



Buenos Aires, 2 de diciembre 2011

Grupo Concesionario del Oeste S.A.

OEST.BA/MERVAL

Continuando la cobertura: *La etapa madura de la concesión y el entorno favorece un desempeño económico positivo de la firma.*

Recomendación: Market Outperform

Price: AR \$ 1,65 Merval: 2629 Merval25: 2689

- Motivado al crecimiento económico argentino se prevé un impacto positivo sobre el desempeño económico de la empresa.
- El aumento en el tráfico cobrara preponderancia al indexar precios con inflación
- Bajos requerimientos de inversión en la concesión para los próximos años.
- El precio objetivo para los próximos 12 meses es de **AR\$ 2,39**

Valuacion	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS	\$-0,03	\$ 0,07	\$0,08	\$0,20	\$0,38
P/E	11,42x	20,87x	8,25x	6,28x	5,40x
CFPS	0,15	0,33	0,44	0,57	0,69
P/CFPS	10,97x	5,00x	4,19x	3,79x	3,5x

Datos de Mercado

CapitalizaciónBursátil (AR\$ MM)	264,00	Rango precios 52 semanas (AR\$)	1,43 – 2,43
Valor de la Empresa (AR\$ MM)	294,11	Valor libros por acción	AR\$ 2,01
Acciones Emitidas (MM)	160,00	Vol. Promedio diario (3 meses)	5.720
Free Float (MM)	48,00		

Información de la Organización

Locación: Buenos Aires, Argentina

Industria: Concesión de Autopista

Descripción: Consorcio de empresas que posee la concesión de uno de los corredores viales más importantes de la Argentina hasta el año 2018. Sus ingresos se deben en su totalidad al cobro de peajes.

Actividad principal: Construcción, remodelación, reparación, conservación, administración y explotación del Acceso Oeste de la ciudad de Buenos Aires.

Website: www.auoeste.com.ar

Analistas:

Carlos Márquez
Juan Olano
Rafael Velásquez

Tutor:

Santiago Linchutt

The BURKENROAD REPORTS are produced solely as a part of an educational program of TulaneUniversity's A.B. Freeman School of Business. The reports are not investment advice and you should not and may not rely on them in making any investment decision. You should consult an investment professional and/or conduct your own primary research regarding any potential investment.

2011

Financial Reports
UB Business School
Burkenroad Latinoamérica (Argentina)

EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN

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



ESTUDIOS ANTERIORES

En relación con estudios anteriores, se observan ciertas concordancias con el análisis actual, en especial desde el punto de vista de las tendencias y la evolución del desempeño de la empresa. La conclusiones llegadas en el ultimo informe el cual fue realizado el 1° de diciembre de 2010 y se establecía un precio objetivo de 2,69AR\$ para los próximos meses, siendo su precio real al cierre de esta fecha de 1,67 AR\$, esto se puede explicar por una la caída general del mercado que se profundizó durante el segundo semestre del año. En el presente estudio continuaremos con los puntos señalados en el informe anterior.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se le asigna a la firma GCO (Grupo Concesionario del Oeste S.A) la calificación MarketOutperform, recomendando la inversión en este activo con un precio objetivo para los próximos 12 meses de AR\$ 2,39. La concesión se encuentra en una etapa madura donde los grandes desembolsos en inversiones han sido realizados y las principales obligaciones han sido cumplidas. Además, en el marco legislativo se ha hecho con el derecho de aumentar sus tarifas en función a los aumentos que en sus costos se den por causas inflacionarias.

En la actualidad la empresa es generadora de un flujo de fondos importante cuyos principales aceleradores son los ingresos, quienes a su vez aumentan en función de un mayor tráfico y una mayor tarifa. Por esto último es que indexar tarifas con costos permite que el aumento del flujo vehicular impacte de forma directa sobre los beneficios de la firma. Un detalle que respalda esto último es la posición financiera de la empresa, que en un plazo de un año espera liquidar las obligaciones que mantiene.

Conviene repasar entonces como la empresa evoluciona en estos tres puntos claves: tarifas versus costos, costos como parte de los ingresos y nivel del ingreso comprometido por deuda financiera (intereses).

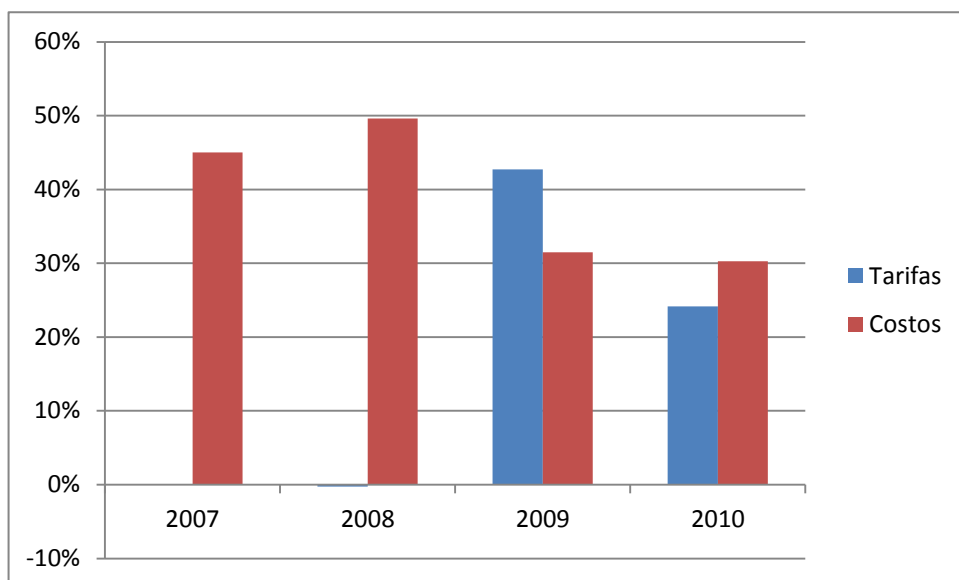


Ilustración "Crecimiento Interanual Porcentual". Fuente: Elaboración propia a partir de informes financieros de GCO.

La evolución tarifaria, estancada en los años 2007 y 2008, repunta en los años siguientes ubicándose a niveles similares a los de las variaciones en la estructura de costos. Esto es favorable de cara al desempeño económico futuro. En el año 2009 la variación porcentual de las tarifas excedió al de la estructura de costos como parte de una política compensatoria por la no discusión de los aumentos tarifarios en años anteriores. Por lo tanto, esperamos que en los próximos años el Gobierno autorice incrementos de tarifas proporcionales a los aumentos de costos.

Con este escenario, los cambios permitieron a la empresa sanear en parte su situación económica.

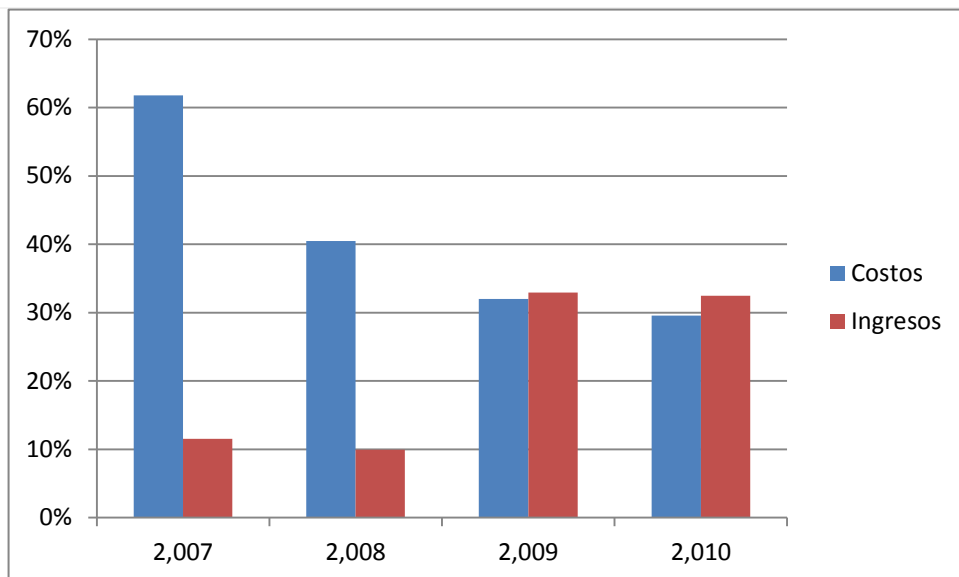


Ilustración 2 “Evolución Interanual”. Fuente: Elaboración propia a partir de informes financieros de GCO.

Los costos comienzan a disminuir el ritmo de crecimiento y en contraparte los ingresos de la empresa comienzan, a partir del 2009, a crecer a un ritmo mayor, como consecuencia de la favorable negociación alcanzada con el gobierno.

	2007	2008	2009	2010
Interes / EBITDA	0,06	-0,03	0,15	0,05
Deuda Neta / EBITDA	2,02	2,33	1,43	0,76

Ilustración 3 “Ratios de Cobertura”. Fuente: Elaboración propia a partir de informes financieros de GCO

Estos tres puntos explican la situación de la empresa en este momento.

TESIS DE INVERSIÓN

Nuestro precio objetivo se basa en los siguientes supuestos;

Estabilización del crecimiento económico

Estando vinculado directamente el crecimiento económico de la Argentina con el tráfico que circula por la concesión, es de esperar que el crecimiento de la economía argentina impacte positivamente sobre el desempeño económico de la empresa.

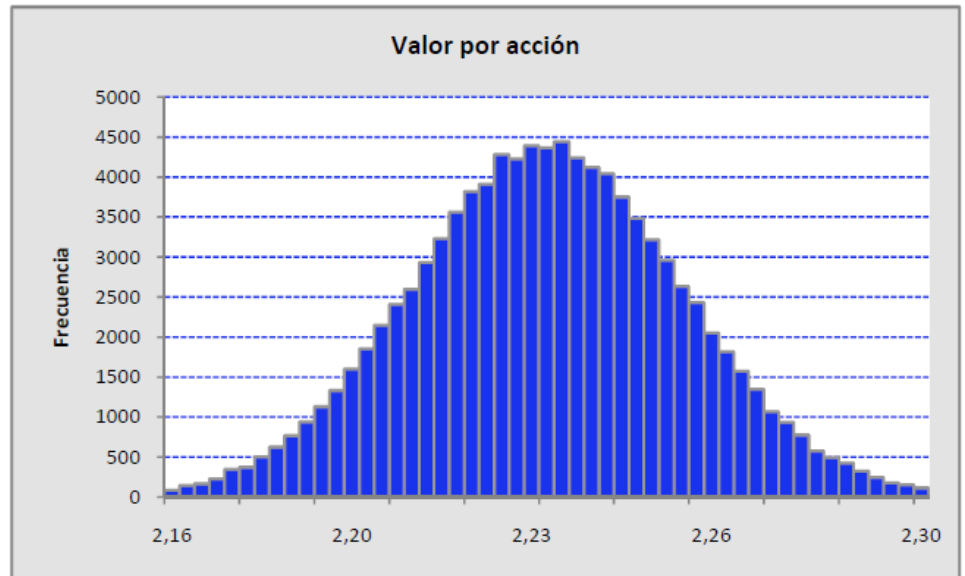
Ajuste tarifarios

Durante un largo periodo el desempeño económico de la empresa estuvo condicionado por el congelamiento de las tarifas, lo que obligó a la empresa a enfrentar fuertes gastos en la concesión y presiones en su estructura de costos con ingresos estancados.

En la actualidad, y gracias a la negociación con el estado argentino, las tarifas son indexadas en función de los incrementos que la empresa va sufriendo en su estructura de costos. Por esta razón, es pieza clave la

	persistencia de este modelo de ajuste tarifario en la valuación realizada.																						
<i>Bajos requerimientos de inversion</i>	Dado que los mayores gastos de inversión fueron realizados en los primeros años de la concesión, y en la actualidad los gastos incurridos son por motivos de conservación y mantenimiento otorga a la empresa una sólida posición financiera.																						
VALUACION DE LA EMPRESA	<p>Mediante el método de los flujos de fondos descontados (DCF) se realiza la valuación de la empresa en función a los flujos proyectados hasta el final de la concesión, siempre a precios corrientes y expresados en moneda local. Hecho esto, se obtuvo un valor de la acción objetivo de AR\$ 2,39.</p> <p>Al tratarse de una concesión y proyectar hasta el final de la misma, no se presupone una renovación de la concesión o la entrada en otra nueva al final de ésta.</p> <p>Se considera el pago de indemnizaciones a los trabajadores al finalizar el plazo de la misma.</p> <table border="1" data-bbox="619 987 1449 1189"> <thead> <tr> <th colspan="2">Tabla 1. Datos asumidos en la valuacion</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tasa libre de riesgo</td> <td>3,10%</td> </tr> <tr> <td>Prima de mercado</td> <td>6,70%</td> </tr> <tr> <td>Riesgo pais</td> <td>6,03%</td> </tr> <tr> <td>Beta de la industria</td> <td>0,99</td> </tr> </tbody> </table> <p>Realizando la valuación mediante el método mencionado, se obtiene:</p> <table border="1" data-bbox="552 1346 1517 1574"> <thead> <tr> <th colspan="2">Tabla 2. Resultado de la valuacion (Millones de AR\$)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Valor presente de los flujos de fondos</td> <td>317</td> </tr> <tr> <td>Valor de la deuda neta</td> <td>64</td> </tr> <tr> <td>Total valor equity</td> <td>382</td> </tr> <tr> <td>Cantidad de acciones</td> <td>160</td> </tr> <tr> <td>Valor accion</td> <td>2,39</td> </tr> </tbody> </table>	Tabla 1. Datos asumidos en la valuacion		Tasa libre de riesgo	3,10%	Prima de mercado	6,70%	Riesgo pais	6,03%	Beta de la industria	0,99	Tabla 2. Resultado de la valuacion (Millones de AR\$)		Valor presente de los flujos de fondos	317	Valor de la deuda neta	64	Total valor equity	382	Cantidad de acciones	160	Valor accion	2,39
Tabla 1. Datos asumidos en la valuacion																							
Tasa libre de riesgo	3,10%																						
Prima de mercado	6,70%																						
Riesgo pais	6,03%																						
Beta de la industria	0,99																						
Tabla 2. Resultado de la valuacion (Millones de AR\$)																							
Valor presente de los flujos de fondos	317																						
Valor de la deuda neta	64																						
Total valor equity	382																						
Cantidad de acciones	160																						
Valor accion	2,39																						
<i>Sensibilidad de la valuación</i>	<p>Para el análisis de sensibilidad de la valuación es realizada una simulación de Monte Carlo en la que se define, como variable dependiente el valor de la acción o precio objetivo. Los supuestos seleccionados para medir el impacto de variaciones de estos sobre la variable explicada han sido el crecimiento económico y la inflación, siendo que se seleccionan estos por la particular estructura de generación de ingresos que definen a la empresa.</p> <p>Ambas variables macroeconómicas son fundamentales y determinan directamente el camino que ha de transitar la empresa desde el punto de</p>																						

vista económico. En este sentido se identifican en función de las observaciones históricas que ambas variables presentan una distribución normal de media igual al valor proyectado y con un desvío estándar del 10%. En función de ello se introducen los datos obteniendo la siguiente salida.



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 transito 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

	<p>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.</p> <p>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 secretaría 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.</p>
<i>Factores claves de la industria</i>	<p>Los factores claves para entender la posición de este tipo de negocios son tres.</p> <ul style="list-style-type: none"> • En primer lugar la relación y proporción que de los ingresos se dedica a cubrir costos. En este sentido, se necesita conocer el margen EBITDA y su evolución a fin de conocer el impacto real del aumento tarifario sobre los beneficios de la empresa. • El nivel de los compromisos cumplidos y restantes. Las erogaciones en obras suelen ser decrecientes, siendo desde cuantiosas en el inicio hasta casi nulas y de mantenimiento sobre el final. • La estructura financiera y cómo evoluciona a lo largo de la concesión, suele guardar estrecha relación con el punto anterior.
<i>Análisis FODA</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Fortalezas <ul style="list-style-type: none"> ○ Generación continua y estable de ingresos. ○ Gran parte de las obligaciones cumplidas. • Debilidades <ul style="list-style-type: none"> ○ Los aumentos de las tarifas, si bien se acordó su aumento progresivo, continúa siendo un derecho exclusivo del Estado Nacional. ○ El <i>delay</i> que se produce entre la negociación salarial (que

	<p>presiona sobre los costos), y el aumento tarifario, vulnera de alguna manera los beneficios de la firma.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Oportunidades. <ul style="list-style-type: none"> ○ Las expectativas de crecimiento económico y una mayor concentración de la población hacia la zona en que está el derecho de explotación favorecerá el aumento del tráfico por sus vías. • Amenazas. <ul style="list-style-type: none"> ○ Posibilidad de pronto fin de la concesión por parte del Estado Nacional. ○ Rutas alternas permiten circular por la zona sin necesidad de hacer uso del servicio ofrecido por la empresa.
<p>DESCRIPCION DE LA EMPRESA</p>	<p>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.</p> <p>El acceso oeste está compuesto por aproximadamente 52 kilómetros de autopistas que atraviesan los partidos de Tres de Febrero, Morón, Itzaingó, 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 continúa) para acordar una nueva ecuación económico-financiera de la concesión acorde a la nueva situación económica del país.</p>
<p><i>Ingresos</i></p>	<p>El 98% de los ingresos actuales derivan del cobro de peajes mientras que el resto corresponde a ingresos comerciales.</p> <p>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.).</p> <p>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.</p>

		Tabla 4. Transito Historico					
		2007	2008	2009	2010		
		Volumen de Vehiculos	102.324.268	112.797.071	105.091.149	112.124.637	
		Crecimiento Anual	9%	10%	-7%	7%	
		Sin embargo, teniendo en cuenta el incremento del volumen de vehículos que utiliza la infraestructura se ha podido observar que el aumento de las tarifas no siempre acompañó al incremento de dicho volumen, mediante las negociaciones sostenidas con el gobierno nacional a partir del 2009 hubo una actualización de las tarifas logrando el reconocimiento de los mayores costos incurridos.					
<i>Estructura de Costos</i>	Se caracteriza mayormente por ser costos fijos los cuales tienen poca relación con el volumen de tránsito.						
		Tabla 5. Estructura de costos					
		Sueldos, Jornales y Honorarios	52%				
		Mantenimiento y conservacion	19%				
		Impuestos y Tasas	9%				
		Otros	20%				
		Se puede observar que los sueldos y jornales representan más de la mitad de los costos en el año 2011E, los cuales se ven incrementados anualmente por las negociaciones sindicales influyendo directamente sobre la rentabilidad del Grupo por la demora en la actualización de las tarifas.					
		Tabla 6. Margen de Rentabilidad					
		2007	2008	2009	2010	2011E	
		Margen EBITDA	51%	37%	38%	39%	35%
<i>Inversiones</i>	Las inversiones restantes en la concesión se pueden separar en dos tipos; las inversiones de mantenimiento que son alrededor de 17 millones de AR\$ para cada año indexándole la inflación de cada periodo y las inversiones contractuales las cuales ya fueron ejecutadas quedando pendiente al momento 65 millones de AR\$ para los últimos 8 años de concesión que al igual deben ser indexadas anualmente.						
<i>Delude</i>	Se emitieron obligaciones negociables para el financiamiento de las operaciones las cuales se han ido pagando en tiempo y forma, quedando pendiente nada más 22 millones de AR\$ que culminan a finales del año 2012.						
DESCRIPCION	El directorio de la sociedad se encuentra integrado por importantes ejecutivos que pertenecen al staff de las principales empresas accionistas,						

**DE LA
GERENCIA**

por lo que cuentan con amplia experiencia en el ramo:

Presidente:

Gonzalo Ferre Moltó

Vicepresidente:

Javier Carol Vilarasau

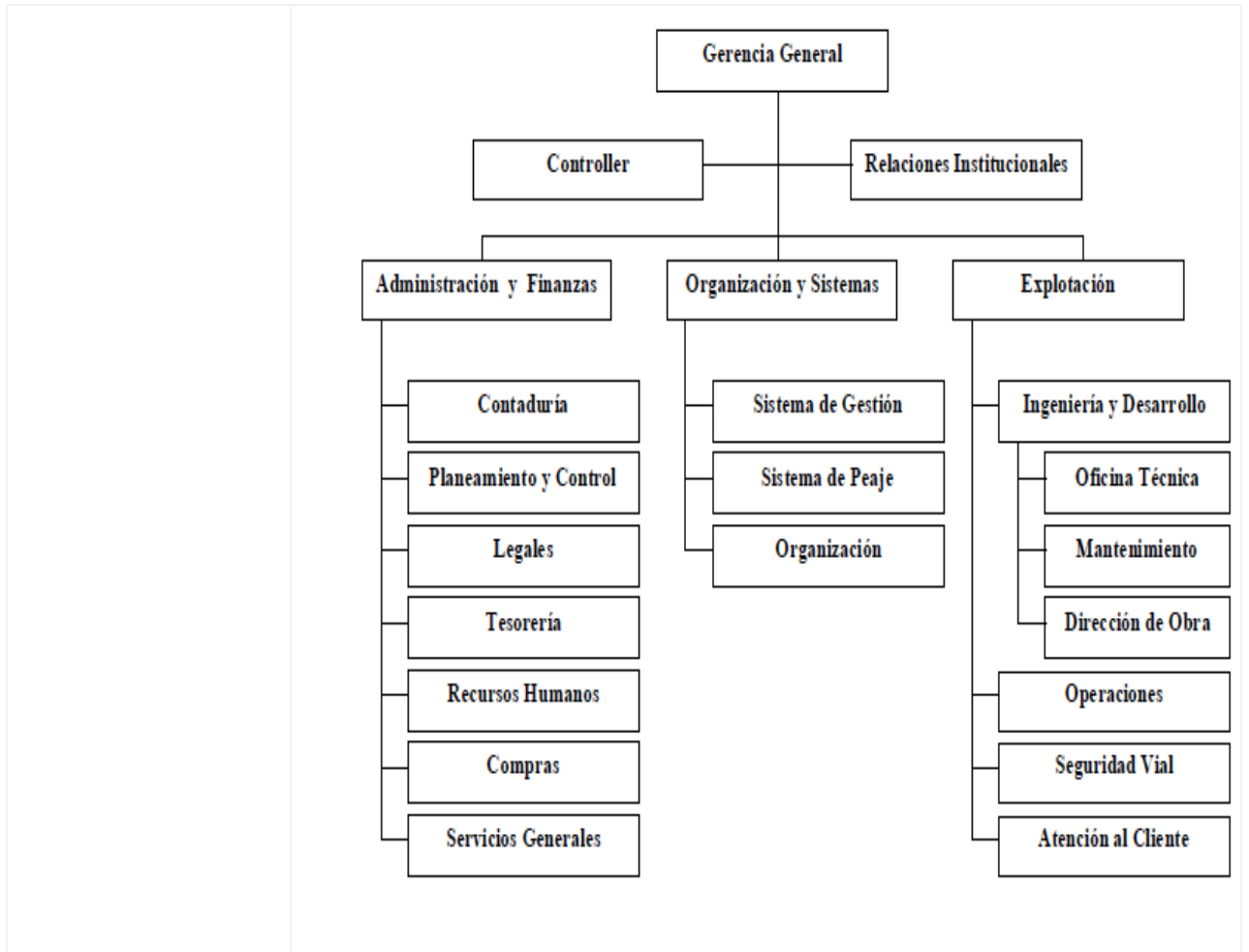
Directores Titulares:

Krishnan Tan Boon Seng
Alfredo Mac Laughlin
Julio Pedro Naveyra
Carlos Alberto Staino
Claudio Fabian Carballeira

Directores Suplentes:

Jorge Graells Ferrández
Adam John Eleod
Marcelo Fabián Benaglia
Uriel Federico O' Farrell
Guillermo Varela
Gerardo García Gorostidi
Damián Camacho

El organigrama actual de la sociedad es el siguiente:



<p>ANÁLISIS DE RIESGO</p> <p><i>Riesgo Regulatorio</i></p> <p><i>Riesgo de finalización anticipada de la concesión</i></p> <p><i>Riesgos Operacionales</i></p> <p><i>Riesgos Financieros</i></p>	<p>La industria en la cual se desempeña GCO se encuentra regulada por el estado, lo que se traduce que toda negociación de tarifas depende de la aprobación gubernamental, por lo cual se debe tomar en cuenta que el reconocimiento del incremento de los costos a consecuencia de la inflación no se verá inmediatamente compensados con el incremento de las tarifas.</p> <p>La misma se puede dar por terminada de acuerdos a los 2 motivos siguientes:</p> <p>Motivos imputables a la sociedad. La sociedad cobrara una indemnización por la inversión no amortizada en bienes, obras e instalaciones, pero perderá las garantías presentadas y se le aplicaran ciertas reducciones al monto final en concepto de penalidad.</p> <p>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.</p> <p>Este riesgo se encuentra principalmente representado por el impacto inflacionario sobre los aumentos de los salarios del personal, que no puedan ser compensados mediante incrementos en las tarifas de los peajes, de esta manera socavando los márgenes de rentabilidad.</p> <p>En el momento de la valuación el % de deuda que posee la empresa es muy bajo, por lo que las tasa de interés local o la variabilidad de la misma no impactaría en el resultado de la misma.</p>
---	--

<p>ANALISIS HISTORICO Y PROYECCIONES ECONOMIC FINANCIERAS</p> <p><i>Supuestos Macroeconómicos</i></p>	<p>El precio objetivo tiene los siguientes supuestos:</p> <p>Los datos históricos indican una fuerte relación entre los volúmenes de transito de GCO con los indicadores de actividad económica argentina (PBI), por lo tanto y de acuerdo al análisis de regresión realizado se estima una correlación de 1,1x entre los volúmenes de tránsito y el crecimiento del PBI para nuestras proyecciones hasta el final de la concesión</p> <p>Dependent Variable: TEQ Method: Least Squares Date: 11/11/11 Time: 16:14 Sample: 2006M01 2010M12 Included observations: 60</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Variable</th> <th>Coefficient</th> <th>Std. Error</th> <th>t-Statistic</th> <th>Prob.</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB</td> <td>1.102584</td> <td>0.008588</td> <td>124.8983</td> <td>0.0000</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <tbody> <tr> <td>R-squared</td> <td>0.996179</td> <td>Mean dependent var</td> <td>0.007833</td> </tr> <tr> <td>Adjusted R-squared</td> <td>0.996179</td> <td>S.D. dependent var</td> <td>0.066437</td> </tr> <tr> <td>S.E. of regression</td> <td>0.004107</td> <td>Akaike info criterion</td> <td>-8.135799</td> </tr> <tr> <td>Sum squared resid</td> <td>0.000995</td> <td>Schwarz criterion</td> <td>-8.100893</td> </tr> <tr> <td>Log likelihood</td> <td>245.0740</td> <td>Durbin-Watson stat</td> <td>1.471106</td> </tr> </tbody> </table>	Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	PIB	1.102584	0.008588	124.8983	0.0000	R-squared	0.996179	Mean dependent var	0.007833	Adjusted R-squared	0.996179	S.D. dependent var	0.066437	S.E. of regression	0.004107	Akaike info criterion	-8.135799	Sum squared resid	0.000995	Schwarz criterion	-8.100893	Log likelihood	245.0740	Durbin-Watson stat	1.471106
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.																											
PIB	1.102584	0.008588	124.8983	0.0000																											
R-squared	0.996179	Mean dependent var	0.007833																												
Adjusted R-squared	0.996179	S.D. dependent var	0.066437																												
S.E. of regression	0.004107	Akaike info criterion	-8.135799																												
Sum squared resid	0.000995	Schwarz criterion	-8.100893																												
Log likelihood	245.0740	Durbin-Watson stat	1.471106																												
<p><i>Supuestos Operativos</i></p>	<p>Aunque los ajustes tarifarios no se otorgan en tiempo y forma trayendo como consecuencia que la sociedad tenga que soportar la demora de los mismos, Se puede observar que el mayor porcentaje de costos del grupo son de carácter fijo, por lo que se puede asumir que seguirán la tendencia de la inflación.</p>																														
<p><i>Supuestos Financieros</i></p> <p><i>Supuestos de Inversión</i></p>	<p>La solidad posición financiera que la sociedad demuestra al día de hoy, garantiza el cumplimiento de las obligaciones negociables contraídas. En consecuencia se tomaron los cronogramas de amortizaciones e intereses en los prospecto de emisión de dichos instrumentos financieros.</p> <p>Las inversiones más fuertes contraídas con la concesión ya fueron realizadas, por, lo que las inversiones pendientes de ejecución son las necesarias para el mantenimiento y conservación de la concesión.</p>																														

FUENTES DE INFORMACION	<p>Órgano de Control de Concesiones Viales www.occovi.gov.ar Asociación Argentina de Carreteras www.aacarreteras.org.ar Autopista del Oeste www.aoeste.com.ar Comisión Nacional de Valores. www.cnv.gob.ar Damodaran online www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</p>
-------------------------------	---

Historical and Projected Balance Sheet in AR\$'000

	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
ASSETS											
Total Asset	519.504	499.906	490.668	451.863	475.889	547.738	648.053	799.732	1.022.434	1.291.660	1.584.928
Current Assets	49.147	58.936	110.798	121.225	192.115	309.700	455.326	623.754	814.474	1.051.266	1.311.599
Cash and equivalents ST	38.201	43.713	89.951	96.804	162.004	275.002	415.402	577.806	761.580	990.360	1.241.453
Cash	4.351	6.368	6.923	9.926	12.049	13.375	14.846	16.479	18.291	20.303	22.537
Investments (ST)	33.850	37.345	83.027	86.877	149.955	261.628	400.557	561.327	743.288	970.057	1.218.916
Commercial receivable	8.778	11.811	17.732	20.083	24.845	28.852	33.435	38.746	44.900	52.032	60.297
Accounts receivable	5.533	9.073	13.443	14.477	17.911	20.799	24.103	27.931	32.368	37.509	43.467
Other receivable	3.245	2.738	4.289	5.605	6.935	8.053	9.332	10.814	12.532	14.523	16.830
Stocks	1.825	2.254	2.704	3.839	4.660	5.172	5.741	6.373	7.074	7.852	8.715
Other Assets	343	1.158	412	500	606	673	747	829	921	1.022	1.134
Non Current Assets	470.357	440.969	379.870	330.639	283.774	238.038	192.727	175.978	207.960	240.394	273.329
Stocks	7.903	8.443	10.090	-	-	-	-	-	-	-	-
Fixed Asset	462.454	432.526	369.780	330.639	283.774	238.038	192.727	175.978	207.960	240.394	273.329
Investments	462.454	414.859	354.446	315.304	268.440	222.703	177.393	160.644	192.626	225.059	257.994
Intangible Assets		17.667	15.334	15.334	15.334	15.334	15.334	15.334	15.334	15.334	15.334
LIABILITIES											
Total Liabilities	212.916	197.543	181.805	129.337	119.885	129.900	141.308	154.363	169.309	186.425	206.034
Current Liabilities	48.938	67.059	88.465	58.352	71.255	81.270	92.678	105.733	120.678	137.795	157.404
Accounts Payable	11.182	12.536	17.311	23.171	27.732	30.727	34.106	37.858	42.023	46.645	51.776
Financial debt and Corporate l	25.251	31.270	38.428	-	-	-	-	-	-	-	-
Financial debt	25.251	31.270	38.428	-	-	-	-	-	-	-	-
Social and Fiscal liabilities	8.244	18.645	27.516	27.442	33.950	39.425	45.688	52.945	61.355	71.100	82.394
Fiscal liabilities	2.272	10.862	17.061	14.578	18.035	20.944	24.270	28.125	32.593	37.770	43.769
Social liabilities	5.973	7.783	10.455	12.864	15.915	18.482	21.418	24.820	28.762	33.330	38.625
Other liabilities	4.261	4.608	5.210	7.738	9.574	11.118	12.883	14.930	17.301	20.049	23.234
Non Current Liabilities	163.978	130.485	93.340	70.985	48.630	48.630	48.630	48.630	48.630	48.630	48.630
Financial debt and Corporate l	111.578	81.894	44.710	22.355	-	-	-	-	-	-	-
Financial debt	111.578	81.894	44.710	22.355	-	-	-	-	-	-	-
Provisions	7.898	9.983	14.404	14.404	14.404	14.404	14.404	14.404	14.404	14.404	14.404
Social and Fiscal liabilities	9.717	6.382	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034
Fiscal liabilities	9.717	6.382	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034	4.034
Other liabilities	34.785	32.226	30.192	30.192	30.192	30.192	30.192	30.192	30.192	30.192	30.192
EQUITY	306.588	302.362	308.863	322.526	356.004	417.838	506.745	645.369	853.126	1.105.235	1.378.894
Social Capital	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000	160.000
Capital adjustment	18.255	18.255	18.255	18.255	18.255	18.255	18.255	18.255	18.255	18.255	18.255
Legal Reserve	13.155	13.155	13.155	13.155	13.155	13.155	13.155	13.155	13.155	13.155	13.155
Retained earnings	115.177	110.952	117.452	131.115	164.594	226.427	315.334	453.959	661.715	913.824	1.187.483
Income /loss				13.663	33.478	61.834	88.907	138.624	207.757	252.109	273.659
Liabilites + Equity	519.504	499.906	490.668	451.863	475.889	547.738	648.053	799.732	1.022.434	1.291.660	1.584.928

Historical and Projected Income Statement in AR\$'000

Period	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Sales income	157.794	209.794	277.934	342.854	424.158	492.568	570.807	661.474	766.543	888.300	1.029.398
<i>Business Unit 1</i>	<i>157.794</i>	<i>209.794</i>	<i>277.934</i>	<i>342.854</i>	<i>424.158</i>	<i>492.568</i>	<i>570.807</i>	<i>661.474</i>	<i>766.543</i>	<i>888.300</i>	<i>1.029.398</i>
COGS	(72.629)	(95.500)	(124.411)	(163.408)	(198.353)	(220.172)	(244.391)	(271.274)	(301.114)	(334.237)	(371.003)
Gross Income	85.165	114.294	153.524	179.446	225.805	272.396	326.416	390.200	465.429	554.064	658.395
Gross Income Margin	54%	54%	55%	52%	53%	55%	57%	59%	61%	62%	64%
Operating Expenses	(26.318)	(35.093)	(44.798)	(57.979)	(68.705)	(76.263)	(84.652)	(93.964)	(104.300)	(115.772)	(179.977)
Administration Expenses	(17.475)	(20.416)	(30.117)	(38.190)	(45.255)	(50.233)	(55.759)	(61.892)	(68.700)	(76.257)	(136.116)
Commercialization Expenses	(8.843)	(14.676)	(14.681)	(19.789)	(23.450)	(26.030)	(28.893)	(32.071)	(35.599)	(39.515)	(43.862)
EBITDA	58.847	79.201	108.726	121.467	157.100	196.133	241.764	296.237	361.129	438.291	478.418
EBITDA margin	37%	38%	39%	35%	37%	40%	42%	45%	47%	49%	46%
Fixed assets amortization	57.347	67.743	79.907	82.567	85.924	88.255	90.833	67.261	24.068	31.077	35.922
EBIT	1.500	11.458	28.819	38.900	71.176	107.878	150.931	228.976	337.061	407.214	442.496
Financial effects	(25.854)	(10.320)	(9.794)	(8.187)	(8.186)	-	-	-	-	-	-
Generated by Assets	(1.716)	12.420	7.023	-	-	-	-	-	-	-	-
Interes	(1.639)	11.518	5.392								
Diferencias de Cambio	(43)	1.086	1.811								
Otros Resul por Tenenc	(34)	(184)	(179)								
Generated by Liabilities	24.138	22.740	16.818	8.187	8.186	-	-	-	-	-	-
Interes por financiamiento	23.736	22.265	16.375	8.187	8.186	-	-	-	-	-	-
Diferencias de Cambio	1	15	7								
Otros Resul por Tenenc	401	459	436								
Other income/expenses	1.889	2.062	1.904								
EBT	(22.465)	3.201	20.928	30.713	62.991	107.878	150.931	228.976	337.061	407.214	442.496
Income Tax	1.300	7.426	14.427	17.049	29.512	46.044	62.024	90.352	129.305	155.105	168.837
Net Income / Lose	(21.165)	(4.226)	6.500	13.663	33.478	61.834	88.907	138.624	207.757	252.109	273.659

Projected Cash Flow in AR\$'000

Concept	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	38.900	71.176	107.878	150.931	228.976	337.061	407.214	442.496
(+) Amortization/ depreciation	82.567	85.924	88.255	90.833	67.261	24.068	31.077	35.922
(+/-) D Working Capital	1.739	5.090	4.103	4.711	5.398	6.186	7.093	8.135
(-) CAPEX	(33.336)	(39.059)	(42.519)	(45.522)	(50.512)	(56.050)	(63.511)	(68.857)
(-) Tax on EBIT	(19.915)	(32.377)	(46.044)	(62.024)	(90.352)	(129.305)	(155.105)	(168.837)
Free Cash Flow	69.955	90.753	111.673	138.929	160.771	181.961	226.768	248.859
(+) Tax shield	2.866	2.865	-	-	-	-	-	-
Capital Cash Flow	72.820	93.618	111.673	138.929	160.771	181.961	226.768	248.859
(+/-) D Financial Debt	(60.783)	(22.355)	-	-	-	-	-	-
(-) Interests	(8.187)	(8.186)	-	-	-	-	-	-
Equity Cash Flow	3.850	63.078	111.673	138.929	160.771	181.961	226.768	248.859
Initial Cash	83.027	86.877	149.955	261.628	400.557	561.327	743.288	970.057
Accumulated Cash	86.877	149.955	261.628	400.557	561.327	743.288	970.057	1.218.916

Historical and Projected Ratios

Periodo	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Profitability Ratios												
Gross Margin	66%	54%	54%	55%	52%	53%	55%	57%	59%	61%	62%	64%
EBITDA Margin	51%	37%	38%	39%	35%	37%	40%	42%	45%	47%	49%	46%
EBIT Margin (operating margin)	17%	1%	5%	10%	11%	17%	22%	26%	35%	44%	46%	43%
Net Margin	-1%	-13%	-2%	2%	4%	8%	13%	16%	21%	27%	28%	27%
Efficiency Ratios												
Assets Turnover	0,26x	0,30x	0,42x	0,57x	0,76x	0,89x	0,90x	0,88x	0,83x	0,75x	0,69x	0,65x
Inventory turnover	33,68x	39,79x	42,36x	46,01x	42,57x	42,57x	42,57x	42,57x	42,57x	42,57x	42,57x	42,57x
Receivables turnover	25,85x	28,52x	23,12x	20,68x	23,68x	23,68x	23,68x	23,68x	23,68x	23,68x	23,68x	23,68x
# of days Sales in Receivables	12	11	13	15	13	13	13	13	13	13	13	13
# of days Cost of Sales in Inventory	11	9	9	8	9	9	9	9	9	9	9	9
Liquidity Ratios												
Current Ratio	1,22x	1,00x	0,88x	1,25x	2,08x	2,70x	3,81x	4,91x	5,90x	6,75x	7,63x	8,33x
Quick Ratio	1,19x	0,97x	0,85x	1,22x	2,01x	2,63x	3,75x	4,85x	5,84x	6,69x	7,57x	8,28x
working Capital / Sales	-12%	-5%	-7%	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-6%	-6%	-6%
Working capital turnover	-8,04x	-18,81x	-14,78x	-12,48x	-14,28x	-14,58x	-14,84x	-15,06x	-15,27x	-15,49x	-15,70x	-15,91x
Financial Ratios (leverage)												
Total Debt / Equity	45,1%	44,6%	37,4%	26,9%	6,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Debt / Asssets	26%	26%	23%	17%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Interest Cover ratio	3,1x	2,5x	3,6x	6,6x	14,8x	19,2x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x

GCO S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 - (FCF)

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)	90.753	111.673	138.929	160.771	181.961	226.768	248.859
FF (discounted)	62.418	54.113	48.894	43.913	38.688	37.568	32.155
g =							
TV							
Discounted TV							
FCF + TV							
Enterprise Value							
(+) Non operating assets		86.877					
(-) Financial debt		(22.355)					
Equity Value		382.271					
VL	317.749	371.238.327,7	415.250.437,9	432.820.666,9	396.902.941,9	327.927.207,1	194.095.334,0
D/(D+E)	7,04%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Debt (mq)	22.355	-	-	-	-	-	-
(+) Non operating assets	86.877	149.955	261.628	400.557	561.327	743.288	970.057
Equity Value	382.271	521.193	676.878	833.377	958.230	1.071.216	1.218.916

GCO S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 - (CCF)

Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CCF (Nominal)		93.618	111.673	138.929	160.771	181.961	226.768	248.859
FF (discounted)	317.749	63.992	53.780	48.592	43.643	38.449	37.336	31.957
g =	0%							
TV								
Discounted TV	-							-
FFC + TV	317.749							
Enterprise Value	317.749							
(+) Activos No operativos	86.877							
(-) Deuda Financiera	(22.355)							
Equity Value	382.271							

GCO S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 - (ECF)

Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ECF (Nominal)		63.078	111.673	138.929	160.771	181.961	226.768	248.859
FF (discounted)	295.394	42.901	53.512	48.350	43.425	38.258	37.150	31.798
g =	0%							
TV								
Discounted TV	-							-
FFC + TV	295.394							
Equity Value	295.394							
(+) Non operating Assets	86.877							
Equity Value	382.271							
(-) Non operating Assets	(86.877)							
(+) Financial Debt	22.355							
Enterprise Value	317.749							

GCO S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 - (APV)								
Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		90.753	111.673	138.929	160.771	181.961	226.768	248.859
FF (discounted)	315.264	61.930	53.690	48.511	43.570	38.385	37.274	31.904
g =	0%							
TV								
Discounted TV	-							-
FFC + TV	315.264							
Enterprise Value (u)	315.264							
Vu	315.264	371.238	415.250	432.821	396.903	327.927	194.095	-
Tax Shield (Nominal)		3.641	-	-	-	-	-	-
Tax Shield (discounted)	2.485	2.485	-	-	-	-	-	-
Terminal Value								
Discounted TV	-							-
TS + TV	2.485							
Tax Shield Value	2.485							
Enterprise Value (levered)	317.749							
(+) Non operating Assets	86.877							
(-) Financial Debt	(22.355)							
Equity Value	382.271							