

30 de Diciembre de 2009

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. OEST.BA/MERVAL

Reporte Inicial: Las últimas actualizaciones tarifarias mejoran el escenario futuro

Recomendación: Market Outperform

Precio: AR\$ 0,98 Merval: 2.320 Merval25: 2.318 Burcap: 8.036

- En el 2009 se autorizaron importantes ajustes tarifarios reconociendo los mayores costos por inflación atrasados.
- En un escenario de indexaciones tarifarias en línea con los niveles de inflación, la rentabilidad será más estable y mejorará gradualmente en el futuro con aumentos en los volúmenes de tránsito.
- Los bajos requerimientos en inversiones para los años restantes de concesión y el moderado nivel de endeudamiento actual denotan una sólida posición financiera.
- Nuestro precio objetivo para los próximos 12 meses es AR\$ 1,67.

Valuación

	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
EPS	\$ -0,13	\$ -0,05	\$ 0,06	\$ 0,21	\$ 0,41
P/EBITDA	2,7	1,9	1,4	1,1	0,8
FCFPS	0,15	0,31	0,36	0,48	0,62
P/FCFPS	6,47	3,13	2,69	2,04	1,59

Datos de Mercado

Capitalización Bursátil (AR\$ MM)	\$ 156,80	Rango precios 52 semanas (AR\$)	\$0,50 - \$1,00
Valor de la empresa (AR\$ MM)	\$ 275,82	Performance últimos 12 meses	92%
Acciones Emitidas (MM)	160,00	Tasa dividendos	0%
Free Float (MM)	48,00	Valor Libros por acción (AR\$)	\$ 1,90
Volumen promedio diario (3 meses)	29.814	Beta/Merval	0,42

Información de la Organización

Ubicación: Buenos Aires, Argentina.

Industria: Concesión de Autopista.

Descripción: Grupo Concesionario del Oeste S.A. es un consorcio de empresas que tiene la concesión de uno de los corredores viales más importantes del país hasta el año 2018. Los ingresos provienen casi en su totalidad del cobro de peajes.

Principales productos y/o servicios: La Sociedad tiene como actividad única la construcción, remodelación, reparación, conservación, administración y explotación del Acceso Oeste a la ciudad de Buenos Aires.

Website: www.auoeste.com.ar

Analistas

Linchutt Santiago
Herbas Horacio
Cook David
Mangupli Laura

Tutor del Reporte

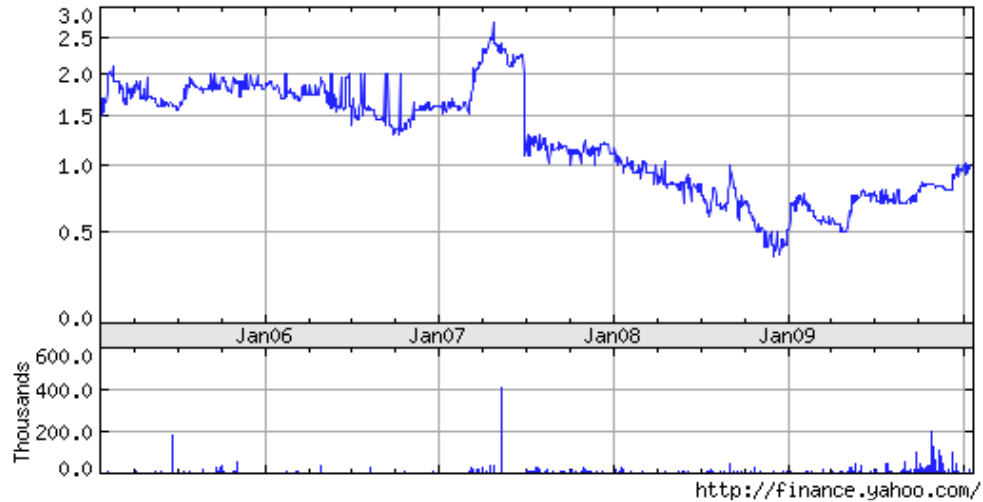
Merlo Mariano



EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN.

*Gráfico 1:
Evolución del
precio y el
volumen en los
últimos 5 años*

GRUPO CONC OESTE-B



RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Le otorgamos a GCO (Grupo Concesionario del Oeste) la calificación de Market Outperform recomendando la inversión en este activo con un precio objetivo para los próximos 12 meses de AR\$ 1,67. Las últimas actualizaciones tarifarias aprobadas por el gobierno argentino otorgan una mayor estabilidad y previsibilidad a la rentabilidad de la organización. Además la mayor parte de las inversiones en obras estipuladas por el contrato de concesión ya fueron ejecutadas y los niveles de endeudamiento actuales son moderados lo que lleva a una sólida generación de flujos de efectivo en el futuro.

GCO posee una de las concesiones de autopistas más grande de la Republica Argentina. El crecimiento de los volúmenes de transito en los últimos años y la sólida posición financiera de la sociedad permitió superar un periodo de fuertes subas en los costos y tarifas sin actualizar. Hoy GCO, con una recuperación económica por delante y con ajustes en las tarifas por la inflación en los costos, se encuentra ante un escenario mucho más favorable.

TESIS DE INVERSIÓN

Nuestro precio objetivo se basa en los siguientes factores:

*La economía se
recuperará los
próximos años*

Creemos que luego de la fuerte contracción económica experimentada en el año 2009, en el 2010 se producirá una recuperación importante que impactará positivamente en los niveles de transito.



*Ajustes tarifarios
en línea con la
inflación*

Luego de años de incertidumbre y retrasos tarifarios, en el 2009 el gobierno atendió los reclamos del sector y autorizó a comienzos de año un importante incremento en las tarifas de peaje para compensar los mayores costos por inflación incurridos en el pasado. Un nuevo ajuste tarifario otorgado en el mes de diciembre confirma que en el futuro las tarifas de peaje se actualizarán en función de los mayores costos de operación por efectos inflacionarios.

*La renegociación
contractual no
modificará la
rentabilidad*

La renegociación integral del contrato de concesión que se está llevando a cabo con el gobierno nacional no modificará la rentabilidad actual de la sociedad pero mejorarán los mecanismos de actualizaciones tarifarias para compensar los mayores costos de operación por la inflación.

**VALUACIÓN
DE LA
EMPRESA**

Arribamos a un precio objetivo para los próximos 12 meses de AR\$ 1,67 utilizando valuación por descuento de flujos de fondos hasta el final de la concesión en moneda local y a precios corrientes. No incluimos nuevas concesiones o la renovación de la actual en nuestro modelo de valuación.

Incorporamos en la tasa de descuento una prima por riesgo país y una prima adicional por riesgo regulatorio para contemplar aquellos riesgos propios de esta industria como los posibles atrasos en el reconocimiento de los mayores costos de operación por inflación en las tarifas de peaje.

Tabla 1: Datos asumidos en la valuación

Tasa libre de riesgo	3,80%
Prima de mercado	5,61%
Riesgo país	7,00%
Prima riesgo regulatorio	3,00%
Beta de la industria	0,80

Adicionalmente, como se trata de una acción que presenta altos niveles de iliquidez, descontamos un 20% del valor obtenido de la valuación por DCF para hallar nuestro precio objetivo.

Tabla 2: Resultados de la Valuación (miles de AR\$)

Valor presente de los Flujos Futuros	358.949
Valor de la deuda neta	25.336
Total Valor Equity	333.614
Cantidad Acciones	160.000
Valor acción	2,09
Descuento por iliquidez	20%
Precio Objetivo próximos 12 meses	1,67



Análisis de Comparables

En este análisis buscamos comparar a GCO con otras empresas similares que coticen en otros mercados emergentes. Consideramos que el mejor ratio en este caso para efectuar la comparación es el EV/EBITDA porque no considera las amortizaciones de las inversiones realizadas en el pasado. Sin embargo creemos que este ratio no logra captar la totalidad de las fuentes de valor por lo que nuestra intención es solo confirmar los resultados obtenidos de la valuación por DCF.

Tabla 3: Análisis de comparables

Empresa	Especie	País	Precio US\$	EV/EBITDA 2009e	EV/EBITDA 2010e
CCR*	CCRO3.SA	Brasil	20,80	9,7x	7,8x
OHL Brasil*	OHLB3.SA	Brasil	18,49	6,9x	6,1x
Zhejiang Expway*	0576.HK	China	0,93	8,2x	6,7x
Promedio				8,3x	6,9x
GCO	OEST.BA	Argentina	0,26	1,5x	0,9x

*Fuente: Morgan Stanley Latin America Research (Noviembre 23, 2009)

La comparación muestra que GCO cotiza con un descuento importante respecto de sus comparables en otros mercados emergentes. Las conclusiones que obtuvimos en este análisis fueron las siguientes:

- 1) El riesgo país de Argentina es superior por lo que el mercado descuenta a GCO con una tasa más elevada.
- 2) En Argentina la actividad se encuentra fuertemente regulada afectando la previsibilidad de los flujos futuros por lo que es posible que el mercado descunte a GCO con una prima adicional por estos motivos.
- 3) Al cotizar GCO con un ratio inferior, la sociedad podría estar siendo subvaluada por el mercado respecto a sus comparables.

Sensibilidad de la valuación

La variable crítica de GCO es el precio de las tarifas ya que es la que muestra una mayor sensibilidad a los resultados obtenidos.



Tabla 4: Sensibilidad a los aumentos tarifarios (AR\$)

Incrementos Tarifarios / Inflación	Valor Acción	Descuento por Ilíquidez	Precio Objetivo	Variación del PO
-15%	1,18	20%	0,95	-43%
-10%	1,49	20%	1,19	-29%
-5%	1,79	20%	1,43	-14%
0%	2,09	20%	1,67	0%
5%	2,39	20%	1,91	14%
10%	2,69	20%	2,15	29%
15%	2,99	20%	2,39	43%

No creemos probable un escenario pesimista donde las tarifas permanezcan sin actualizar ya que las ultimas acciones del gobierno no van en ese sentido, sin embargo tampoco vemos con muchas posibilidades que se recuperen los márgenes y niveles de rentabilidad estipuladas en el contrato de concesión original.

ANALISIS DE LA INDUSTRIA

En Argentina la construcción, conservación, administración y explotación de los corredores viales es una concesión de obras públicas sin subvenciones por parte del estado. Las inversiones se realizan exclusivamente con aportes de capitales privados, los ingresos derivan principalmente del cobro de peajes y no se debe abonar ningún tipo de canon. Una vez finalizado el plazo de la concesión todos los activos son cedidos nuevamente al Estado.

El contrato de concesión se rige por una ecuación económico financiera en función del plazo, volumen de tránsito proyectado, las inversiones a realizar, los costos de operación, los niveles tarifarios y la tasa de rentabilidad. Durante la duración del contrato, existen dos etapas claramente definidas. En la primera etapa, llamada preoperativa, se realiza una parte importante de las obras de construcción comprometidas lo que implica una fuerte inversión inicial. Luego comienza la segunda etapa llamada operativa en la que se empieza a percibir los ingresos por peajes y se continúa realizando obras de conservación, mantenimiento y ampliación de menor envergadura.

Con respecto al comportamiento de la demanda, los datos históricos muestran que la cantidad de vehículos que hacen uso de una autopista paga tiene una alta correlación con el nivel de actividad económica ya que factores como el crecimiento del parque automotor, la decisión de utilizar una autopista paga para lograr menores tiempos de transporte y el uso de vehículos tanto particulares como comerciales están ligados a los ciclos de la economía en general. Otro punto a destacar es la baja elasticidad precio-volumen de tránsito



que presenta esta actividad haciendo que la demanda sea relativamente inelástica a las variaciones en las tarifas de peaje. Sin embargo a pesar del crecimiento macroeconómico de estos últimos años que ha contribuido con mayores volúmenes de tránsito, la actividad ha venido sufriendo una pérdida importante de rentabilidad producto del impacto inflacionario y la demora en el reconocimiento de estos mayores costos en las tarifas de peaje.

Finalmente es importante mencionar que la actividad se encuentra fuertemente regulada por sector gubernamental que en definitiva es quien determina los niveles tarifarios. En este caso particular por el Órgano de Control de Concesiones Viales (O.C.CO.VI) un organismo descentralizado de la secretaria de obras públicas. El O.C.CO.VI. es el encargado de ejercer la supervisión, inspección, auditoría y seguimiento del cumplimiento de los contratos de rutas nacionales concesionadas del país a fin de asegurar la calidad de las obras y la prestación del servicio.

Factores claves de la industria

Existen tres factores importantes a tener en cuenta para analizar este tipo de negocio:

- El margen EBITDA para ver el impacto que tienen los costos de operación en el negocio con respecto a los niveles tarifarios.
- Las inversiones ejecutadas y remanentes estipuladas por el contrato de concesión.
- La estructura de capital para ver como se financia la fuerte inversión hecha en primera etapa de la concesión.

Análisis FODA

Fortalezas

- Ingresos recurrentes y estables.

Debilidades

- Las tarifas son reguladas por el Estado Nacional.
- Las últimas negociaciones salariales con los gremios han estado ejerciendo una fuerte presión sobre los márgenes de la sociedad en un contexto de demoras en el reconocimiento de los mayores costos por inflación a través de ajustes tarifarios.



Oportunidades

- El crecimiento poblacional y la mayor actividad económica en la zona impacta positivamente en los volúmenes de tránsito.

Amenazas

- Posible finalización anticipada de la concesión por parte del gobierno.
- Incertidumbre con la renegociación integral de los contratos de concesión después de la devaluación del año 2002 que modificó las condiciones contractuales iniciales.
- Existen caminos alternativos libres del pago de peajes.

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

El 30 de diciembre de 1992 el Estado Nacional dispuso el llamado licitación para la concesión vial de las redes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires. Grupo Concesionario del Oeste (GCO), un consorcio de empresas viales conformado para ese fin, resultó adjudicatario de la concesión del acceso oeste hasta el 31 de diciembre del año 2018.

El acceso oeste esta compuesto por aproximadamente 52 kilómetros de autopistas que atraviesan los partidos de Tres de Febrero, Morón, Ituzaingó, Merlo, Hurlingham, Moreno, General Rodríguez y Luján. Se trata de un área densamente poblada y de gran crecimiento.

En el año 2002 la crisis económica y la devaluación de la moneda hizo que el gobierno sancionara leyes que modificaron las condiciones estipuladas en el contrato original de la concesión. Las tarifas, originalmente establecidas en dólares, fueron convertidas a moneda local y de esta manera comenzó un proceso de renegociación contractual (que aún continua) para acordar una nueva ecuación económico financiera de la concesión acorde a la nueva situación económica del país.

Ingresos

El 98% de los ingresos actuales derivan del cobro de peajes mientras que el resto corresponde a ingresos comerciales.

Los ingresos por el cobro de peajes corresponden en aproximadamente en un 90% a vehículos livianos y los ingresos comerciales constituyen derechos de explotación de áreas de servicios destinadas a otras actividades a lo largo del acceso oeste (estaciones de servicio, centros comerciales, cafeterías, etc.).

Según los volúmenes de tránsito históricos de la autopista, la tendencia indica un crecimiento interanual muy fuerte y recurrente en estos últimos años que acompaña el crecimiento de la actividad económica.

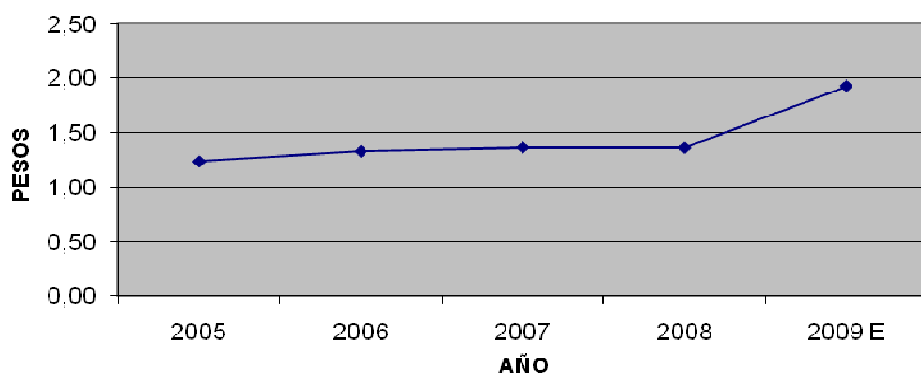


Tabla 5: Transito Histórico

	2005	2006	2007	2008
Volumen Vehículos	85.286.241	94.115.607	102.324.268	112.797.072
Crecimiento Anual	12%	10%	9%	10%

Pero, a pesar de este crecimiento en los niveles de transito, las tarifas permanecieron durante varios años sin actualizaciones a la espera de la nueva renegociación contractual que se demoró más de lo previsto. Sin embargo en el año 2009, el gobierno nacional atendió los reclamos del sector y autorizó dos actualizaciones de tarifas (en Enero y Diciembre) reconociendo los mayores costos incurridos por efectos inflacionarios.

Gráfico 2: Tarifa Peaje Promedio



Estructura de Costos

La estructura de costos de GCO es muy sencilla pues se compone en su mayoría por costos fijos que tienen poca relación con los volúmenes de transito.

Tabla 6: Estructura de Costos año 2008

Sueldos, Jornales y Honorarios	50%
Mantenimiento y conservación	27%
Impuestos y tasas	8%
Otros	15%



El costo más importante corresponde a sueldos y jornales del personal que, en estos últimos años producto de la inflación y de las duras negociaciones efectuadas con los gremios que buscaban una recomposición salarial, ha hecho caer los márgenes de la sociedad frente a las demoras producidas en los ajustes tarifarios.

Tabla 7: Rentabilidad Histórica

	2005	2006	2007	2008
Margen EBITDA	56%	57%	50%	36%
Costos Operativos / Ventas	28%	27%	34%	46%

Inversiones

Hoy en la segunda etapa de la concesión, las inversiones presentes de la sociedad pueden separarse en dos clases: inversiones relacionadas con el mantenimiento de la infraestructura actual e inversiones en obras de ampliación contractuales.

Las inversiones en mantenimiento se mantienen en forma aproximadamente constante en el tiempo con erogaciones de aproximadamente 10 Millones de pesos anuales. Por otro lado la mayor parte de las inversiones contractuales comprometidas en la concesión ya fueron ejecutadas y quedan pendientes por contrato obras por unos 85 millones de pesos al 31 de diciembre del 2008.

Deuda

La estructura de capital es conservadora ya que los niveles actuales de endeudamiento no son elevados.

La sociedad se ha estado financiando con obligaciones negociables cuyos vencimientos de intereses y capital son escalonados hasta el año 2012. La deuda esta denominada en moneda local por lo que no hay riesgo devaluatorio, y es de carácter variable (tasa BADLAR más un 3,5%) lo que hace que la sociedad este expuesta a la volatilidad que presenten las tasas de interés.

Tabla 8: Endeudamiento y Cobertura

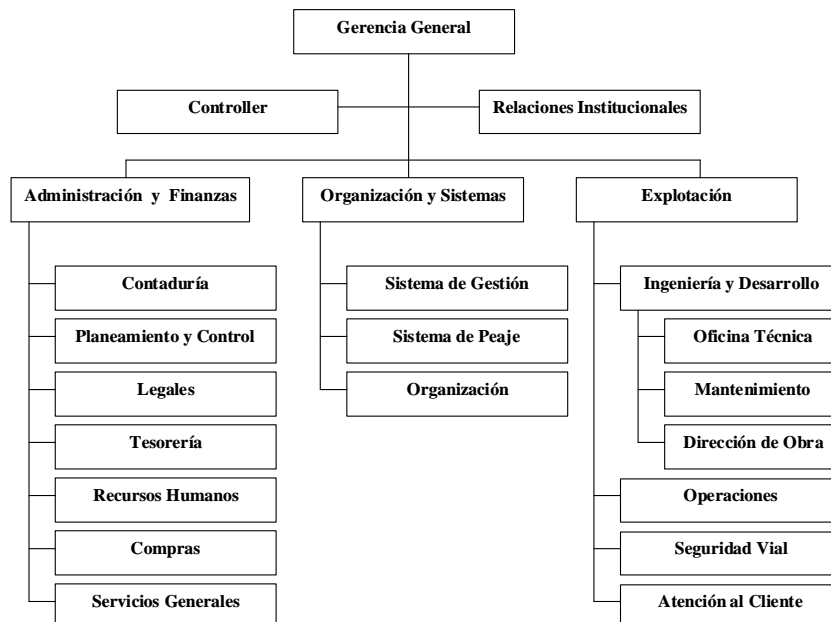
	2005	2006	2007	2008
DEUDA / PATRIMONIO NETO	0,56	0,67	0,72	0,69
DEUDA NETA /EBITDA	1,63	1,13	1,49	1,83
EBITDA/ INTERESES	3,14	3,60	2,97	2,37



DESCRIPCIÓN DE LA GERENCIA El directorio de la sociedad esta integrado por importantes ejecutivos que pertenecen a staff de las principales empresas accionistas por lo que cuentan con amplia experiencia en esta industria:

Presidente:	Gonzalo Ferre Moltó
Vicepresidente:	Jorge Graells Ferrández
Directores Titulares:	Krishnan Tan Boon Seng Alfredo Mac Laughlin Julio Pedro Naveyra
Directores Suplentes:	Javier Carol Vilarasau Uriel Federico O'Farrell Adam John Eleod Gerardo García Gorostidi Guillermo Varela

El Organigrama actual de la sociedad es el siguiente:





COMPOSICIÓN ACCIONARIA

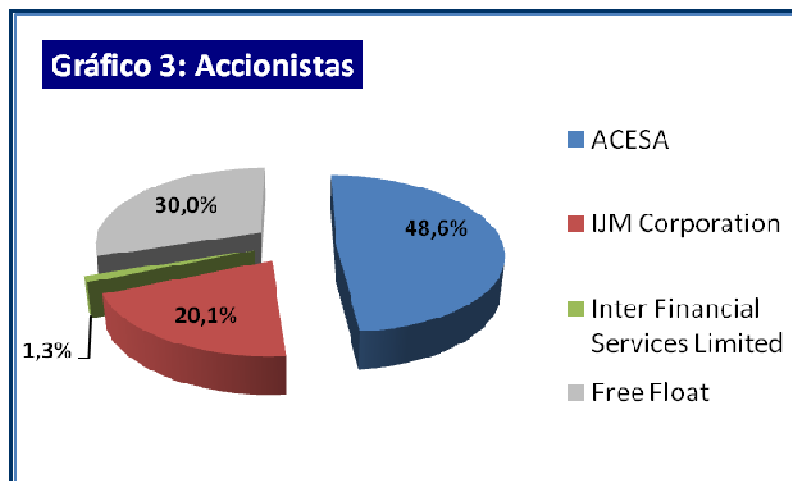
Los Principales Accionistas de la sociedad son:

Acesa: es una de las más importantes empresas del grupo español Abertis, líder europeo en gestión de infraestructuras que esta presente en 17 países. La empresa tiene el 48,6% de las acciones de GCO, y el derecho al 57,6% de los votos.

IJM Corporation Berhad: es uno de los grupos económicos más importantes de Malasia y posee el 20,1% de las acciones de GCO. Se especializa en construcción de puentes y caminos.

Inter. Financial Services Limited: es una empresa que brinda asesoramiento en planificación de negocios a nivel global, combinado con un asesoramiento jurídico. Posee el 1.3% de las acciones de la sociedad.

Free Float: en 1999 el Grupo Concesionario del Oeste S.A. realizó, la oferta pública del 30% de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como parte de los requisitos de control establecidos en el contrato de concesión. De ese porcentaje el fondo que gestiona el ANSES representa aproximadamente el 72%, mientras que el 16% se encuentra en poder de inversores institucionales y el restante 12% se distribuye entre particulares.



Como consecuencia del alto porcentaje de las acciones que cotizan en bolsa que está en posesión de la ANSES y los fondos institucionales, las acciones de la GCO presentan un alto grado de iliquidez y esto debe estar presente a la hora realizar una inversión en estos activos.



ANÁLISIS DE RIESGOS

Riesgos regulatorios

GCO posee un elevado riesgo regulatorio evidenciado en la pendiente renegociación de la ecuación económica financiera de la concesión, y la demora en reconocer los mayores costos por inflación mediante ajustes de tarifas afectando la capacidad de mantener un desempeño financiero estable y predecible. Como resultado de esta situación, durante estos últimos años la sociedad ha negociado y postergado la ejecución de algunas inversiones comprometidas en el contrato de concesión.

Riego de finalización anticipada de la concesión

La posible rescisión del contrato y la extinción de la concesión es un riesgo que puede ocurrir por dos motivos diferentes:

- Por motivos imputables a la sociedad. En este caso la sociedad cobrará una indemnización por la inversión no amortizada en bienes obras e instalaciones pero perderá las garantías presentadas y se le aplicarán ciertas reducciones al monto final en concepto de penalidad.
- Por motivos no imputables a la sociedad. En este caso la sociedad recibirá como indemnización previa entrega de la concesión el 100% del valor de las inversiones no amortizadas más una prima del 6% en concepto de utilidad.

Riesgos operacionales

El principal riesgo operativo, que se ha manifestado claramente los últimos dos años, es que el impacto inflacionario principalmente en los aumentos en los salarios del personal no pueda ser compensados mediante ajustes en las tarifas de peajes y de esta manera se erosione los márgenes de la sociedad.

Riesgos financieros

GCO se encuentra expuesto a la volatilidad de las tasas de interés locales ya que la deuda de la sociedad es en pesos y a tasa variable. Sin embargo este riesgo está acotado por el moderado nivel de endeudamiento que presenta la organización respecto a la capacidad de generación de fondos que tiene.



**ANÁLISIS
HISTÓRICO Y
PROYECCIONES
ECONÓMICO
FINANCIERAS.**

Nuestro precio objetivo tiene los siguientes supuestos:

*Supuestos
Macroeconómicos*

Los datos históricos señalan una fuerte relación entre los volúmenes de tránsito de GCO con los indicadores de actividad económica.

Superada la contracción económica del año 2009 que impactó fuertemente en los volúmenes de tránsito de la sociedad, creemos que la economía argentina se recuperará en los próximos años.

Estimamos una correlación de 1,1x entre los volúmenes de tránsito y el crecimiento del PBI para nuestras proyecciones de los años próximos.

Tabla 9: Proyecciones de PBI y volúmenes de tránsito

	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Crecimiento del PBI*	-2,4%	3,1%	2,9%	3,9%	3,5%	3,5%	3,0%
Crecimiento volúmenes tránsito	-6,0%	3,4%	3,1%	4,3%	3,8%	3,9%	3,3%

*Fuente: Santander Bank Latin Focus

*Supuestos
Operativos*

Luego del importante reajuste tarifario otorgado a la sociedad en el 2009, creemos que las actualizaciones tarifarias seguirán los niveles de inflación. Para fundamentar este supuesto nos basamos en la actual existencia de un mecanismo de actualización por los mayores costos incurridos (aunque la autorización del reajuste puede llegar a ser demorada), y en las últimas actualizaciones tarifarias otorgadas a la sociedad durante el presente año que reconocían los mayores costos erogados en años anteriores.

Con respecto a los costos de la sociedad, como la mayoría son de carácter fijo creemos que sufrirán incrementos similares a los de la inflación general de la economía.

Tabla 10: Inflacion y Ajustes Tarifarios proyectados

	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E
Inflación*	14,4%	23,0%	23,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Ajustes tarifarios	41,3%	23,0%	23,0%	18,0%	15,0%	15,0%	15,0%

*Fuente: Macrosintesis, Escuela de Negocios Universidad de Belgrano



*Supuestos
Financieros*

Creemos debido a la sólida posición financiera que posee hoy la empresa, no habrá inconvenientes en cumplir con el pago de las obligaciones negociables contraídas. Por lo tanto, para proyectar la estructura de capital de los próximos años de la sociedad, se siguió el cronograma de pagos de amortizaciones e intereses estipulados en los prospectos de emisión de dichos instrumentos financieros.

*Supuestos de
Inversión*

En este caso suponemos que en el tiempo remanente de la concesión se cumplirán todas las inversiones contractuales pendientes de ejecución y que anualmente se destinará un monto similar al histórico para el mantenimiento y conservación de la autopista.

**FUENTES DE
INFORMACIÓN**

Órgano de Control de Concesiones Viales www.occovi.gov.ar
Asociación Argentina de Carreteras www.aacarreteras.org.ar
Autopistas del oeste www.auoeste.com.ar
Comisión Nacional de Valores www.cnv.gov.ar
Análisis Económico sobre la Argentina de Orlando Ferreres www.ojf.com
Damodaran online www.stern.nyu.edu/~adamodar/

GCO Balance General (miles de AR\$)

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Total Activos	602.297	562.586	519.504	470.141	455.966	421.462	402.879	419.167	449.109	482.945	530.395	582.669	555.881
Activos Corrientes	90.753	56.482	49.147	35.558	55.644	53.753	64.617	110.798	172.191	240.948	330.558	440.835	516.327
Caja	2.715	4.417	4.351	4.648	5.910	7.493	9.217	10.998	13.125	15.584	18.309	21.510	25.272
Inversiones CP	78.322	42.075	33.850	16.811	31.807	23.531	27.443	66.442	119.254	178.098	256.717	354.081	414.401
Créditos	8.485	8.336	8.778	11.997	15.254	19.341	23.790	28.386	33.878	40.222	47.256	55.520	65.229
Otros activos corrientes	1.231	1.654	2.168	2.101	2.672	3.388	4.167	4.972	5.934	7.045	8.277	9.724	11.425
Activos No Corrientes	511.544	506.104	470.357	434.584	400.323	367.709	338.262	308.370	276.918	241.996	199.836	141.834	39.554
Inversiones Permanentes	505.715	498.979	462.454	434.584	400.323	367.709	338.262	308.370	276.918	241.996	199.836	141.834	39.554
Otros activos no corrientes	5.829	7.125	7.903	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos + Patrimonio neto	602.297	562.586	519.504	470.141	455.966	421.462	402.879	419.167	449.109	482.945	530.395	582.669	555.881
Pasivos Corrientes	43.884	46.156	48.940	36.191	44.869	55.600	66.297	76.972	89.397	103.704	119.970	138.799	160.600
Deudas Comerciales	17.199	16.478	11.182	20.954	25.773	31.701	37.407	43.018	49.470	56.891	65.425	75.238	86.524
Deuda Financiera CP	16.007	13.900	25.252	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deudas Sociales y Fiscales	7.930	12.529	8.245	10.302	12.821	15.943	19.104	22.278	25.990	30.268	35.106	40.723	47.244
Otras Deudas CP	2.748	3.249	4.261	4.935	6.275	7.956	9.786	11.677	13.936	16.546	19.439	22.838	26.832
Pasivos No Corrientes	197.352	188.677	163.978	134.636	102.586	70.536	38.486	35.008	31.529	28.051	24.572	21.094	17.615
Deuda Financiera LP	145.445	133.761	111.578	85.714	57.143	28.571	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos LP	51.907	54.916	52.400	48.922	45.443	41.965	38.486	35.008	31.529	28.051	24.572	21.094	17.615
Patrimonio Neto	361.061	327.753	306.586	299.314	308.512	295.327	298.097	307.187	328.184	351.190	385.853	422.776	377.666

GCO Balance General (miles de US\$)

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Total Activos	194.289	178.599	160.837	129.160	104.388	80.564	66.570	61.431	58.379	55.681	54.239	52.849	44.719
Activos Corrientes	29.275	17.931	15.216	9.769	12.739	10.275	10.677	16.238	22.383	27.780	33.803	39.984	41.537
Caja	876	1.402	1.347	1.277	1.353	1.432	1.523	1.612	1.706	1.797	1.872	1.951	2.033
Inversiones CP	25.265	13.357	10.480	4.618	7.282	4.498	4.534	9.737	15.502	20.534	26.252	32.116	33.338
Créditos	2.737	2.646	2.718	3.296	3.492	3.697	3.931	4.160	4.404	4.637	4.832	5.036	5.248
Otros activos corrientes	397	525	671	577	612	648	689	729	771	812	846	882	919
Activos No Corrientes	165.014	160.668	145.621	119.391	91.649	70.289	55.893	45.193	35.996	27.901	20.435	12.864	3.182
Inversiones Permanentes	163.134	158.406	143.175	119.391	91.649	70.289	55.893	45.193	35.996	27.901	20.435	12.864	3.182
Otros activos no corrientes	1.880	2.262	2.447	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos + Patrimonio neto	194.289	178.599	160.837	129.160	104.388	80.564	66.570	61.431	58.379	55.681	54.239	52.849	44.719
Pasivos Corrientes	14.156	14.653	15.152	9.943	10.272	10.628	10.955	11.281	11.621	11.957	12.268	12.589	12.920
Deudas Comerciales	5.548	5.231	3.462	5.756	5.900	6.060	6.181	6.304	6.431	6.559	6.690	6.824	6.961
Deuda Financiera CP	5.164	4.413	7.818	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deudas Sociales y Fiscales	2.558	3.977	2.553	2.830	2.935	3.048	3.157	3.265	3.378	3.490	3.590	3.694	3.801
Otras Deudas CP	886	1.031	1.319	1.356	1.437	1.521	1.617	1.711	1.811	1.908	1.988	2.071	2.159
Pasivos No Corrientes	63.662	59.897	50.767	36.988	23.486	13.483	6.359	5.131	4.098	3.234	2.513	1.913	1.417
Deuda Financiera LP	46.918	42.464	34.544	23.548	13.082	5.462	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos LP	16.744	17.434	16.223	13.440	10.404	8.022	6.359	5.131	4.098	3.234	2.513	1.913	1.417
Patrimonio Neto	116.471	104.049	94.918	82.229	70.630	56.453	49.256	45.020	42.660	40.490	39.458	38.346	30.382

GCO Cuadro de resultados (miles de AR\$)

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos	128.678	143.520	157.794	208.530	265.150	336.185	413.521	493.405	588.860	699.140	821.395	965.036	1.133.805
EBITDA	75.249	73.080	58.847	82.815	110.520	145.990	189.091	235.310	292.050	357.809	428.865	513.626	502.493
Amortizaciones	(39.611)	(48.996)	(57.347)	(60.032)	(64.233)	(69.646)	(73.340)	(80.595)	(90.018)	(102.571)	(120.299)	(148.255)	(206.523)
EBIT	35.638	24.084	1.500	22.783	46.287	76.344	115.751	154.715	202.033	255.238	308.566	365.371	295.971
Intereses netos	(22.693)	(20.287)	(25.854)	(24.547)	(22.714)	(15.143)	(6.143)	0	0	0	0	0	0
Otros	3.367	2.946	1.889	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	16.312	6.743	(22.465)	(1.764)	23.573	61.201	109.608	154.715	202.033	255.238	308.566	365.371	295.971
Impuestos	(11.791)	(8.050)	1.300	(5.508)	(14.375)	(27.545)	(44.488)	(60.275)	(76.836)	(95.458)	(114.123)	(134.005)	(109.715)
Utilidad Neta	4.521	(1.307)	(21.165)	(7.272)	9.197	33.656	65.120	94.440	125.196	159.780	194.443	231.366	186.256

GCO Cuadro de resultados (miles de US\$)

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos	41.509	45.562	48.853	57.289	60.703	64.263	68.328	72.311	76.545	80.607	83.997	87.530	91.212
EBITDA	24.274	23.200	18.219	22.751	25.302	27.906	31.244	34.486	37.963	41.253	43.856	46.586	40.425
Amortizaciones	(12.778)	(15.554)	(17.754)	(16.492)	(14.705)	(13.313)	(12.118)	(11.812)	(11.701)	(11.826)	(12.302)	(13.447)	(16.614)
EBIT	11.496	7.646	464	6.259	10.597	14.593	19.126	22.674	26.262	29.427	31.554	33.140	23.810
Intereses netos	(7.320)	(6.440)	(8.004)	(6.744)	(5.200)	(2.895)	(1.015)	0	0	0	0	0	0
Otros	1.086	935	585	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	5.262	2.141	(6.955)	(485)	5.397	11.699	18.111	22.674	26.262	29.427	31.554	33.140	23.810
Impuestos	(3.804)	(2.556)	402	(1.513)	(3.291)	(5.265)	(7.351)	(8.834)	(9.988)	(11.006)	(11.670)	(12.154)	(8.826)
Utilidad Neta	1.459	(415)	(6.553)	(1.998)	2.106	6.433	10.760	13.841	16.274	18.422	19.884	20.985	14.984

GCO Flujo de Fondos (miles de AR\$)

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBITDA	75.249	73.080	58.847	82.815	110.520	145.990	189.091	235.310	292.050	357.809	428.865	513.626	502.493
Variacion Capital de Trabajo	2.632	2.403	(9.458)	9.054	3.588	4.345	3.745	3.494	3.843	4.394	5.275	5.917	6.629
Impuestos	(11.791)	(8.050)	1.300	(14.099)	(22.325)	(32.845)	(46.638)	(60.275)	(76.836)	(95.458)	(114.123)	(134.005)	(109.715)
Otros	(1.347)	8.534	(5.036)	(3.479)	(3.479)	(3.479)	(3.479)	(3.479)	(3.479)	(3.479)	(3.479)	(3.479)	(3.479)
Cash flow Operativo	64.743	75.967	45.654	74.291	88.304	114.011	142.719	175.051	215.578	263.266	316.538	382.060	395.929
Total Inversiones	(28.249)	(75.314)	(31.670)	(24.258)	(29.972)	(37.032)	(43.893)	(50.702)	(58.566)	(67.649)	(78.139)	(90.253)	(104.243)
Free Cash Flow	36.494	652	13.984	50.033	58.332	76.979	98.826	124.348	157.012	195.617	238.399	291.807	291.686
Flujo de Financiación	24.504	(35.529)	(32.513)	(67.071)	(43.336)	(38.414)	(32.564)	0	0	0	0	0	0
Flujo a los Accionistas	60.997	(34.876)	(18.529)	(17.039)	14.996	38.564	66.262	124.348	157.012	195.617	238.399	291.807	291.686
Dividendos	0	(32.000)	0	0	0	(46.841)	(62.350)	(85.349)	(104.199)	(136.774)	(159.780)	(194.443)	(231.366)
Variación en la caja	60.997	(66.876)	(18.529)	(17.039)	14.996	(8.276)	3.912	38.999	52.813	58.843	78.620	97.364	60.319

GCO Flujo de Fondos (miles de US\$)

	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBITDA	24.274	23.200	18.219	22.751	25.302	27.906	31.244	34.486	37.963	41.253	43.856	46.586	40.425
Variacion Capital de Trabajo	849	763	(2.928)	2.487	821	831	619	512	500	507	539	537	533
Impuestos	(3.804)	(2.556)	402	(3.873)	(5.111)	(6.279)	(7.706)	(8.834)	(9.988)	(11.006)	(11.670)	(12.154)	(8.826)
Otros	(435)	2.709	(1.559)	(956)	(796)	(665)	(575)	(510)	(452)	(401)	(356)	(316)	(280)
Cash flow Operativo	20.885	24.116	14.134	20.410	20.216	21.794	23.582	25.655	28.023	30.353	32.370	34.653	31.852
Total Inversiones	(9.113)	(23.909)	(9.805)	(6.664)	(6.862)	(7.079)	(7.253)	(7.431)	(7.613)	(7.800)	(7.991)	(8.186)	(8.386)
Free Cash Flow	11.772	207	4.329	13.745	13.354	14.715	16.329	18.224	20.410	22.554	24.379	26.467	23.465
Flujo de Financiación	7.904	(11.279)	(10.066)	(18.426)	(9.921)	(7.343)	(5.381)	0	0	0	0	0	0
Flujo a los Accionistas	19.677	(11.072)	(5.737)	(4.681)	3.433	7.372	10.949	18.224	20.410	22.554	24.379	26.467	23.465
Dividendos	0	(10.159)	0	0	0	(8.954)	(10.302)	(12.508)	(13.545)	(15.769)	(16.339)	(17.636)	(18.613)
Variación en la caja	19.677	(21.231)	(5.737)	(4.681)	3.433	(1.582)	646	5.716	6.865	6.784	8.040	8.831	4.853

Ratios	2005	2006	2007	2008	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ratios de rentabilidad														
Margen Bruto	72%	73%	66%	54%	55%	57%	58%	60%	61%	63%	64%	65%	65%	56%
Margen de EBITDA	58%	58%	51%	37%	40%	42%	43%	46%	48%	50%	51%	52%	53%	44%
Margen Operativo	22%	28%	17%	1%	11%	17%	23%	28%	31%	34%	37%	38%	38%	26%
Margen Neto	4%	4%	-1%	-13%	-3%	3%	10%	16%	19%	21%	23%	24%	24%	16%
ROA	0,8%	0,8%	-0,2%	-4,1%	-1,5%	2,0%	8,0%	16,2%	22,5%	27,9%	33,1%	36,7%	39,7%	33,5%
ROE	1,2%	1,3%	-0,4%	-6,9%	-2,4%	3,0%	11,4%	21,8%	30,7%	38,1%	45,5%	50,4%	54,7%	49,3%
ROIC	4,8%	4,6%	3,4%	0,6%	4,5%	8,7%	15,1%	23,9%	30,7%	38,1%	45,5%	50,4%	54,7%	49,3%
Ratios de Eficiencia														
Rotación Activos	0,20x	0,21x	0,26x	0,30x	0,44x	0,58x	0,80x	1,03x	1,18x	1,31x	1,45x	1,55x	1,66x	2,04x
días de cobranza	10	10	12	11	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
días de pago promedio	217	107	74	64	130	130	130	130	130	130	130	130	130	130
Ratios de Liquidez														
Liquidez Corriente	0,68x	2,07x	1,22x	1,00x	0,98x	1,24x	0,97x	0,97x	1,44x	1,93x	2,32x	2,76x	3,18x	3,21x
Liquidez ácida	0,68x	2,07x	1,22x	1,00x	0,98x	1,24x	0,97x	0,97x	1,44x	1,93x	2,32x	2,76x	3,18x	3,21x
Liquidez Absoluta	0,43x	1,85x	1,01x	0,78x	0,59x	0,84x	0,56x	0,55x	1,01x	1,48x	1,87x	2,29x	2,71x	2,74x
Capital de Trabajo / ventas	-12%	-12%	-12%	-7%	-11%	-14%	-12%	-11%	-10%	-9%	-8%	-8%	-7%	-7%
Ratios de Endeudamiento														
Ratio Pasivo / PN	0,56	0,67	0,72	0,69	0,57	0,48	0,43	0,35	0,36	0,37	0,38	0,37	0,38	0,47
Ratio Pasivos / Activos	36%	40%	42%	41%	36%	32%	30%	26%	27%	27%	27%	27%	27%	32%
Ratio EBITDA/INTERESES	3,2x	3,7x	3,1x	2,5x	3,4x	4,9x	9,6x	30,8x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Ratio Deuda neta/EBITDA	1,59	1,10	1,44	2,24	1,75	1,36	0,83	0,23	0,03	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00