

EMPRESA ADMINISTRADORA DE AEROPUERTOS INTERNACIONALES

Informe Mantenimiento de Calificación de Riesgo

Sesión ordinaria: N° 4012014

Sesión extraordinaria de ratificación: N° 4022014

Información financiera: No auditada al 31 de diciembre del 2013.

Contactos: Alexander Meza Schmidt
Cindy Alfaro Azofeifa

Analista Financiero
Analista Senior

ameza@scriesgo.com
calfaro@scriesgo.com

1. CALIFICACIÓN DE RIESGO

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

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

*La calificación actual varió con respecto a la anterior.

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

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

*La calificación actual no varió con respecto a la anterior

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

Bonos BRADE				
Emisor	Serie	Monto -millones US\$-	Calificación anterior	Calificación actual*
EAAI	Serie A	5,00	scr A (nic)	scr A+ (nic)
EAAI	Serie B	15,00	scr BB (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 varió con respecto a la anterior

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

scr BBB: Emisiones que cuentan con una suficiente capacidad de pago de capital e intereses en los términos acordados. Susceptible de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

scr BB: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago de capital e intereses según lo acordado, pero variable y susceptible de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

scr B: Emisiones debajo del grado de inversión, son emisiones con capacidad de pago mínima sobre el capital e intereses, cuyos factores de respaldo son muy variables y susceptibles de deterioro ante posibles cambios en el emisor, la industria o la economía.

SCR 4: Emisiones a Corto Plazo que tienen una suficiente capacidad de pago del capital e intereses según los términos y plazos pactados. Sus factores de riesgo son susceptibles de deterioro ante cambios en el emisor, la industria o la economía. Nivel Satisfactorio.

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

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

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

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

2. FUNDAMENTOS

Las calificaciones otorgadas a la Empresa Administradora de Aeropuertos Internacionales de Nicaragua, S.A. toman como fundamento:

- En general, EAAI ha sido consistente en la consecución de los distintos planes establecidos para el mejoramiento de su situación financiera, destacando aumentos en su volumen de operaciones que demuestran un EBIDTA que se incrementa un 58% en el último año y presenta un margen del 24% con relación a los ingresos totales.
- La materialización del apoyo económico del Gobierno de Nicaragua brindada a EAAI, significa una fortaleza y soporte para la evolución futura de la situación financiera de la entidad.
- De tal manera, y de acuerdo con la programación financiera que el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) ha desarrollado para sanear los pasivos de EAAI, se registró la inyección de US\$2.796.521,85 hacia el mes de octubre 2013 y US\$6.667.904,51 para el mes de marzo 2014, las cuales afectan positivamente el flujo de caja y empiezan a evidenciar cambios en los resultados financieros de la organización.
- Adicionalmente, ya fueron incluidos dentro del Presupuesto General de la República y el Marco Presupuestario de Mediano Plazo, los distintos montos de asignación del período 2015-2017, establecidos por el MHCP para la cancelación de la deuda que ha adquirido EAAI para la construcción y mejoramiento de la infraestructura aeroportuaria en Nicaragua.
- La entidad presenta un alto nivel de endeudamiento, para diciembre 2013 se muestra en 6,20 veces. Esto presiona la realidad financiera de la organización al mantenerse el nivel de pérdidas relacionadas.

- Producto de lo anterior, el patrimonio de la entidad mantiene su tendencia decreciente, impactado además por el efecto de la depreciación y la revalorización cambiaria.
- Los Bonos BRADE requieren una provisión en la cuenta de reserva de al menos 4,5% de la colocación, para el cierre de diciembre 2013, esta provisión tiene un saldo que cubre el 81% del monto a ser cancelado en la serie A (cuyo vencimiento se registra para el 1 de abril del 2014) y el 6% del total del monto colocado. Inclusive, según el último estado de cuenta al 17 de febrero del 2014, la reserva cubre en un 91% el monto de la serie A, por lo que es garantizable el pago del 100% de la emisión de EAAI.
- EAAI se circunscribe dentro de la estructuración del megaproyecto canal interoceánico de Nicaragua, lo cual implica proyecciones de consideración en términos del desarrollo y crecimiento en volumen de operaciones.
- Conforme se materialicen las demás estrategias para disminuir la carga pasiva de la entidad y según evolucionen los resultados financieros a través de la mejora continua en la situación económica de EAAI, SCRiesgo evaluará un posible cambio en la calificación.

3. ENTORNO ECONÓMICO

3.1 Producción nacional

De acuerdo con las proyecciones del Banco Central de Nicaragua (BCN) al cierre de 2013, la actividad económica experimentará un crecimiento del 4,2%, que resulta inferior al compararlo con el promedio de los dos últimos años (5,3%).

A pesar de lo anterior, dicho comportamiento supera al registrado por el resto de los países centroamericanos, con excepción de Panamá.

De acuerdo con estimaciones del BCN y de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), el crecimiento de la economía se situará alrededor del 5,0% en el 2014, manteniendo el segundo mayor de la región centroamericana, sólo superado por Panamá.

Como parte de las amenazas para alcanzar dicha meta, se encuentra una persistente volatilidad de la economía global, el comportamiento de los precios de los principales

Página 2 de 12

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

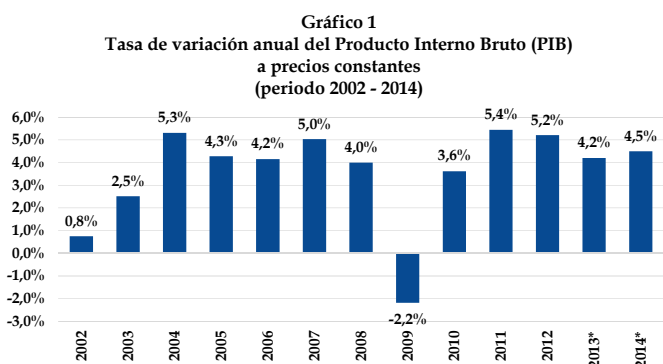
www.scriesgo.com / info@scriesgo.com

productos de exportación y los efectos sobre la producción cafetalera a consecuencia del impacto de la roya en el 2013.

Asimismo, el déficit consolidado después de donaciones respecto al PIB fue del 1,0% (-0,2% en 2012).

3.5 Comercio exterior

El déficit comercial ascendió a 2.817,7 millones de dólares, incrementándose en 77 millones de dólares respecto al mostrado en 2012, esto como resultado de la reducción del valor de las exportaciones FOB (-10,3%) y a una merma en las importaciones FOB del 3,7%.



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.
*Tasas proyectadas por el BCN.

3.2 Índice mensual de actividad económica (IMAE)

La economía nicaragüense mostró un crecimiento interanual a diciembre 2013 del 3,2% y del 5,0% en el promedio anual, de acuerdo con los datos que refleja el Índice Mensual de Actividad Económica (serie original) publicado por el BCN.

Al analizar la composición del indicador por actividad económica, las mayores tasas de crecimiento interanual se presentaron en silvicultura, pesca y minas con un 29,0%, seguido de construcción con 7,7%, hoteles y restaurantes 7,3%, manufactura 7,0% y financiero con 6,8%. La actividad de agricultura mostró una tasa interanual a diciembre muy cercana a cero, mientras que cuatro actividades evidenciaron tasas negativas; pecuario (11,1%), alquileres (5,8%), transporte y comunicación (4,6%) y energía y agua (0,3%).

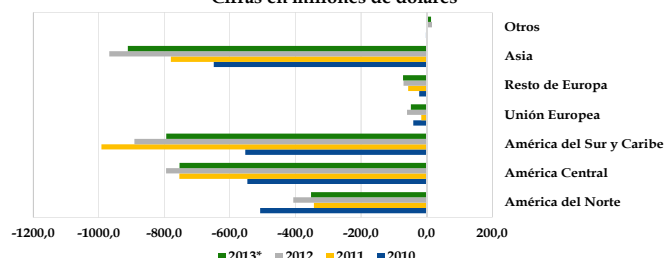
3.3 Desempleo

En términos del índice de desempleo abierto de Nicaragua, el Fondo Monetario Internacional (FMI), proyecta al cierre de 2013 una tasa del 6,1%, ligeramente superior a la tasa al cierre de 2012 (5,9%). De esta manera, este indicador resulta menor al registrado en los años posteriores a la crisis cuando se ubicó en 8,1% y 7,8% para los años 2009 y 2010, respectivamente.

3.4 Finanzas públicas

Durante el año 2013 los objetivos de la política fiscal continuaron enfocados a garantizar un financiamiento sostenible a los proyectos tendientes a reducir paulatinamente los niveles de pobreza por medio de una mayor inversión en infraestructura y fortalecimiento del capital humano.

Gráfico 2
Saldo de la balanza comercial por región
A diciembre de cada año
Cifras en millones de dólares



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.
* Cifra a noviembre de 2013.

El resultado observado en el déficit, está influenciado principalmente por el deterioro interanual de los términos de intercambio, el que fue cercano al 8,0%, debido a una reducción promedio interanual de los precios de exportación de aproximadamente el 9,0%. Tal comportamiento de los precios, afectó el valor de las exportaciones de productos como el café, azúcar, oro, entre otros.

3.6 Evolución del tipo de cambio

La conducción de la Política Cambiaria durante el 2013 continuó bajo un esquema de minidevaluaciones programadas, el cual está vigente desde el año 2003.

El tipo de cambio al 31 de diciembre de 2013, fue de C\$25,3318 córdobas por dólar, con una devaluación anual del 5,0%, misma observada al finalizar el 2012.

3.7 Inversión extranjera directa

Con datos del BCN al primer semestre de 2013, los flujos de inversión extranjera directa (IED) totalizaron US\$443,5 millones (US\$415,1 millones en igual período de 2012), reportando mayor dinamismo que el primer trimestre del año (US\$330,7 millones versus US\$112,8 millones del segundo) y generando un incremento interanual de US\$28,4 millones (6,8%).

OFICINAS REGIONALES

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

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

De acuerdo con estimaciones realizadas por la CEPAL, la IED durante el 2013 generó ingresos cercanos a los US\$800 millones, en los sectores de energía, hidrocarburos, zonas francas y construcción.

3.8 Política monetaria

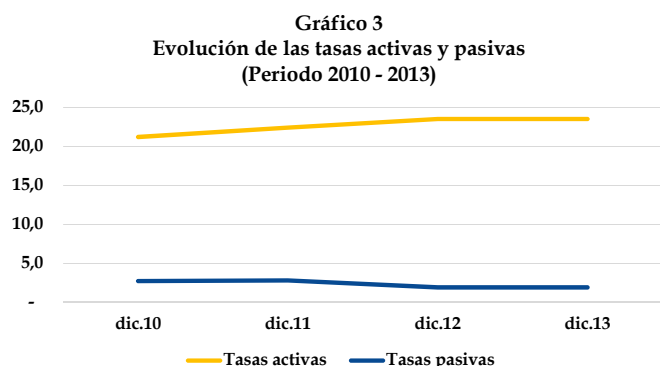
La conducción de la Política Monetaria durante el 2013 contribuyó a alcanzar un crecimiento económico sostenido, con bajas tasas de inflación y el mejoramiento de indicadores sociales.

Según se indica en el Informe Monetario Financiero emitido por el BCN, el Programa Monetario Anual del 2013 se apoyó en las operaciones de mercado abierto, con una colocación de 323,5 millones de dólares en Letras a valor facial durante el año, y se redimieron 256 millones de dólares, para una colocación neta de 67,5 millones de dólares, con una tasa promedio de rendimiento del 2,1%.

3.9 Tasas de interés

Según datos del BCN a diciembre de 2013, la tasa activa, se ubicó en 23,5%; 100,2 puntos base superior a la tasa reportada en el mes anterior (22,5%), producto de una mayor dinamismo de tarjetas de créditos.

Mientras que, la tasa pasiva al mismo periodo se ubicó en 1,9%, equivalente a una reducción de 138,4 puntos base respecto al mes anterior (3,3%).



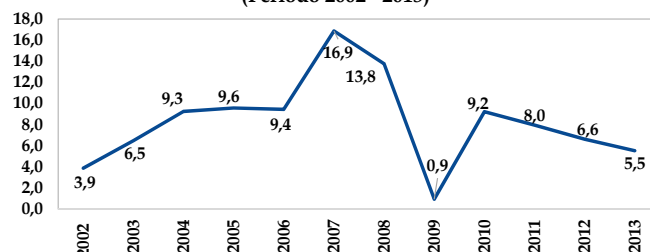
Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

3.10 Inflación

Con datos del BCN al cierre de diciembre de 2013, la inflación mensual fue de 1,08%, inferior al 1,64% del mismo mes del año anterior. Este comportamiento corresponde a la sensibilidad mostrada en los precios de los alimentos y bebidas no alcohólicas, recreación y cultura y transporte.

En términos acumulados, el indicador de inflación reporta a diciembre de 2013 el 5,54%, inferior al registro histórico de los años 2012 (6,62%) y 2011 (7,65%). Este comportamiento es explicado por los menores precios en alimentos y bebidas no alcohólicas, alojamiento, agua, electricidad, otros combustibles, restaurantes y hoteles, que representaron en conjunto el 61,6% del resultado acumulado (3,41pp).

Gráfico 4
Tasa de variación del indicador de inflación
Año base 2006
(Periodo 2002 - 2013)



Fuente: elaboración propia con base en datos del BCN.

3.11 Remesas

La participación de las remesas en la economía nicaragüense, constituyen un importante aporte al sostenimiento familiar.

Luego de la pasada crisis financiera, la cual hizo caer el ritmo de crecimiento en 6,0% en 2009, las tasas de crecimiento de los últimos cuatro años han sido cada vez mejores.

De esa forma, con cifras del BCN a diciembre de 2013, el saldo acumulado en remesas ascendió a US\$1.077,7 millones, mayor a lo mostrado en igual periodo de 2012 (US\$1.014,20 millones), evidenciando un incremento porcentual del 6,3%.

En términos porcentuales el aumento del 6,0% para 2013 fue moderado, respecto al 11,0% del año anterior.

3.12 Retos a mediano plazo

Los principales retos para mantener el crecimiento y la estabilidad económica, requisito fundamental para atender los graves problemas sociales que presenta la nación, seguirán íntimamente vinculados al comportamiento de la economía mundial y especialmente a la de sus principales socios comerciales.

Si bien existen señales de mejoramiento en el desempeño de la economía de los Estados Unidos, todavía su crecimiento no se acerca al experimentado en los años previos a la crisis, por lo que persiste aún la incertidumbre sobre su

OFICINAS REGIONALES

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

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

comportamiento en el mediano plazo y el efecto que ello tendrá en las economías de la región.

Adicionalmente se debe considerar que la economía nicaragüense, recibió en los últimos años un flujo importante de recursos provenientes de los países de la iniciativa del ALBA, así como de organismos multilaterales de crédito, que han apoyado los programas de crecimiento económico y de ayuda social a las clases más vulnerables, por lo que cualquier interrupción de tal ayuda, podría derivar en un severo impacto, tanto a nivel económico como social.

4. INFORMACIÓN SOBRE LA ENTIDAD

4.1 PERFIL Y RESEÑA HISTÓRICA

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

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

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

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

Por ello, y como parte del soporte del Estado Nicaragüense, EAAI ha sido incluido dentro de un Programa de Asignación Presupuestaria llevado a cabo por el MHCP que implica la retribución de la obligaciones asumidas por EAAI para ejecutar los distintos proyectos de construcción de

aeropuertos y pistas de aterrizaje, esto con el fin de trasladar el impacto económico de la generación de nuevos aeropuertos al Estado Nicaragüense, quien funge como la figura encargada de tal actividad.

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

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

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

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

5. ESTRUCTURA FINANCIERA

Como es característico de EAAI, su estructura financiera se caracteriza por el elevado nivel de apalancamiento financiero que denota una posición patrimonial relativamente pequeña frente al nivel actual de activos y pasivos.

Al cierre del 2013, tanto de forma interanual como trimestral, se observan ligeras variaciones en las cuentas principales de la estructura financiera, lo cual señala un comportamiento estable en las finanzas de la organización que se denotan por poseer un activo circulante que varía conforme se hace frente

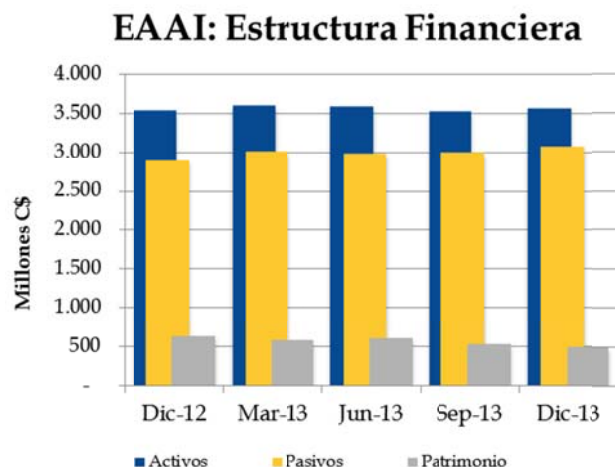
OFICINAS REGIONALES

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

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

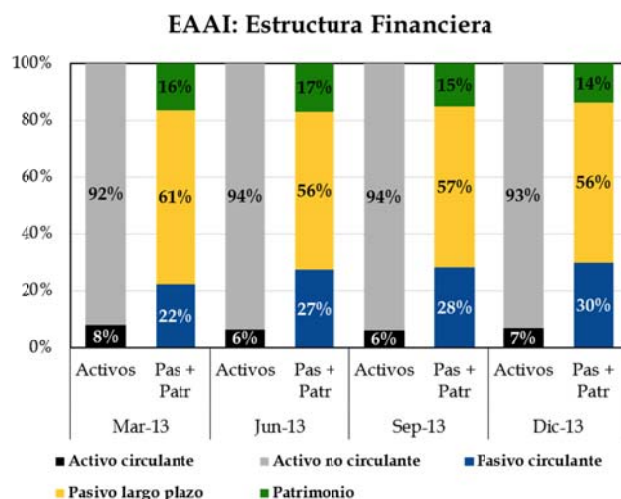
a los gastos y deuda de la entidad, y un pasivo que mantiene su nivel y se acerca al primer vencimiento de sus obligaciones con el público inversionista.

Con relación a la partida de patrimonio, esta mantiene su tendencia de contracción al mostrar disminuciones del 7% trimestralmente y 22% interanualmente, a causa del volumen de pérdidas de la entidad que se deriva, principalmente, de la presión que genera en la estructura financiera la deuda adquirida para el desarrollo de la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua.



Detallando la estructura financiera de EAAI según su liquidez y exigibilidad, al final del último trimestre del 2013 se refleja una brecha de liquidez negativa que se amplía mediante el aumento de la importancia relativa del pasivo circulante al 30%, donde el registro del vencimiento de la Serie A de los Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE) y el registro durante el último trimestre de un nuevo préstamos al corto plazo impactaron hacia el alza el pasivo circulante.

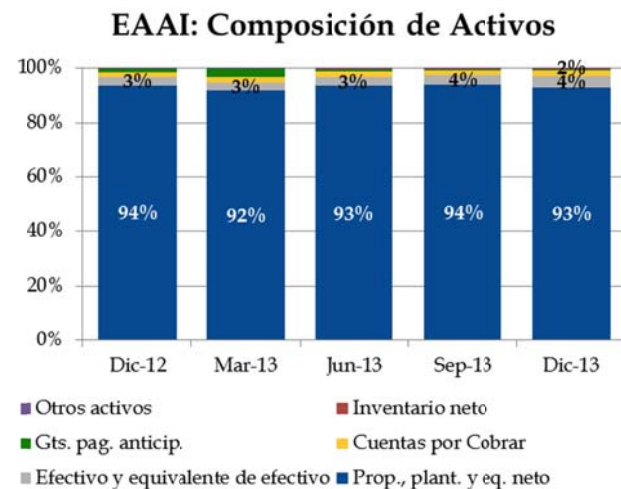
Al mismo tiempo, considerando el peso del pasivo no circulante dentro de la estructura financiera, se expone el giro financiero a largo plazo del negocio de EAAI.



5.1 ACTIVOS

La partida de activos de EAAI suma C\$3.566,80 millones (US\$140,80 millones) para diciembre 2013, mostrando un crecimiento tanto interanual como trimestral del 1%, por lo que no se observan grandes variaciones que modificaran la posición activa de EAAI.

Por ello, la composición de los activos se mantiene similar con relación a la presentada durante el trimestre anterior, ya que la propiedad, planta y equipo significa el 93% del total, la partida de efectivo contabiliza un 4% de importancia relativa y las cuentas por cobrar equivalen al 2% del activo total. Éstas como las cuentas más representativas.



Dentro de las variaciones más significativas en los componentes del activo para diciembre 2013, las cuentas por cobrar aumentan un 32% de forma trimestral y un 29% interanualmente, tras presentarse un comportamiento de ventas durante el trimestre que elevó las cuentas por cobrar

OFICINAS REGIONALES

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

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

con clientes, igualmente, el desarrollo de las distintas obras que se realizan en los aeropuertos llevó a la entidad a proceder a aumentar la partida de adelanto a contratistas y proveedores.

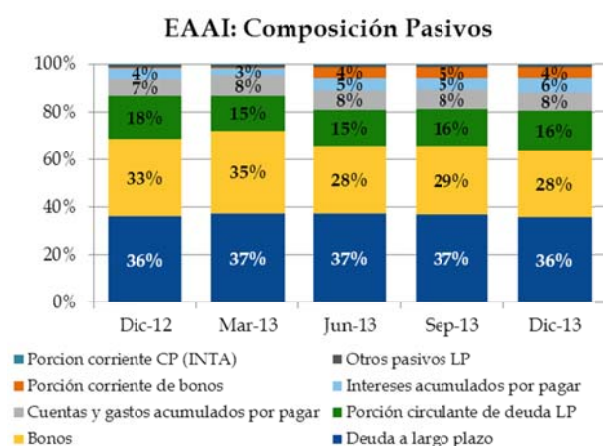
Por otro lado, el efectivo presenta variaciones positivas del 18% trimestral y 29% anual, tras mostrarse una recuperación en ciertas cuentas por cobrar, el nivel de ingresos por servicios aeroportuarios y el aumento en la cuenta de reserva de los bonos BRADES.

En conjunto, los gastos pagados por anticipado se contrajeron un 35% de forma trimestral y un 65% interanualmente, tras concluirse la amortización de varias partidas dentro de este rubro.

5.2 PASIVOS

Para el cierre de diciembre del 2013, el pasivo de la entidad suma C\$3.071,56 millones (US\$121,25 millones), mostrando una variación trimestral positiva de 3% e interanual del 6%. El nivel de obligaciones se sostiene y aumenta ligeramente debido al efecto de revalorización de las deudas por el tipo de cambio, la formalización de un nuevo préstamo adicional al corto plazo y el continuo registro de intereses por pagar, principalmente.

Recientemente, dentro de los cambios más relevantes en la estructura del pasivo, se destaca la entrada del primer vencimiento de los bonos BRADE, la cual elevó la importancia relativa de la porción corriente de bonos. Con relación a los demás componentes del pasivo, no se evidencian variaciones de consideración en las importancias relativas con respecto al último trimestre bajo evaluación.



En general, EAAI posee una estructura de obligaciones predominantemente concentrada en deuda a largo plazo y

bonos, la cual ha presionado históricamente los niveles de gasto financiero de la entidad.

5.3 PATRIMONIO

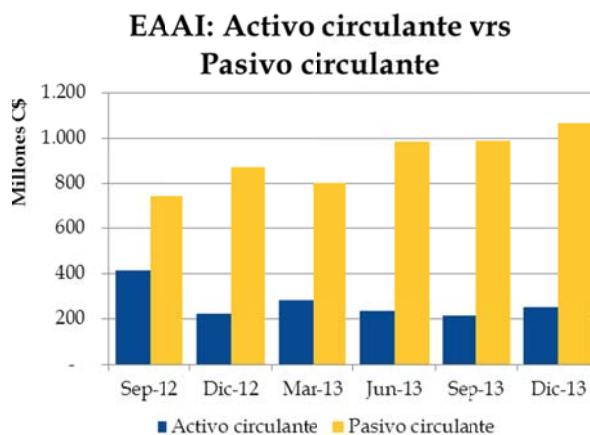
El patrimonio de EAAI suma C\$495,25 millones (US\$19,55 millones) para diciembre 2013, contabilizando una disminución trimestral por el orden del 7% e interanual del 22%. El patrimonio consta de terrenos cedidos por el Gobierno de Nicaragua que no pueden ser vendidos, traspasados o embargados para el pago de las obligaciones, así como de los aportes del Estado de Nicaragua.

Una de las partidas de mayor peso y que impacta negativamente el balance de EAAI, son las pérdidas retenidas acumuladas, las cuales se ubican en C\$874,74 millones (US\$35,92 millones) al cierre del último trimestre del 2013 y se derivan de los costos financieros asumidos por EAAI para desarrollar la infraestructura aeroportuaria de Nicaragua.

6. ANÁLISIS DE ESTABILIDAD

6.1 LIQUIDEZ

Estudiando la capacidad de EAAI para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, es apreciable como la entidad presenta una tendencia de ampliación en su brecha de liquidez negativa, indicando para diciembre 2013 un monto de activos circulantes por el orden de C\$248,65 millones (US\$9,82 millones) y pasivos circulantes por una suma de C\$1.066,85 millones (US\$42,12 millones), que resultan en un capital de trabajo de negativo de C\$643,07 (US\$32,30 millones) el cual se contrajo un 2% más durante el último trimestre y 24% en el último año.



OFICINAS REGIONALES

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

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

Simultáneamente, la razón circulante muestra un decrecimiento interanual al cerrar en 0,23 veces, significando que los activos circulantes sólo cubren 0,23 veces las obligaciones de corto plazo que mantiene la empresa, por lo que se tiene que tomar parte de su activo fijo para hacer frente a sus deudas a corto plazo.

Liquidez	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13
Razón circulante	0,26	0,35	0,24	0,22	0,23
Prueba ácida	0,25	0,35	0,23	0,21	0,23

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

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

Debido a lo anterior, un 45% del pasivo circulante no simboliza una exigibilidad real en el corto plazo para la organización. Al realizar una sensibilización de la razón circulante en términos de esa exigibilidad real de los pasivos a corto plazo, se obtiene una razón de 0,53 veces, la cual mantiene su nivel con respecto al trimestre anterior.

Pasivo Circulante -31 de diciembre del 2013-	Córdobas	Equivalencia en US\$
Total pasivo a corto plazo	1.066.851.212,72	42.115.096,94
Prestamos Banpro (modalidad Ballón Paymen)	156.009.077,29	6.158.625,81
Prestamos Concesionales (asumidos por MHCP)	264.087.555,11	10.425.139,75
Intereses por pagar ptmos concesionales	122.700.775,01	4.843.744,82
Otras Ctas por pagar (INAC provisión)	45.690.249,74	1.803.671,66
Otras Ctas por pagar (Transferencia a TGR provisión)	10.000.000,00	394.760,74
Total deuda exigible real a corto plazo	468.363.555,57	18.489.154,16
Total Activo Circulante	248.653.580,64	9.815.867,04
Razón circulante	0,53	0,53

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

Para el cuarto trimestre del 2013, EAAI cierra con un flujo de caja real acumulado de US\$945.048,18, impulsado por la

transferencia de US\$2,75 millones provenientes del MHCP, como parte del programa de ajuste de adeudos de EAAI.

Anualmente, se registra en el flujo de caja un aumento del 14% en el total de ingresos operativos, provocado principalmente por el incremento de la tarifa de derecho de uso de terminal a inicios del 2013 y el crecimiento de ingresos por concepto de líneas como la sala VIP (+19%), aunado a ello, el mayor aporte del MCHP y un control en el gasto financiero, lograron producir un decrecimiento en el flujo negativo neto de efectivo del 42%

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

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

6.2 ENDEUDAMIENTO

Hacia el cierre del 2013, EAAI sostiene su alto apalancamiento financiero al registrar una razón de deuda que llega al 86,12%. En general, las obligaciones financieras suman C\$1.601,57 millones (US\$63,22 millones) para diciembre 2013, por lo que aumentan un 2% de manera trimestral y un 6% de forma anual. Lo anterior, producto de la revalorización de los préstamos en conjunto con un nuevo crédito por US\$1,20 millones formalizado con BAC Nicaragua.

Este préstamo surgió como una necesidad de hacer frente al pago del último avalúo por obras complementarias realizadas en el aeropuerto de Ometepe, destacando que el mismo fue orientado como un préstamo puente que formará parte de los fondos que otorgará el MHCP en el primer trimestre de 2014, por lo que se efectuará la cancelación del mismo cuando se materialice la transferencia.

Para diciembre 2013 el interés promedio sobre pasivos prácticamente mantiene su nivel con respecto a setiembre 2013 y crece en comparación a diciembre 2012, por lo que el pasivo registra un mayor costo medio de 5,58%.

OFICINAS REGIONALES

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

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

Aunado a ello, la contracción que se observa en la utilidad operativa generó una caída sensible en la cobertura de intereses a diciembre 2013, indicando que el resultado obtenido después de la operación solo logra cubrir el 6% del total de gastos por intereses bancarios. Cabe destacar que el 2013 refleja una tendencia de deterioro en la capacidad que posee EAAI para cubrir sus costos financieros bancarios a través del resultado de su operación.

Endeudamiento	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13
Razón de deuda	82,09%	83,60%	83,10%	84,88%	86,12%
Cobertura de intereses	-14%	64%	38%	30%	6%
Endeudamiento	4,58	5,10	4,92	5,61	6,20
Interés medio sobre Pasivos	5,12%	4,95%	5,03%	5,60%	5,58%

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 31 de diciembre del 2013, el saldo de esta obligación en el corto plazo suma un total de C\$10.132.719,24 equivalentes a US\$400.000,00 y en el largo plazo el saldo por esta obligación asciende a la suma de C\$12.665.905,07 equivalentes a US\$500.000,00, denotando una disminución de US\$100.000,00 durante el presente trimestre de evaluación. Es importante recordar que el vencimiento de los BIAN II se establece para el 25 de enero del 2016 según prospecto.

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

Bonos de Refinanciamiento de Adeudos (BRADE)				
Clase de instrumento	Bonos			
Nombre de la emisión	Serie A	Serie B	Serie C	Serie D
Monto de la emisión (millones)	US\$5,00	US\$15,00	US\$20,00	US\$2,00
Plazo (años)	5	10	15	20
Fecha de emisión	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009	1-abr-2009
Fecha de vencimiento	1-abr-2014	1-abr-2019	1-abr-2024	1-abr-2029
Tasa de interés	8,00%	8,25%	8,50%	9,00%

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

Para tal efecto, es importante mencionar que el prospecto de los bonos BRADE constituye una cuenta de reserva para aprovisionar los pagos del principal e intereses, dicha reserva debe significar en todo momento un 4,5% del total de la emisión como mínimo. Al 31 de diciembre del 2013, el fondo asciende a US\$4.030.425,90 cubriendo un 81% del monto a ser cancelado en la serie A, e inclusive cubre 9,6% del total del monto colocado en la emisión. Según el último estado de cuenta al 17 de febrero del 2014, la reserva cubre

en un 91% el monto de los Bonos BRADE, por lo que es garantizable el pago del 100% de la emisión.

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

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

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

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

Fuente: Información administrada por la Administración de EAAI.

Siguiendo con las precisiones sobre el endeudamiento de EAAI, el 65% del total de la deuda comercial a corto plazo se compone de dos préstamos con BANPRO, donde las cuentas se encuentran calculadas en base a 5 y 10 años y se aplica el "Balloon Payment" al finalizar cada periodo de 12 meses, realizando una renovación por un periodo similar hasta concluir el plazo originalmente pactado.

Los montos originales de estos créditos son por US\$1,5 millones y US\$7,0 millones, cuyos saldos a diciembre 2013 suman US\$305.954,65 y US\$5,85 millones, respectivamente. Si bien la modalidad "Balloon Payment" requiere del registro de estos préstamos dentro del rubro a corto plazo, cabe destacar que la exigibilidad de los mismos no es al corto plazo, si no que realmente su cancelación está pactada en el largo plazo, lo cual alivia las obligaciones a corto plazo

OFICINAS REGIONALES

Costa Rica: (506) 2552-5936

Cartago, Residencial El Molino, Edificio Platino,
Segunda Planta

El Salvador: (503) 2260-5407

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

de la organización como se demostró en la sensibilización de la razón de liquidez.

7. ANÁLISIS DE GESTIÓN

7.1 ACTIVIDAD

Analizando el avance en las distintas obras que realiza EAAI, la administración comenta que con relación al Aeropuerto de Ometepe, éste se encuentra terminado y solo se está a la espera del certificado de operación del aeropuerto por parte del INAC, mientras actualmente se lleva a cabo la fase de pruebas y simulacros con los distintos cuerpos de asistencia del aeropuerto. La inversión total en Ometepe ronda los US\$ 10,9 millones.

Asimismo se destaca la terminación de la ampliación y mejoramiento de la pista del aeropuerto de Corn Island, la cual pasó de una longitud 1.500 metros a 1.900 metros. El proyecto tiene como objetivo habilitar el aterrizaje de naves de mayor calado, además de permitir el aumento del turismo en esta zona que signifique un mayor tráfico aéreo y operación para EAAI.

En cuanto a los índices de actividad de la entidad, éstos mantienen su nivel trimestralmente, con excepción de la rotación del activo circulante (RAC) que llega a 2,82 veces, por lo que EAAI presenta una menor capacidad de convertir el activo circulante en ingresos de operación (servicios aeroportuarios y auxiliares). Esto fue ocasionado por el aumento del activo circulante sobre el nivel registrado de ingresos durante el último trimestre del 2013.

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

Actividad	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13
RAC	2,60	2,35	2,93	3,29	2,82
RAF	0,18	0,20	0,20	0,21	0,21
RAT	0,16	0,19	0,19	0,20	0,20

8. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Al cierre del 2013, EAAI presenta un incremento del 21% en sus ingresos totales con respecto a los registrados en diciembre 2012, al contabilizar C\$701,40 millones (US\$27,74 millones) como consecuencia de un mayor nivel de actividad aeroportuaria, en conjunto con el incremento en la tarifa de

Derecho de uso de terminal y los réditos generados por los servicios aeroportuarios y auxiliares.

De esta forma, los ingresos de la entidad se componen en un 82% por servicios aeroportuarios, 15% por ingresos auxiliares y el restante 3% por ingresos generados a través de las concesiones y la comisión de servicios de rampa.

Al mismo tiempo, se registra un ascenso en los gastos totales por el orden del 12% interanualmente, al sumar éstos C\$989,75 millones (US\$39,15 millones). La variación es causada por el crecimiento del 25% en los gastos de administración, el aumento del 17% en los gastos financieros netos y el mayor nivel de operación que provocaría incrementos en los costos de servicios aeroportuarios y auxiliares del 20% y 13%, respectivamente.

De forma general, para diciembre 2013 los costos y gastos de EAAI se componen, primordialmente, en 20% por costos de servicios aeroportuarios, 19% por el gasto financiero neto, 16% por depreciaciones y gastos administrativos, cada uno, y con un 13% importancia relativa se ubica la pérdida cambiaria.

Es necesario precisar que el incremento en los gastos administrativos se da paralelo a la construcción de los nuevos aeropuertos, ya que se origina de la contratación y capacitación de nuevo personal y operarios para estos aeropuertos.

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

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

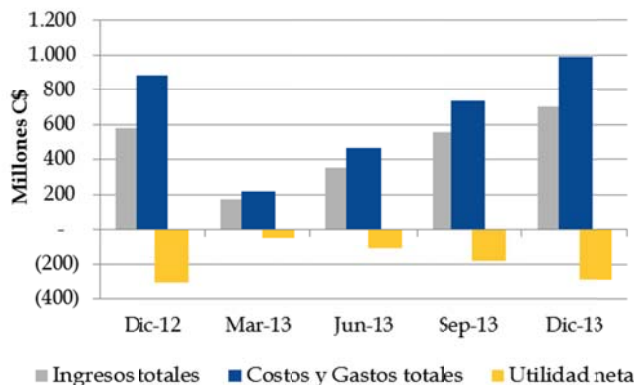
Al final del 2013, el efecto conjunto de ingresos y gastos produjo un resultado final del periodo que totalizó C\$288,34 millones (US\$11,41 millones) de pérdida acumulada, por lo que se sostiene la situación de pérdida de EAAI, aunque interanualmente, este monto significa un 6% menos de pérdida.

OFICINAS REGIONALES

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

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

EAAI: Estado Resultados Acumulado



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

Analizando a EAAI en razón del EBITDA, el cual mide el desempeño operativo de la empresa, se observa como la entidad ha incrementado sus beneficios de operación interanualmente al registrar una ganancia antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de C\$170,43 millones (US\$6,74 millones), presentando así un incremento interanual del 58%.

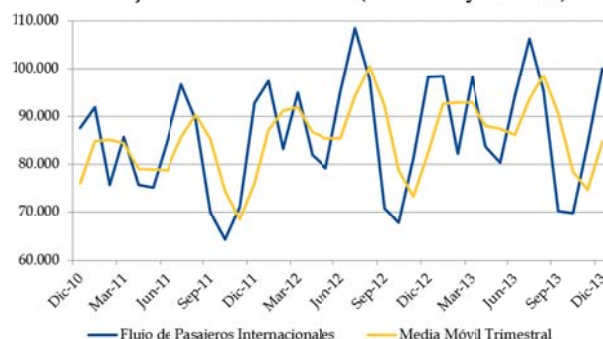
EAAI EBITDA -En Córdobas (C\$)-			
	Dic-12	Dic-13	Δ anual
Utilidad Bruta	(21.336.211,44)	10.510.380,91	149%
(+) Depreciación	154.511.037,00	159.916.258,07	3%
EBITDA	133.174.825,56	170.426.638,98	58%
Ventas	579.315.299,61	701.403.974,15	21%
Margen EBITDA	23%	24%	

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

Con respecto a la actividad aeroportuaria referente a las entradas y salidas de pasajeros internacionales del Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino propiedad de EAAI, 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.

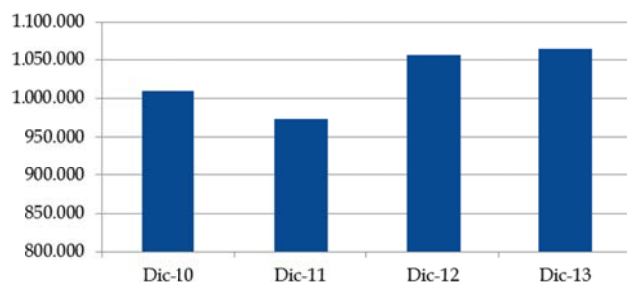
Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino Pasajeros internacionales (Entradas y Salidas)



El cuarto trimestre del 2013 presenta una disminución de 7% en su flujo total de pasajeros internacionales, con respecto al trimestre anterior. Sin embargo, interanualmente durante este trimestre se atendió a un 3% más de pasajeros internacionales.

En total, el año 2013 registró un flujo de 1.063.790 pasajeros internacionales (entrantes y salientes) que significaron un aumento del 0,66% con respecto al año anterior. A pesar del retroceso del 4% en el flujo de pasajeros internacionales registrado en el año 2011, EAAI atendió durante los últimos cuatro años más de 1.000.000 de pasajeros por año en el Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino.

Aeropuerto Internacional Augusto C. Sandino Pasajeros internacionales (Entradas y Salidas) Acumulado Anual



Al final, el incremento en la operación de EAAI, así como la cobertura de las necesidades de los otros aeropuertos como Ometepe y San Juan, significó un aumento en los gastos de operación que contrajeron la utilidad operativa al final de diciembre 2013; por ello, y aunado al incremento en paralelo de los gastos administrativos, se presentó una sensible caída en la razón de cobertura de los gastos administrativos al

OFICINAS REGIONALES

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

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

ubicarse en 0,07 para el cierre del año, confirmando la tendencia decreciente del indicador a lo largo del 2013.

Adicionalmente, este mayor aumento de los gastos administrativos sobre la variación de los activos, suscitó una rotación menor a la registrada al cierre del tercer trimestre del 2013, aunque se mantiene en un nivel alto dada la relación mayor de activos.

Actividad	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13
Rotación Gtos. Adm.	28,73	31,07	28,41	24,96	23,14
Util. Operac/Gtos Adm.	-0,17	0,82	0,45	0,36	0,07

9. COSTOS DE TRANSFORMACIÓN

Hacia diciembre 2013, el índice de costo de servicios asciende trimestralmente a 44,34%, significando que el crecimiento en los gastos por servicios tanto aeroportuarios como auxiliares, genera un mayor impacto en los ingresos de la entidad con respecto al trimestre anterior, sin embargo, la superior generación de ingresos de forma interanual mejoró el indicador.

Como fue comentado anteriormente, el aumento de los gastos administrativos elevó ligeramente el peso que estos significan dentro del flujo de ingresos de la entidad, al representar 21,97% para el cuarto trimestre del 2013.

Adicionalmente, el indicador de gasto financiero crece ligeramente hacia diciembre 2013 al ubicarse en un 47,45%; sin embargo, las amortizaciones del último año y el aumento en los ingresos han causado una disminución en el indicador interanualmente.

Costos De Transformación	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13
Costo de Servicios	45,71%	37,64%	41,24%	42,01%	44,34%
Gasto Administrativo	21,21%	17,31%	18,56%	19,93%	21,97%
Gasto Financiero	48,39%	46,13%	45,57%	46,19%	47,45%

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

10. RENTABILIDAD

Tanto el rendimiento de operación sobre activos como el margen de utilidad operativa muestran una caída continua después de la recuperación mostrada durante el primer

trimestre del 2013. Sin embargo de forma interanual se evidencia una mejor generación de utilidad operativa a través de los activos que posee la entidad.

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. 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	Dic-12	Mar-13	Jun-13	Sep-13	Dic-13
Rend. Operación / Activos	-0,60%	2,64%	1,60%	1,45%	0,29%
ROA	-8,69%	-5,08%	-6,20%	-6,89%	-8,08%
ROE	-48,54%	-30,95%	-36,66%	-45,55%	-58,22%
Margen de utilidad operativa	-4%	14%	8%	7%	1%
Efecto apalancamiento	-5,73%	-2,31%	-3,43%	-4,15%	-5,29%

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

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

OFICINAS REGIONALES

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

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