado por pasivos, gracias a que mientras el activo de la Empresa se incrementó cerca de 33,00% anualmente, el pasivo lo hizo en 45,00%.

Paralelamente, el índice de endeudamiento (E) observó un persistente incremento de 5,81 a 11,18 veces en el 2008, lo que significa que en el último año el financiamiento de los acreedores se incrementó en cerca de 5,40 córdobas por cada córdoba aportado por los socios.

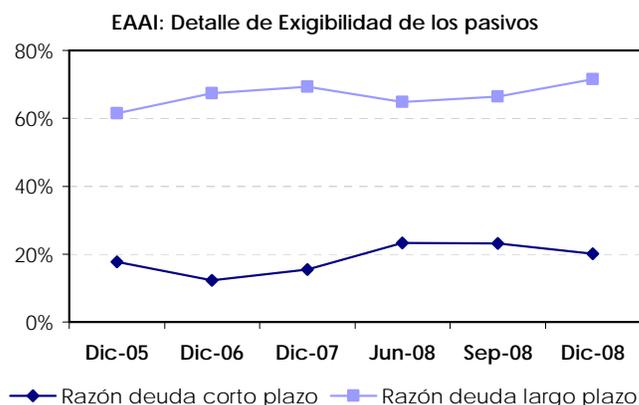
Por su parte, el indicador de apalancamiento (IAP) se duplicó en el 2008 hasta alcanzar 12,18 veces, gracias a que el activo de la entidad se incrementó en 33,00% en tanto que su patrimonio se contrajo en 25,00% en igual periodo.

En este particular, debe señalarse que en enero de 2009 los terrenos donde se encuentran las instalaciones del Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino, fueron donados a la EAAI por parte del Gobierno de la República de Nicaragua, por lo que para el 2009 se esperan mejoras contables en los indicadores de apalancamiento y endeudamiento de la entidad; ante lo cual se debe indicar que los bienes de la Empresa no constituyen garantía ante sus obligaciones, pues éstos son propiedad del Estado nicaragüense, que son inembargables.



En cuanto a la exigibilidad de los pasivos de la entidad, se destaca que la razón de deuda a corto plazo de la Empresa se ha colocado 50 puntos porcentuales por debajo de la razón a largo plazo para diciembre 2008; luego de reducirse de 23,00% a 20,00% en el último trimestre, mientras que la razón a largo plazo se incrementó de 66,00% a 72,00%, lo que señala una creciente exigibilidad del endeudamiento en el cuarto trimestre del 2008.

De manera consistente, en el 2008 alrededor del 70,00% del pasivo ha correspondido a deuda a largo plazo, mientras que la porción restante se ha dividido entre deuda a corto plazo y bonos.



Por su parte, con respecto a la capacidad de la Empresa para hacer frente a su carga financiera, el indicador de cobertura de intereses exhibió un comportamiento variable durante el 2008, cuando ha oscilado entre 0,30 y 1,00 veces.

Más detalladamente, a pesar de que en el cuarto trimestre del 2008 el indicador se deterioró al pasar de 0,98 a 0,71 veces; se colocó por arriba de lo registrado un año atrás, cuando exhibió un valor de 0,32 veces, y significativamente por debajo de lo registrado en el 2006 y 2005, cuando el indicador se elevaba por arriba de las 3 veces. Lo anterior indica que para el 2008 la entidad consumió parte de su capacidad para obtener financiamientos futuros.

El déficit de la cobertura de intereses de EAAI con respecto a la unidad para diciembre 2008, señala que EAAI no puede hacer frente a su carga financiera con la utilidad generada por su operación normal (utilidad operativa).

La tasa de interés promedio sobre los pasivos (TIP) de EAAI, inferior a 1,50% en el 2005 y 2006, se elevó significativamente a cerca de 6,50% para 2007 y a 9,00% para el 2008, de la mano con la mayor carga financiera contraída por EAAI en los 2 últimos años bajo análisis.

En este mismo sentido, si se considera la tasa de interés promedio sólo sobre los pasivos con costo, se observa

que el costo promedio de la deuda se incrementó de cerca de 1,50% en diciembre 2006 hasta colocarse por arriba de 7,00% al cierre del 2007 y entre 9,00% y 12,00% a lo extenso del 2008.

EAAI: Indicadores de endeudamiento

Endeudamiento	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Dic-08
Cobertura de intereses	3,39	3,20	0,32	0,91	0,98	0,71
TIP	0,49%	1,34%	6,54%	9,82%	8,63%	9,22%
GtoFinan/Pasc/costo	0,55%	1,52%	7,66%	11,71%	9,62%	10,39%

Actualmente la entidad mantiene en circulación una emisión de Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BONOS BIAN II) por US\$4,00 millones, cuyo objetivo es destinar los recursos a proyectos de inversión (remodelación y ampliación del Aeropuerto Internacional Augusto Cesar Sandino) y cancelar un crédito puente con una institución bancaria realizado con tales fines.

Es importante indicar que la principal fuente de pago de la emisión es un fondo de reserva creado en una cuenta en custodia en un banco fomentado con semanalmente por los ingresos generados por la tarifa por Derecho de Terminal correspondientes a 625 pasajeros que salen del país hasta completar la cuota trimestral de pago de principal e intereses, mecanismo que se ejecutará trimestralmente hasta completar el periodo de vigencia de la emisión.

Adicionalmente, debe acotarse que los Derechos de Terminal aérea se encuentran pignorados con una institución financiera.

Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales (EAAI) Bonos de Infraestructura Aeroportuaria de Nicaragua (BIAN II)

Clase de instrumento	Bonos
Monto de la emisión (millones)	US\$ 4,00
Plazo	10 años
Fecha de Emisión	26-Ene-06
Fechas vencimiento	26-Ene-16
Moneda de Pago	La emisión es en córdobas con mantenimiento de valor a su equivalente en dólares de los Estados Unidos de América.
Denominación o valor facial	US\$ 25,000.00 (Veinticinco mil) Dólares de los Estados Unidos de América.
Tasa de interés	8,00% anual
Periodicidad	Vencimientos trimestrales.
Garantías	Crédito General de la Empresa

5. ANÁLISIS DE GESTIÓN

En este apartado se realiza un análisis del grado de intensidad y eficiencia con que la Empresa gestiona sus activos, la capacidad de transformación y generación de flujos de caja de los activos circulantes y la productividad y contribución de los éstos en las operaciones de la entidad.

SCRiesgo

5.1. Actividad

El indicador de rotación del activo circulante (RAC) de EAAI reversó para el cuarto trimestre de 2008 la marcada tendencia descendente exhibida durante los 2 últimos años, lo que evidencia una leve mejora en el número de veces que el activo circulante se transforma en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares).

En particular, el indicador se redujo de 4,83 veces en diciembre 2006 a 0,83 veces en septiembre 2008, mientras que se recupera para el cierre del 2008 alcanzando un valor de 0,91 veces, lo que implica una mejora trimestral en el manejo del activo circulante y un incremento en la capacidad de generación de ingresos operativos, originada en el mayor decrecimiento de los activos circulantes, de 9,18% entre septiembre 2008 y diciembre 2008, en relación con el descenso de los ingresos de operación anualizados, de 0,40%.

Por su parte, los indicadores de rotación de activo fijo (RAF) y rotación de activo a largo plazo (RLP) se conservaron sumamente estables a lo extenso de la segunda mitad del 2008, cuando ambos indicadores se han colocado en alrededor de 0,35 veces, lo que representa una alta estabilidad en la eficiencia del manejo del activo fijo por parte de EAAI.

En este sentido, es importante señalar que, en concordancia con la naturaleza de EAAI, sus activos fijos representan el 70,00% de sus activos totales, y el 99,90% de sus activos no circulantes, por lo que el comportamiento del RAF coincide con el RLP.

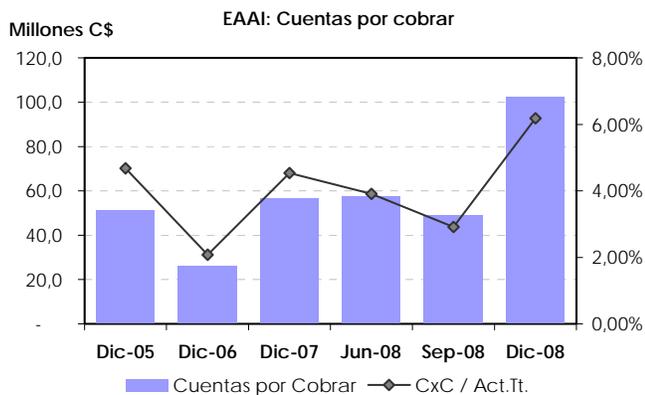
La rotación del activo total (RAT) de la entidad, como índice global de evaluación de la eficiencia en la utilización de los recursos, se ha colocado alrededor de 0,25 veces para el 2006, 2007 y 2008, revelando una representativa quietud en la eficiencia y uso de las inversiones totales de la Empresa.

EAAI: Indicadores de actividad trimestrales

Actividad	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Dic-08
RAC	3,14	4,83	3,10	1,26	0,83	0,91
RLP	0,27	0,25	0,29	0,34	0,35	0,35
RAF	0,27	0,25	0,29	0,34	0,35	0,35
RAT	0,25	0,24	0,26	0,27	0,25	0,25

5.2. Cuentas por cobrar

Durante el último trimestre del 2008 el saldo de cuentas por cobrar se duplicó hasta alcanzar C\$102,30 millones y representar 6,20% de los activos totales, de la mano con el crecimiento de los adelantos a contratistas y proveedores en casi C\$60,00 millones.



En consecuencia, el índice de rotación de las cuentas por cobrar de EAAI, como indicador de la capacidad de cada córdoba invertido en cuentas por cobrar para generar ingresos de operación, reversó para el último trimestre la tendencia creciente exhibida en los primeros 3 trimestres del 2008, desmejorando de esta manera el desempeño del indicador, que pasó de 8,53 a 4,09 veces entre septiembre 2008 y diciembre 2008, originada básicamente en el significativo crecimiento de las cuentas por cobrar en tal periodo.

En concordancia con lo anterior, el período medio de cobro (PMC) de EAAI, se incrementó de 42,18 a 87,94 días entre septiembre y diciembre 2008, lo que representa un importante incremento en el número de días promedio que tarda la Empresa en cobrar sus servicios al crédito, lo que a su vez implica una desmejora en la gestión de cobro.

Por su parte, la cobertura de las estimaciones sobre las cuentas por cobrar se contrajo a diciembre 2008 de manera trimestral, alcanzando un indicador de 10,50%, cerca de 8 puntos porcentuales más que un trimestre atrás.

En el caso particular de EAAI, se puede indicar que la proporción de la cobertura es alta, si se considera que la morosidad promedio de las cuentas por cobrar es de sólo 1,50%, y se concentra generalmente entre 30 y 60 días.

EAAI: Indicadores de cuentas por cobrar

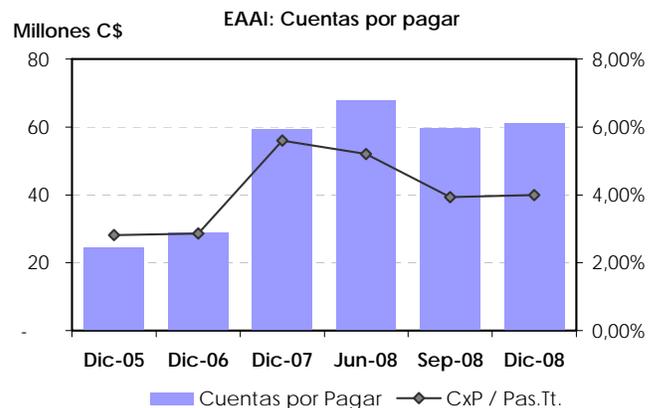
Actividad	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Dic-08
Rotación CxC	5,24	11,45	5,78	6,96	8,53	4,09
PMC	68,69	31,45	62,29	51,71	42,18	87,94

5.3. Cuentas por pagar

Las cuentas por pagar de la Empresa registran C\$60,98 millones al cierre del 2008, tras presentar crecimientos de 2,10% en el último trimestre del 2008, 3,10% en el 2008 y 105,00% en el 2007.

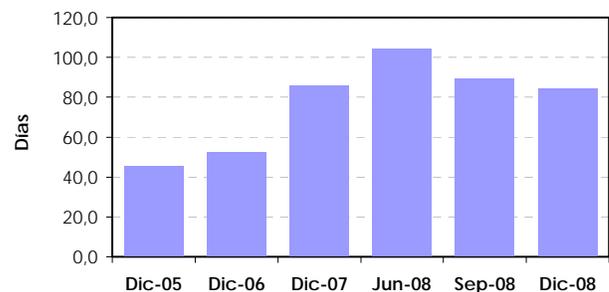
Consecuentemente, las cuentas por pagar de la entidad, luego de representar 5,60% de los pasivos

totales, se han estabilizado en un 4,00% de éstos para el cierre de los 2 últimos trimestres del 2008.



De la mano con el comportamiento de las cuentas por pagar, el periodo medio de pago (PMP) de EAAI se duplicó entre el cierre de 2006 y junio 2008 hasta alcanzar 104 días en esta última fecha, mientras que se reducido persistentemente en la segunda mitad del 2008, hasta registrar 84,50 días al cierre del 2008, lo que en términos generales representa que en los últimos 2 trimestres EAAI redujo en cerca de 20 días el plazo promedio para pagar sus compras a crédito a proveedores comerciales, lo que significa una desmejora en su eficiencia.

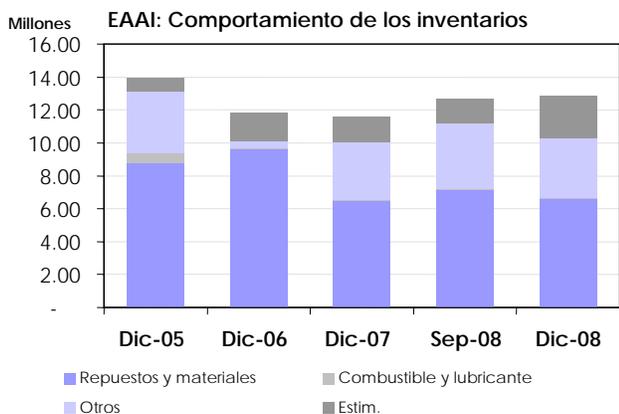
EAAI: Periodo Medio de Pago



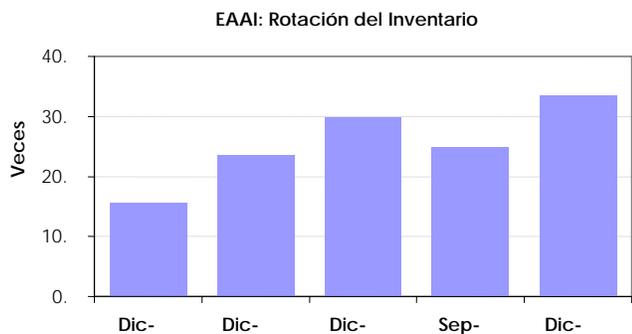
5.4. Inventarios

El saldo neto de inversiones en inventarios de EAAI registra C\$7,75 millones a diciembre 2008, tras contraerse 20,00% en el cuarto trimestre de 2008 y 7,00% a lo largo de todo el periodo. En el 2008 los inventarios han estado representados en promedio 60,00% por repuestos y materiales, en 1,00% por combustible y lubricante, 30,00% por otros y 10,00% por estimaciones por obsolescencia.

La contracción en los inventarios netos en el cuarto trimestre de 2008 se presenta en forma paralela con la reducción de los inventarios en repuestos y materiales y el crecimiento de las estimaciones por obsolescencia.



De manera consecuente con lo anterior, la rotación del inventario (RINV), luego presentar una desmejora significativa al contraerse de 30,00 a 25,00 en los primeros 3 trimestres del 2008, se eleva hasta 33,50 veces para el cierre de 2008, gracias tanto al decrecimiento en el inventario neto en 20,00% como al crecimiento en el costo de los servicios prestados por EAAI anualizados en 8,00% en el cuarto trimestre de 2008.



Por su parte, el periodo medio de inventario de la entidad presentó una significativa mejora entre septiembre y diciembre 2008, cuando se redujo de 14,47 a 10,74 días, en forma paralela con el crecimiento de su rotación.

EAAI: Indicadores de inventarios

Actividad	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Sep-08	Dic-08
RINV	15,61	23,63	29,83	24,89	33,51
Periodo medio inventario	23,06	15,23	12,07	14,47	10,74

6. ANÁLISIS DE RESULTADOS

6.1. Estado de Resultados

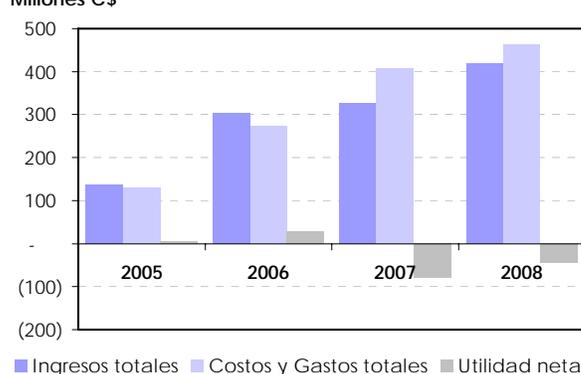
Luego de que en el 2005 y 2006 la EAAI acumulara utilidades por C\$5,68 millones y C\$28,77 millones, respectivamente, en el 2007 y 2008 los costos y egresos de la entidad superaron sus ingresos en C\$80,12 millones y C\$44,48 millones, en igual orden.

El comportamiento de los resultados de la entidad se presenta de la mano con un mayor crecimiento de sus costos y gastos, especialmente los gastos financieros, que el exhibido por sus ingresos.

En particular, con respecto al 2006, en el 2007 los ingresos de EAAI se incrementaron en 8,10%, mientras que sus costos y gastos generales lo hicieron en cerca de 50,00%; mientras en el 2008 los ingresos crecieron 28,00% en relación con igual periodo del año anterior, los costos y gastos se incrementaron en 14,00%, lo que redujo las pérdidas del periodo a casi la mitad de las registradas en el 2007.

Es importante agregar que, en busca de mejorar su posición financiera, a partir del 2009 la administración EAAI ha conseguido la exoneración total del pago del impuesto sobre la renta por un periodo de 10 años, de acuerdo con el Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Nicaragua.

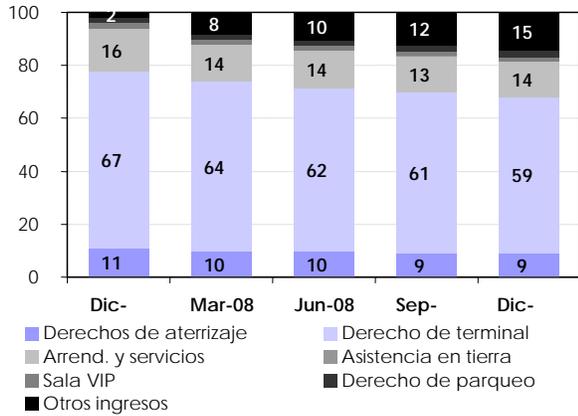
Millones C\$ EAAI: Estado Resultados Acumulado



En cuanto a la estructura de los ingresos de EAAI, se destaca que éstos han seguido una leve reestructuración en el 2008. Entre diciembre 2007 y diciembre 2008, los ingresos por Derecho de Terminal pasaron de representar 67,00% a 59,00% de los ingresos totales, mientras los ingresos por Arrendamiento y Servicios descendieron de 16,00% a 14,00% y los ingresos por Derechos de Aterrizaje pasaron de 11,00% a 9,00%; en tanto que esta participación fue ganada por los "Otros" ingresos, que ganaron cerca de 13 puntos porcentuales de participación hasta representar 15,00% al cierre del periodo.

Los "Otros" ingresos corresponden principalmente a ingresos por el pago de los costos del servicio de electricidad a los inquilinos de las zonas comerciales del Aeropuerto, que antes del 2008 no se cobraba.

EAAI: Composición de los ingresos

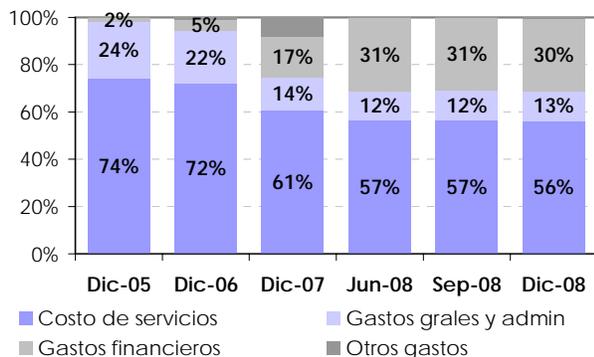


La administración de la entidad ha enfocado en el último año sus esfuerzos a buscar que la mayor proporción de los ingresos sean los no aeroportuarios, como arrendamientos, publicidad, duty free, entre otros.

En este sentido, la administración está impulsando incorporar en los contratos que se tienen con beneficiarios de duty free, que éstos deban pagar adicional al pago por arrendamiento un 5% sobre los ingresos brutos.

Por su parte, la estructura de costos y gastos de la entidad ha evidenciado leves cambios en el 2008. La participación de los costos por servicios conservaron en el 2008 la tendencia decreciente que exhibe desde 2005, pasando de representar 61,00% a 56,00% del total entre diciembre 2007 y diciembre 2008, mientras los gastos generales y de administración se colocaron alrededor de 13,00% en igual periodo, participación que fue ganada por los gastos financieros, que pasaron de significar 17,00% a 30,00%.

EAAI: Composición del Costo y Gasto acumulado



Por su parte, en el cuarto trimestre de 2008 se observa una leve reversión de la tendencia a mejorar exhibida por la rotación de los gastos administrativos de la Empresa en los primeros tres trimestres del periodo, cuando se incrementaron de 21,87 a 33,16 veces, gracias a que entre diciembre 2007 y septiembre 2008

SCRiesgo

los activos de la entidad crecieron 36,00%, mientras sus gastos administrativos se redujeron 9,00% entre los acumulados en el 2007 y los 3 primeros trimestres del 2008 (anualizados).

Sin embargo, en el último trimestre de 2008 el indicador se reduce hasta las 28,05%, gracias a que durante este periodo los activos se redujeron 2,00% mientras los gastos generales y de administración anualizados se incrementaron 14,60%.

Durante los primeros 3 trimestres del 2008 la cobertura de la utilidad operativa sobre los gastos administrativos se incrementó de manera significativa, cuando pasó de 0,39 a 2,47 veces, comportamiento que se reversó para el último trimestre, a cuyo cierre el indicador se reduce hasta 1,68 veces, presentando una desmejora trimestral.

EAAI: Indicadores de gasto administrativo

Actividad	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Dic-08
Rotación Gtos. AdM.	17,72	20,73	21,87	29,39	32,81	28,05
Util. Operac. / Gtos Adm.	0,23	0,71	0,39	2,31	2,47	1,68

Por otra parte, los márgenes de rentabilidad de EAAI sobre los ingresos de operación han exhibido una importante recuperación en el 2008 con respecto al significativo descenso que presentaron en el 2007, superando en algunos casos los resultados obtenidos en el 2006 y 2005.

En particular, el margen bruto se incrementó persistentemente entre el cierre de 2005 y 2006 de 28,39% a 34,70%, mientras que desciende a 24,26% para el cierre de 2007 y se recupera a diciembre 2008 cuando presenta un valor de 38,00%.

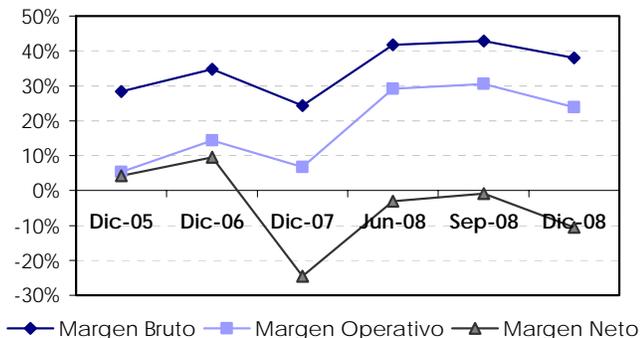
Este comportamiento se presenta de la mano con un crecimiento de la utilidad de bruta de 173,00% entre 2006 y 2005, que superó el aumento de los ingresos de operación entre iguales periodos, de 124,00%; mientras que para el 2007 la utilidad bruta se redujo en 24,00% respecto al 2006, en tanto que para 2008 se duplicó con respecto al 2007, mientras que los ingresos de operación se incrementaron 9,00% entre 2006 y 2007 y 28,00% entre 2007 y 2008.

Paralelamente, el Margen Operativo, que se redujo de 14,39% a 6,81% entre 2006 y 2007, se elevó significativamente hasta 24,00% para el 2008, gracias a que la utilidad de operación, que se había incrementado en 6 veces en el 2006 (respecto a 2005), se redujo 50,00% en el 2007 y se incrementó en 4,50 veces en el 2008, unos 320 puntos porcentuales por arriba del crecimiento de los ingresos de operación.

En términos agregados, se destaca que el Margen Neto de EAAI se mostró descendente en el 2007, cuando pasó de 9,56% hasta un valor de -24,51%, manteniéndose en el 2008 en niveles negativo aunque menos pronunciados, cerrando el periodo con un valor de -10,62%.

Este resultado se presenta en consecuencia con una utilidad neta que se multiplicó en 5 veces en el 2006 en relación con 2005, mientras que se redujo 380,00% entre 2007 y 2006 hasta registrar pérdidas netas, que a su vez se redujeron a la mitad para el 2008.

EAAI: Evolución de los Márgenes de Rentabilidad acumulada



6.2. Costos de Transformación

Con respecto a los costos de transformación de la Empresa, se destaca que los costos de servicios (aerportuarios y auxiliares) son históricamente el rubro con mayor incidencia sobre los ingresos de operación, pues han representado alrededor de 60,00% de éstos. En particular, para diciembre 2008 los costos por servicios representan 62,00% de los ingresos de operación, levemente por debajo del 57,00% representado un trimestre atrás y 14 puntos porcentuales menos que al cierre del 2007.

Los gastos de operación de EAAI también han reducido su incidencia sobre los ingresos operativos en el 2008 con respecto a periodos anteriores, pasando de 23,00% a 14,00% entre diciembre 2005 y diciembre 2008; mientras que los gastos financieros incrementaron su incidencia notablemente entre iguales fechas, al pasar de sólo 2,00% a 34,00%.

El crecimiento de la incidencia de los gastos financieros se presenta de la mano con la expansión de las obligaciones financieras en este periodo, que incluso se han duplicado entre 2006 y 2008.

EAAI: Costos de transformación acumulados

Costos de transformación	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Jun-08	Sep-08	Dic-08
Costo de servicios	72%	65%	76%	58%	57%	62%
Gastos Operación	23%	20%	17%	13%	12%	14%
Gasto financiero	2%	4%	21%	32%	31%	34%

6.3. Rentabilidad

Con relación a los indicadores de rentabilidad, como índices para evaluar el éxito en las operaciones e inversiones de la Empresa, debe notarse que en

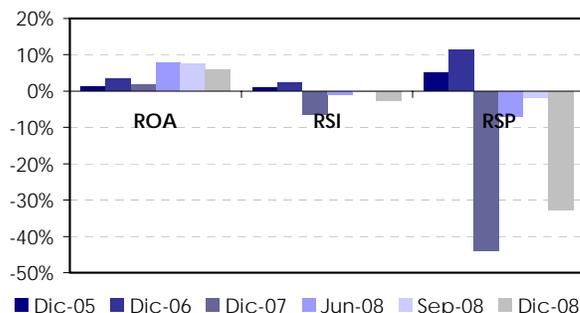
consecuencia con el comportamiento variable de los resultados de EAAI en los últimos tres años, la evolución de sus indicadores de rentabilidad ha sido sumamente fluctuante.

Particularmente, el Rendimiento de operación sobre activos (ROA) se colocó en 6,00% al cierre del 2008, 1,55 puntos porcentuales por debajo del indicador exhibido un trimestre atrás, y 4,20 puntos sobre lo registrado al cierre del 2007; comportamiento que se presenta en forma paralela con la utilidad operativa de la entidad.

Por su parte, el Rendimiento sobre la inversión (RSI) se ubicó por arriba 1,00% entre 2005 y 2006, mientras que presenta valores negativos de entre 0,20% y 7,00% en el último año bajo análisis, ante las pérdidas netas acumuladas por la entidad desde el 2007. Al cierre del 2008 la Empresa registra un RSI de -2,67%.

De la misma manera, la Rentabilidad sobre el patrimonio (RSP) se colocó entre 5,00% y 11,50% al cierre de los periodos 2005 y 2006, en tanto que desciende hasta -44,00% al final del 2007 y a -32,56% al cierre del 2008.

EAAI: Evolución de los indicadores de rentabilidad



Más detalladamente, el ROA, como indicador de la capacidad básica de generación de utilidades por parte de EAAI, se colocó por debajo del costo total de la deuda de la Empresa, medido por la tasa de interés promedio sobre las deudas (TIP), a lo extenso del 2008.

El resultado anterior representa una posición desfavorable, pues en el 2008, a diferencia de periodos anteriores, el costo de la deuda ha sido superior a la capacidad de generación de utilidades operativas de la Empresa, lo que se origina básicamente en el significativo crecimiento de las obligaciones financieras de EAAI en el 2007 y 2008.

