

Proyectos de  
Transporte/República  
Dominicana  
Análisis de Riesgo

## Boulevard Turístico del Atlántico C. por A. (BTA)

### Ratings

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior	Ultimo Cambio
Largo Plazo	A-(dom)	NR	Dic-2007

NC – No calificado anteriormente.

#### Definición General de la Calificación:

**A(dom):** La calificación A(dom) denota una baja expectativa de riesgo de crédito. La capacidad de pago oportuno para con los compromisos financieros es considerada como sólida. Dicha capacidad puede, sin embargo, ser más vulnerable a cambios en circunstancias o condiciones económicas que en el caso de las calificaciones más altas.

### Analistas

Jorge Yanes  
(58 212) 286 32 32  
[jorge.yanes@fitchratings.com](mailto:jorge.yanes@fitchratings.com)

Sam Kamath  
(1 212) 908 05 52  
[sam.kamath@fitchratings.com](mailto:sam.kamath@fitchratings.com)

Michael McDermott  
(1 212) 908 06 05  
[michael.mcdermott@fitchratings.com](mailto:michael.mcdermott@fitchratings.com)

Carlos Fiorillo  
(58 212) 286 38 44  
[carlos.fiorillo@fitchratings.com](mailto:carlos.fiorillo@fitchratings.com)

BTA representa un proyecto de alcance opcional al contrato de concesión suscrito en el año 2001 y aprobado por el Congreso en el año 2002 entre la Secretaría de Obras Públicas y Comunicaciones de República Dominicana (SEOPC) y Autopistas del Nordeste, C. por A. (AdN) para la construcción de la autopista de Santo Domingo-Samaná (Contrato de Concesión) obra que, de acuerdo con sus promotores, se espera esté finalizada en Marzo del año 2008. Así, los accionistas de AdN decidieron crear una nueva empresa para acometer el alcance opcional de este proyecto, con el fin de separar financieramente ambas operaciones, según lo establecido en el Acta de Acuerdo No. 10, siendo que BTA asumirá los derechos y deberes relacionados con la operación, mantenimiento y cobro de tarifas de peaje generadas en la ruta que conecta Nagua, Sanchez, Samaná, El Limón, Las Terrenas y Majagual en la Península de Samaná.

El proyecto comprende la rehabilitación de 99 Km. de carretera existente y la construcción de 24 Km. de vías adicionales, ambas constituidas por una carretera de dos canales con una estación de peaje. El plazo máximo de construcción de la obra es de 24 meses, contados a partir del cierre financiero del proyecto, el cual se define con la emisión de bonos analizada. El Estado Dominicano es responsable por otorgarle a BTA los accesos a todos los terrenos necesarios para la construcción de la obra. Posteriormente, BTA tendrá el derecho a cobrar las tarifas de peaje por los siguientes 30 años, al término de los cuales la administración de la referida carretera será devuelta al Estado Dominicano. Las tarifas de los peajes serán ajustadas anualmente en función del índice de precios al consumidor del año anterior, publicado por el Banco Central de República Dominicana. El estudio de tráfico elaborado por la firma The Louis Berger Group, Inc (LBG) estima que unos 4.730 vehículos transiten por la carretera para el año 2009 incrementando dicho tráfico hasta unos 14.800 para el 2030. Desde el punto de vista financiero, el proyecto ha sido concebido para generar una Tasa Interna de Retorno del 16,9% con una cobertura para el servicio y pago de la deuda en promedio de 1,5 veces, estableciéndose una garantía de ingresos por parte del Estado Dominicano a través del Ingreso Mínimo Garantizado (IMG) que permita alcanzar estos resultados.

El costo de construcción estimado del proyecto asciende a unos 105 millones de dólares, siendo que el 20% del costo va a ser provisto por los accionistas privados de BTA, mientras que el monto restante será financiado con los recursos provenientes de la emisión propuesta.

### Características de la Deuda

**Emisor:** Boulevard Turístico del Atlántico, C. por A.  
**Monto:** RD\$ 4.150.669  
**Plazo:** 15 años  
**Intereses:** Trimestrales  
**Cierre estimado:** Enero 2008  
**Garantías:** Todos los derechos de la conceción, entre otros  
**Tipo de proyecto:** Concesión Carretera  
**Ingeniero independiente:** Louis Berger Group Inc.

Diciembre 2007

La presente calificación de riesgo otorgada por Fitch refleja la capacidad del emisor de cumplir con sus obligaciones contraídas en moneda local, por lo cual éste reporte tiene fines informativos y no representa oferta de compra o venta de un determinado título o producto. La presente calificación no aplica a las empresas subsidiarias y/o afiliadas del emisor. Esta información puede ser reproducida únicamente con indicación de la fuente. Fitch no es responsable por los errores, omisiones o resultados obtenidos por el uso de tal información. Toda la información incluida en este reporte proviene de fuentes consideradas por Fitch como confiables (emisor, auditores, reguladores, etc.). Fitch no verifica ni audita dichas informaciones.

La emisión cuenta con garantía del flujo de peaje y otros derechos incluidos en el contrato de concesión, incluyendo el IMG, los cuales serán manejados a través de la figura del Administrador Extraordinario. Los recursos invertidos por BTA en la compra del material asfáltico durante la etapa de construcción del proyecto, serán depositados en una cuenta separada para fondear anticipadamente el IMG (ver fuente y uso de fondos). Adicionalmente, en caso que la mencionada cuenta disminuya su valor por debajo de un millón de dólares, el Estado Dominicano constituirá un “Stand-By Letter of Credit” a favor de BTA con el objeto de cubrir cualquier posible faltante en función del ingreso histórico y estimado del proyecto. También la emisión de bonos estará soportada por la constitución de una cuenta de reserva de servicio de deuda, la cual será fondada inicialmente con los recursos provenientes de la emisión de bonos. Inicialmente dicha cuenta cubrirá al menos un pago trimestral del servicio de la deuda e incrementará su cobertura hasta dos pagos trimestrales luego de haber terminado la etapa de construcción. Asimismo, se crearan cuentas separadas para la construcción y mantenimiento con el objeto de mitigar los riesgos inherentes a la ejecución de la construcción y operación de la carretera.

Gráfico No.1. Proyecto Carretera BTA



Para este proceso de calificación, Fitch Dominicana ha analizado los borradores de los siguientes documentos: Acta De Acuerdo No. 10, Prospecto de Colocación de Bonos, Contrato de Concesión Administrativa Santo Domingo-Cruce del Rincón de Molinillos, Acuerdo de Operación y Mantenimiento de BTA, Acuerdo de Ingeniería, Procura y Construcción de BTA, Estudio de Tráfico realizado por la empresa de ingeniería independiente The Louis Berger Group Inc., opiniones legales emitidas por Headrick Rizik Alvarez & Fernández y Hunton & Williams LLP, así como un modelo financiero. Es

importante destacar que si cambian las condiciones establecidas en los documentos anteriores, entonces también podría cambiar la calificación inicialmente asignada.

## ▪ Fundamentos de la Calificación

Fitch ha identificado las siguientes fortalezas y debilidades crediticias asociados con la emisión de BTA:

### Fortalezas Crediticias

- El riesgo de construcción esta mitigado por la relativa simplicidad de la obra.
- Amplia experiencia de los patrocinantes (las empresas colombianas ODINSA y GRODCO y la dominicana REMIX) en obras de infraestructura en Colombia y República Dominicana.
- Estructura de la deuda, incluyendo flexibilidad de pago del capital y período de capitalización de intereses.
- Garantía del IMG por parte del Estado Dominicano que cubre totalmente el servicio de deuda de cada período y los gastos de operación y mantenimiento de la obra.
- Existencia de contratos de montos fijos para la ingeniería, procura y construcción (IPC), así como operación y mantenimiento.

### Debilidades Crediticias

- Dependencia del IMG. En escenarios poco favorables en términos de tráfico, sobre todo en los primeros años de operación, el Estado Dominicano debería apoyar por un tiempo prolongado los ingresos del proyecto a través del IMG, lo cual plantea riesgos adicionales por la posibilidad de rezagos en los desembolsos que resulten de la ejecución de dicha garantía.
- Riesgo cambiario. Tanto los contratos de IPC como el de operación y mantenimiento se encuentran denominados en dólares, mientras que los ingresos provenientes de las tarifas de peaje están expresados en pesos, lo cual implica un cierto riesgo cambiario ante eventuales depreciaciones de la moneda. Sin embargo, dicho riesgo se encuentra parcialmente mitigado

por el hecho que la empresa adquirió un mecanismo de cobertura cambiaria para cubrir el costo de la etapa de construcción y que financiamiento de la obra será en moneda local.

- La construcción de los 24 Km. de vías nuevas está supeditada a las labores de posible expropiación que realice el Estado Dominicano sobre los terrenos en donde va a construirse la obra, lo cual pudiera generar retrasos en la construcción de la misma. Adicionalmente, este segmento de la obra también incorpora trabajo de construcción en zonas de montañas, lo cual podría representar dificultades adicionales en el desarrollo de la obra.
- Debido a la situación geográfica de República Dominicana, el país es altamente vulnerable a los factores climatológicos, especialmente por efecto de la temporada de huracanes que está presente en 5 meses cada año. La contratación de pólizas de seguros de todo riesgo (entre otras) con empresas de primera línea mitiga en parte el riesgo climatológico, aunque dicha póliza esta sujeta a deducibles y períodos de espera para el pago de siniestros.

## Aspectos Económicos

Importantes planes de desarrollos turísticos en la Península de Samaná podrían reflejarse en un incremento del tráfico de vehículos en la zona. Se espera que la culminación de la autopista Santo Domingo-Rincón de Molinillos (AdN) induzca un mayor tráfico hacia la Península de Samaná, siendo que el tiempo de recorrido entre Santo Domingo y Las Terrenas sería de 1 hora y 45 minutos, mientras que actualmente dicha ruta dura aproximadamente 5 horas. Se considera que el ahorro en términos de tiempo incrementa la viabilidad económica de la carretera.

## Etapas de Construcción

El proyecto comprende la rehabilitación de 99 kms de una carretera de dos canales, así como también la construcción de 24 Kms de vías nuevas. El proyecto fue dividido en 5 segmentos (A, B, C, D y E), siendo el último aquel destinado a la construcción de la vía adicional. Los 4 segmentos de rehabilitación incluyen la remoción del pavimento existente y la reconstrucción de la base y de la superficie asfáltica. En opinión del ingeniero independiente, los riesgos potenciales de subestimación de costos por el inadecuado diseño de la vía, o por problemas

geotécnicos no son significativos por el hecho que la referida carretera no incluye puentes ni túneles, aunado a que el terreno es mayoritariamente plano y no presenta complejidades técnicas. Adicionalmente, el ingeniero independiente anticipa que el riesgo de problemas operativos en los subcontratistas de la obra se encuentra razonablemente mitigado, por el hecho que los segmentos destinados a ser rehabilitados van a ser operados por una alianza estratégica compuestas por las mismas empresas que constituyen al concesionario. Desde el punto de vista de riesgo de construcción se considera que BTA tiene un menor riesgo que AdN.

Por su parte, el segmento que corresponde a la construcción de la carretera nueva se espera que sea operado por un conjunto de 3 subcontratistas que actualmente se encuentran operando en AdN, por lo cual han acumulado experiencia en la construcción de vías nuevas.

Riesgo de Construcción	AdN	vs BTA
Distancia (km)	106	120
% de rehabilitación	0%	80%
Contrato IPC	148	100
Período de construcción (meses)	27	24
Expropiaciones estimadas	1.500	200
Existencia de ríos	Sí	No
Riesgos ambientales	Medio-alto	Bajo
Experiencia proyectos similares en R.D.	No	Existente

En opinión de Fitch, retrasos en la culminación de la obra podría generarse en el segmento de construcción de la vía nueva, siendo que, como fuese comentado anteriormente, esta sección incorpora labores en zonas de montañas, lo que agrega complejidades en el proceso de construcción, aunado al hecho que los trabajos en esta zona dependen de la oportuna diligencia en las actividades de expropiación que realice el gobierno dominicano de los terrenos necesarios para el desarrollo del proyecto.

Vale destacar que BTA está gestionando un crédito puente con el objetivo de iniciar las labores de construcción anticipadamente, lo cual resultaría en una extensión implícita del plazo de construcción de unos 3 meses adicionales reduciendo así el riesgo de retrasos en esta etapa. BTA mantendrá una cuenta de costos de construcción para hacer desembolsos en función de los avances de obra luego de la certificación del ingeniero independiente. También mantendrá una cuenta de costos contingentes por el 10% del contrato de Ingeniería Procura y Construcción con el objeto de cubrir posibles incumplimientos por parte del Grupo Constructor (ODINSA y GRODCO y la dominicana REMIX).

Adicionalmente, la cuenta de costos de construcción contará con una cantidad mínima que podría retenerse como contingencia en caso de atrasos en la obra.

## Análisis Financiero

Fitch analizó diferentes escenarios basados en las proyecciones de tráfico realizadas por el ingeniero independiente. En este sentido, es importante destacar que LBG generó diversos escenarios de tráfico, tomando en cuenta el conteo inicial de tráfico en la autopista a ser rehabilitada y diferentes premisas de crecimiento del PIB y de desarrollo del sector turístico en la Península de Samaná. Asimismo, para cada año estimado, LBG dividió el tráfico proyectado en tres grupos: El tráfico existente, el cual está afectado principalmente por el desempeño de la economía local; el tráfico turístico, el cual depende del desarrollo turístico en la zona y, el tráfico inducido, generado a partir de la culminación de la construcción de la carretera a ser operada por Autopistas del Nordeste.

En este sentido, Fitch evaluó las relaciones de cobertura y el grado de dependencia de la empresa al IMG provisto por el gobierno dominicano. Bajo el escenario base de tráfico estimado por LBG, los flujos de ingresos provistos por la operación de la estación de peaje a ser ubicada en la zona se encontrarían por debajo del IMG hasta el año 2012, implicando que BTA debería utilizar los fondos incluidos en la cuenta del IMG la cual, como se comentó, inicialmente será fondeada con recursos provenientes de la compra del material asfáltico. Sin embargo, dado que bajo este escenario, los recursos utilizados del mencionado fondo serían inferiores al monto inicial, el riesgo de dependencia de BTA al pago oportuno del IMG se encuentra razonablemente mitigado. No obstante, al analizar las proyecciones basadas en estimaciones de tráfico más conservadoras, Fitch anticipa que bajo tales escenarios BTA el gobierno tendría que complementar el saldo inicial de recursos del IMG, siendo que además se esperaría que dicho fondo inicial se agote en los primeros años del proyecto, por lo cual el gobierno dominicano estaría obligado a constituir una carta de crédito a favor del concesionario cuando el saldo de la cuenta de IMG se encuentre por debajo de un millón de dólares, para cubrir los menores ingresos generados por el proyecto.

## Estructura de la Deuda

La deuda a ser emitida en el mercado de valores dominicano tiene vencimiento de 15 años con dos años de gracia para el pago de intereses los cuales serán capitalizados. El pago de intereses está referenciado a la tasa promedio de depósitos de los bancos comerciales del país. El pago de capital podría ser diferido en cuanto sean insuficientes los fondos disponibles para efectuar dicho pago, siendo que tanto la capitalización inicial como la posibilidad de diferimiento de intereses otorga gran flexibilidad financiera al pago del servicio de la deuda. Fitch considera que las cuentas de reservas con las que tiene la estructura mitigan los riesgos en parte los riesgos relacionados con la construcción y operación. Es así como además de las cuentas de reservas ya mencionadas, la cuenta de reserva para operación y mantenimiento y el fondeo de la cuenta para IMG en forma anticipada contribuyen con la continuidad del proyecto a pesar de que por efectos de un menor tráfico al esperado, el pago del IMG tenga algunos retrasos dando así holgura a la continuidad de la operación de la carretera. Se estima que para el momento que finalice la etapa de construcción el proyecto cuente con unos 20 millones de dólares entre diferentes cuentas contingentes (operación y mantenimiento, IMG servicio de la deuda, entre otras).

Características del Apalancamiento	AdN	vs	BTA
Deuda (US\$ mn)	163		118
Deuda Maxima (US\$ mn)	202		140
Contribución del patrocinador (US\$ mn)	29		21
Contribución inicial	31%		19%
Contribución del gobierno (US\$ mn)	29		0
Patrimonio (US\$ mn)	59		27
Deuda/km (US\$ mn)	0,77		0,49

Desde el punto de vista de apalancamiento, BTA refleja un mayor nivel de apalancamiento con relación a AdN. Sin embargo, tal situación se explica en parte por el relativamente menor riesgo de construcción de la primera con relación a la segunda.

## Aspectos Legales

El Acta de Acuerdo No. 10 celebrada entre la Secretaría de Estado de Obras Públicas y Comunicaciones (SEOPC) y AdN se establece que BTA tiene el derecho de construir, operar, mantener y cobrar las tarifas de peaje generadas en la ruta que conecta Nagua, Sanchez, Samaná, El Limón, Las Terrenas y Majagual en la Península de Samaná. Según el artículo No. 5 del Contrato de Concesión, AdN puede realizar en forma opcional la rehabilitación, operación y mantenimiento de dicha carretera. A su vez, el artículo No. 27 de dicho

contrato establece que AdN puede ceder parte de la concesión a un tercero luego de haber operado la misma por un mínimo de dos años. Vale destacar que en el proceso de evaluación, Fitch ha obtenido ciertas opiniones legales con relación a modificaciones que se han realizado al Contrato de Concesión través de la SEOP las cuales ante la ausencia de una ley de

concesiones, podrían requerir aprobación congresional lo cual eventualmente podría afectar las condiciones establecidas en el Contrato de Concesión suscrito con AdN el cual sirve de referencia para el caso de BTA.

---

## Fuentes y Usos del Proyecto (RD\$ miles)

---

### Fuentes

Contribución de los patrocinadores	710.144
Credito puente	1.206.503
Emisión de bonos	4.150.669
Intereses capitalizados	1.126.018
Intereses sobre efectivo en cuentas	79.875
<b>Total Fuentes</b>	<b>7.273.209</b>

### Usos

Costo de Construcción	4.317.164
Estudio de diseño	85.775
Contrato de construcción	3.649.893
Infraestructura de estaciones de peaje	119.722
Cuenta de contingencia	344.715
Supervision	117.059
Gastos de operación, mantenimiento y administrativos	221.358
Otros gastos relacionados	1.417.795
Costos, gastos y comisiones relacionados con la emisión	291.777
Intereses capitalizados	1.126.018
Cuenta para reserva para servicio de deuda	150.000
Cuenta de reserva de operación y mantenimiento	18.040
Refinanciamiento neto de crédito puente	1.148.852
<b>Total Usos</b>	<b>7.273.209</b>

Fuente: BTA y cálculos propios