



20

Financial Reports
UB Business Scholl
Burkenroad Latinoamérica (Argentina)

UNIVERSIDAD DE
Belgrano
BUENOS AIRES - ARGENTINA

Buenos Aires, 11 de Diciembre 2012

UNIVERSIDAD DE
Belgrano
BUENOS AIRES - ARGENTINA

Grupo Concesionario del Oeste S.A.

OEST.BA/MERVAL

Continuando la cobertura: Elevados índices de liquidez y etapa madura de la inversión permiten un desempeño estable de la empresa.

Recomendación: Market Outperform

Price: AR \$ 1,65

Merval: 2.480,03

Merval25: 2.489,85

- Alta liquidez y endeudamiento decreciente mejoran la performance de la Firma.
- Cambios marginales en el año 2013 se reflejan con un incremento del 5% en el Margen Neto.
- Se mantienen bajos requerimientos de inversión en la concesión para los próximos años.
- El escenario considerado es propicio para la distribución de dividendos.
- El precio objetivo para los próximos 12 meses es de **AR\$ 2,88**.

Valuacion	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
EPS	\$0,04	\$0,14	\$0,16	\$0,37	\$0,57
P/E	40,62x	12,04x	10,58x	4,43x	2,89x
CFPS	0,68	0,73	0,90	1,24	1,57
P/CFPS	2,43x	2,26x	1,83x	1,33x	1,05x

Datos de Mercado

Capitalización Bursátil (AR\$ MM)	264	Rango precios 52 semanas (AR\$)	1,60 – 1,95
Valor de la Empresa (AR\$ MM)	180	Valor libros por acción (AR\$)	1,43
Acciones Emitidas (MM)	160	Vol. Promedio diario (3 meses)	5.362
Free Float (MM)	48		

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 Autónoma de Buenos Aires.

Website: www.auoeste.com.ar

Analistas:

Di Francesco Lionel
Milanesi Jorge
Nicolau, Ariel

Tutor:

Santiago Linchutt

The BURKENROAD REPORTS are produced solely as a part of an educational program of Tulane University'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.

EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN

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



www.finance.yahoo.com

ESTUDIOS ANTERIORES

En relación a estudios anteriores, se observan ciertas diferencias con el análisis actual, en especial desde el punto de vista de las tendencias inflacionarias y del tránsito equivalente pasante. Particularmente destacamos un incremento en las expectativas de inflación y un moderado crecimiento de los autos que circulan en la autopista.

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se le asigna a la firma GCO (Grupo Concesionario del Oeste S.A) la calificación Market Outperform, recomendando mantener la inversión en este activo con un precio objetivo para los próximos 12 meses de AR\$ 2,88. La concesión se encuentra en una etapa madura donde los grandes desembolsos en inversiones han sido realizados y las principales obligaciones han sido cumplidas.

En la actualidad la Empresa es generadora de un importante flujo de fondos. Los principales aceleradores del ingreso son el aumento en el volumen de tránsito pasante junto con el incremento en las tarifas de peaje.

La Empresa emitió Obligaciones Negociables por 150 MM el 23 de Noviembre de 2006, las que han sido canceladas en su totalidad el día 15 de Noviembre de 2012.

Los ratios de cobertura del Grupo muestran su sólida posición financiera:

Período	2007	2008	2009	2010	2011
EBITDA / Intereses	3,1x	2,5x	3,6x	6,6x	9,0x
EBITDA / Deuda Neta	0,5x	0,4x	0,7x	1,3x	2,6x

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

A continuación se detallan los cuadros sobre el comportamiento de los Costos en relación a la Tarifa Promedio y en relación a Ingresos:

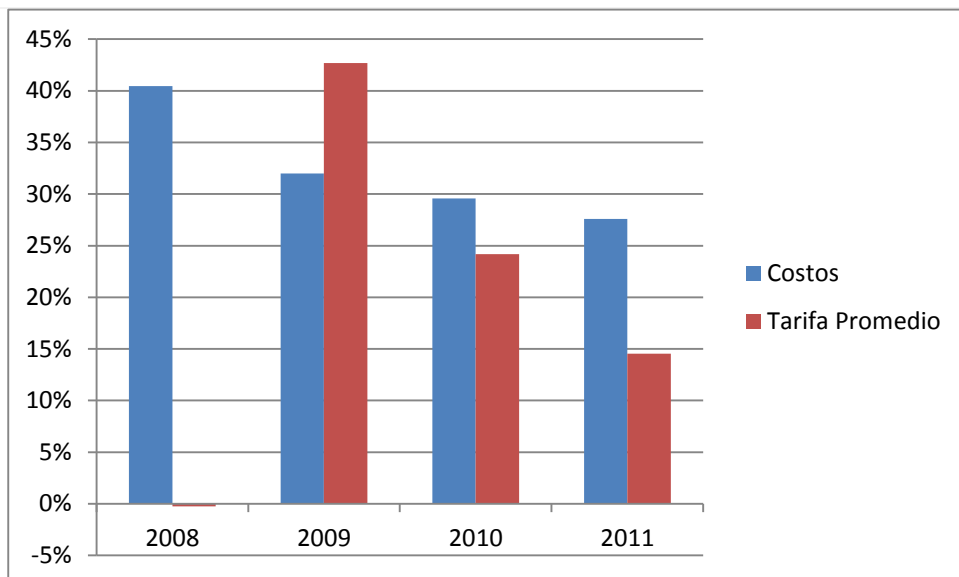


Ilustración “Crecimiento Interanual Porcentual”. Fuente: Elaboración propia a partir de informes financieros de GCO.

La evolución tarifaria, luego de permanecer estancada en los años 2007 y 2008, mostró una mejoría considerable durante el año 2009, luego de los ajustes aprobados por el Estado Nacional con el fin de recomponer la ecuación económico-financiera de la firma. No obstante, podemos apreciar en los años subsiguientes 2010 y 2011 el incremento tarifario no logra compensar el incremento en los costos.

A partir del 14 de abril de 2012, se puso vigencia un nuevo cuadro tarifario por aplicación de la Cláusula Octava del Acuerdo de Renegociación Contractual, aprobado por Resolución de la Dirección Nacional de Vialidad N° 657/2012. Estas tarifas contemplaron las variaciones de precios que afectaron las inversiones, gastos de mantenimiento y explotación por el periodo Julio 2011 a Febrero 2012, lo que significó un incremento promedio del 20% sobre el cuadro tarifario anterior.

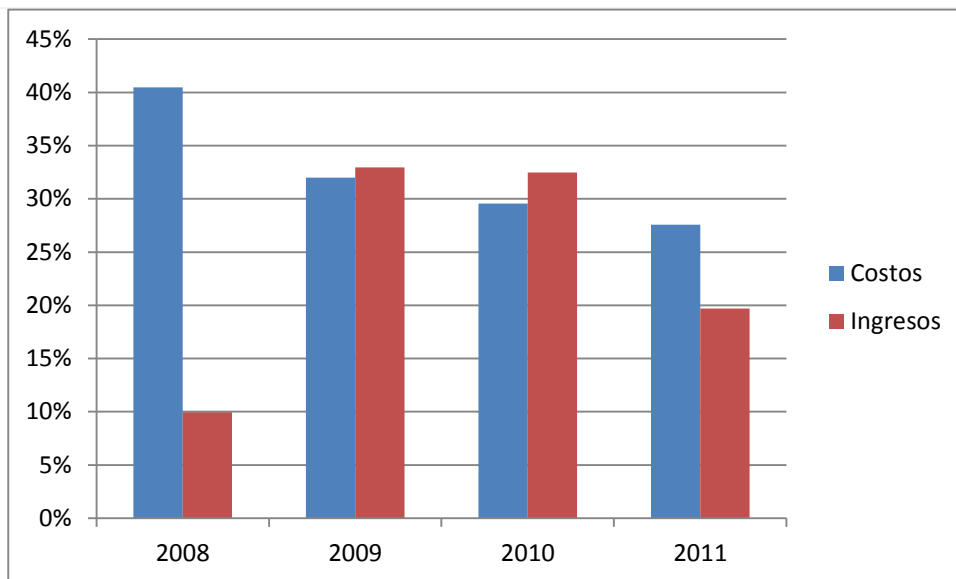


Ilustración 2 “Evolución Interanual”. Fuente: Elaboración propia a partir de informes financieros de GCO.

Los costos muestran una disminución en su ritmo de crecimiento durante el periodo 2008 – 2011 mientras que los ingresos luego de un importante incremento en el año 2009 comienzan a crecer en menor proporción en los años subsiguientes mostrando una importante desaceleración en el año 2011.

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 un menor crecimiento proyectado en comparación a los años anteriores mantenga estable 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 misma 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.

Bajos requerimientos de inversión

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\$ 2,88.</p> <p>Por tratarse de una concesión cuyo vencimiento se hará efectivo en el año 2018, asumimos que no se renovará el contrato.</p> <p>Se considera el pago de indemnizaciones a los trabajadores al finalizar el plazo de la misma tal como el recupero de capital de trabajo y del valor residual de los bienes de uso.</p> <p style="text-align: center;">Tabla 1. Datos asumidos en la valuación</p> <table border="1"> <tr> <td>Tasa libre de Riesgo</td> <td>1,87%</td> </tr> <tr> <td>Prima de mercado</td> <td>6,70%</td> </tr> <tr> <td>Riesgo País</td> <td>6,49%</td> </tr> <tr> <td>Beta de la Industria</td> <td>0,77</td> </tr> </table> <p>Realizando la valuación mediante el método mencionado, se obtiene:</p> <p style="text-align: center;">Tabla 2. Resultados de la Valuación en MM</p> <table border="1"> <tr> <td>Valor presente de los Flujos de Fondos</td> <td>270</td> </tr> <tr> <td>Valor total del Equity</td> <td>259</td> </tr> <tr> <td>Cantidad de Acciones</td> <td>160</td> </tr> <tr> <td>Valor por Acción</td> <td>2,88</td> </tr> </table>	Tasa libre de Riesgo	1,87%	Prima de mercado	6,70%	Riesgo País	6,49%	Beta de la Industria	0,77	Valor presente de los Flujos de Fondos	270	Valor total del Equity	259	Cantidad de Acciones	160	Valor por Acción	2,88
Tasa libre de Riesgo	1,87%																
Prima de mercado	6,70%																
Riesgo País	6,49%																
Beta de la Industria	0,77																
Valor presente de los Flujos de Fondos	270																
Valor total del Equity	259																
Cantidad de Acciones	160																
Valor por Acción	2,88																
<i>Sensibilidad de la valuación</i>	<p>El análisis de sensibilidad ha sido realizado seleccionando las variables de inflación y la tasa de descuento de los flujos de fondos (WACC). Ante un escenario con un crecimiento o una disminución del 10% en ambas variables, observamos que el valor de la empresa se encuentra entre 232 millones y 291 millones. En el caso de una reducción del 10% en la inflación y un incremento en igual proporción en el WACC, el Equity se ve reducido en un 8%. Caso contrario, si consideramos un incremento del 10% en la inflación y una disminución en la misma proporción en el WACC, el Equity aumenta un 3%.</p>																

		Tabla 3: Análisis de Sensibilidad		
		INFLACIÓN		
		90,00%	100%	110,00%
WACC	90,00%	274.191	282.880	291.774
	100%	251.685	259.179	266.849
	110,00%	232.036	238.561	245.240

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 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 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 transito 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

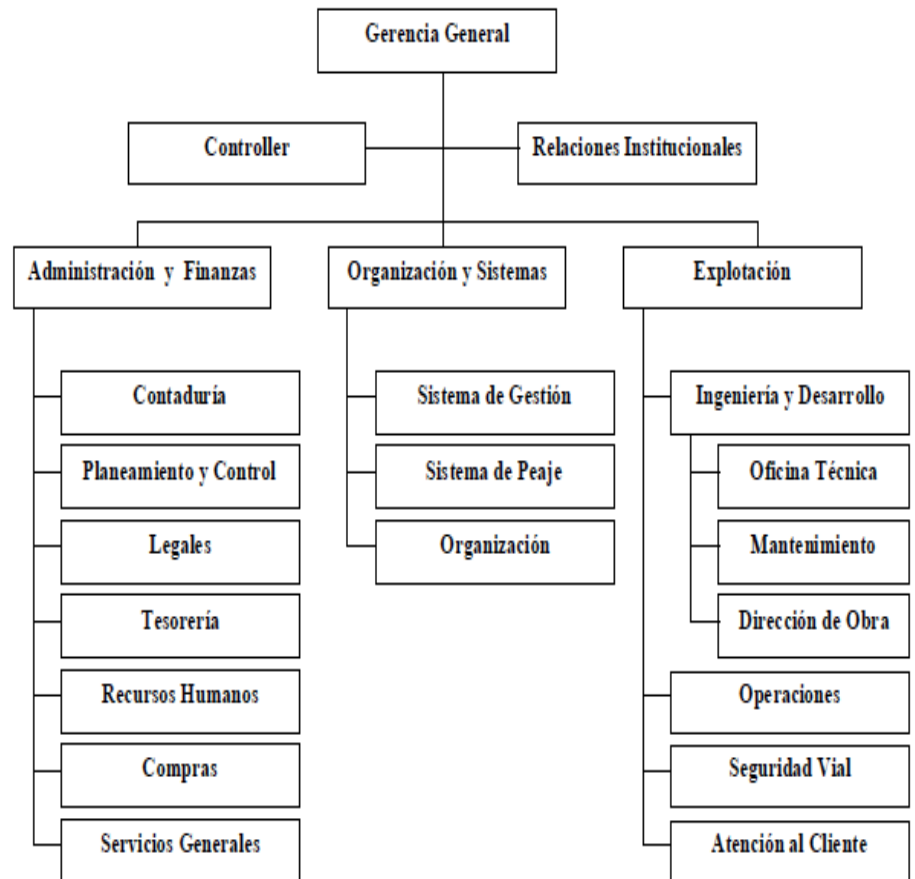
	<p>Control de Concesiones Viales (O.C.CO.VI) un organismo descentralizado de la Secretaría de Obras Públicas. El O.C.CO.VI. es el encargado de ejercer la supervisión, inspección, auditoria y seguimiento del cumplimiento de los contratos de rutas nacionales concesionadas del país a fin de asegurar la calidad de las obras y la prestación del servicio.</p>
<p><i>Factores claves de la industria</i></p>	<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 Utilidad y Margen Bruto. 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 cumplimiento de avance de las Inversiones comprometidas. Las erogaciones en obras suelen ser decrecientes, comienzan siendo muy significativas, y a partir de la etapa madura de la concesión se realizan inversiones de mantenimiento. • La estructura financiera y cómo evoluciona a lo largo de lo concesión, suele guardar estrecha relación con el punto anterior.
<p><i>Análisis FODA</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Fortalezas <ul style="list-style-type: none"> ○ Generación continua y estable de ingresos. ○ Muy buena liquidez. ○ 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 retraso en el aumento tarifario y un elevado poder de negociación salarial por parte de los sindicatos, impacta negativamente en los resultados de la Empresa. • Oportunidades. <ul style="list-style-type: none"> ○ El incremento en la población de la zona de influencia de la Empresa favorecerá el aumento del tráfico por sus vías. • Amenazas. <ul style="list-style-type: none"> ○ Recisión anticipada de la concesión por parte del Estado Nacional. ○ Rutas alternativas permiten circular por la zona sin necesidad de hacer uso del servicio ofrecido por la empresa.

	<ul style="list-style-type: none"> ○ Mejoras en el servicio ferroviario de la línea Sarmiento. 																				
<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 Autónoma 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 55 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 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> <table border="1" data-bbox="555 1563 1513 1724"> <thead> <tr> <th colspan="5" style="text-align: center;">Tabla 4. Tránsito Histórico</th> </tr> <tr> <th style="text-align: left;">Concepto</th> <th style="text-align: center;">2008</th> <th style="text-align: center;">2009</th> <th style="text-align: center;">2010</th> <th style="text-align: center;">2011</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Volumen de Vehículos</td> <td style="text-align: center;">112.797</td> <td style="text-align: center;">105.091</td> <td style="text-align: center;">112.125</td> <td style="text-align: center;">117.170</td> </tr> <tr> <td>Crecimiento Anual</td> <td style="text-align: center;">10,23%</td> <td style="text-align: center;">-6,83%</td> <td style="text-align: center;">6,69%</td> <td style="text-align: center;">4,50%</td> </tr> </tbody> </table> <p>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.</p>	Tabla 4. Tránsito Histórico					Concepto	2008	2009	2010	2011	Volumen de Vehículos	112.797	105.091	112.125	117.170	Crecimiento Anual	10,23%	-6,83%	6,69%	4,50%
Tabla 4. Tránsito Histórico																					
Concepto	2008	2009	2010	2011																	
Volumen de Vehículos	112.797	105.091	112.125	117.170																	
Crecimiento Anual	10,23%	-6,83%	6,69%	4,50%																	

<p><i>Estructura de Costos</i></p>	<p>Se caracteriza principalmente por ser costos fijos los cuales tienen poca relación con el volumen de tránsito.</p> <table border="1" data-bbox="794 315 1520 510"> <thead> <tr> <th colspan="6">Tabla 5. Estructura de Costos</th> </tr> <tr> <th></th> <th>2007</th> <th>2008</th> <th>2009</th> <th>2010</th> <th>2011</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sueldos y Jornales</td> <td>40%</td> <td>48%</td> <td>49%</td> <td>49%</td> <td>52%</td> </tr> <tr> <td>Mantenimiento y Consejo</td> <td>9%</td> <td>11%</td> <td>11%</td> <td>11%</td> <td>12%</td> </tr> <tr> <td>Impuestos y tasas</td> <td>12%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> <td>9%</td> </tr> <tr> <td>Otros</td> <td>38%</td> <td>32%</td> <td>30%</td> <td>30%</td> <td>27%</td> </tr> </tbody> </table> <p>Se puede observar que los sueldos y jornales representan más de la mitad de los costos en el año 2011, 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.</p> <table border="1" data-bbox="794 748 1520 831"> <thead> <tr> <th colspan="6">Tabla 6. Margen de Rentabilidad</th> </tr> <tr> <th></th> <th>2007</th> <th>2008</th> <th>2009</th> <th>2010</th> <th>2011</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Margen EBITDA</td> <td>51%</td> <td>37%</td> <td>38%</td> <td>39%</td> <td>35%</td> </tr> </tbody> </table>	Tabla 5. Estructura de Costos							2007	2008	2009	2010	2011	Sueldos y Jornales	40%	48%	49%	49%	52%	Mantenimiento y Consejo	9%	11%	11%	11%	12%	Impuestos y tasas	12%	9%	9%	9%	9%	Otros	38%	32%	30%	30%	27%	Tabla 6. Margen de Rentabilidad							2007	2008	2009	2010	2011	Margen EBITDA	51%	37%	38%	39%	35%
Tabla 5. Estructura de Costos																																																							
	2007	2008	2009	2010	2011																																																		
Sueldos y Jornales	40%	48%	49%	49%	52%																																																		
Mantenimiento y Consejo	9%	11%	11%	11%	12%																																																		
Impuestos y tasas	12%	9%	9%	9%	9%																																																		
Otros	38%	32%	30%	30%	27%																																																		
Tabla 6. Margen de Rentabilidad																																																							
	2007	2008	2009	2010	2011																																																		
Margen EBITDA	51%	37%	38%	39%	35%																																																		
<p><i>Inversiones</i></p>	<p>Las inversiones restantes en la concesión se pueden separar en tres tipos; las inversiones de mantenimiento que son alrededor de 30 millones de AR\$ anuales, las inversiones en rodados y bienes de uso por 3 millones de AR\$ anuales y las inversiones contractuales las cuales ya fueron ejecutadas mayormente en los primeros años de concesión.</p>																																																						
<p><i>Deuda</i></p>	<p>Se emitieron obligaciones negociables para el financiamiento de las operaciones las cuales se han sido totalmente canceladas en el mes de Noviembre del presente año.</p>																																																						
<p>DESCRIPCION DE LA GERENCIA</p>	<p>El directorio de la sociedad se encuentra integrado por importantes ejecutivos que pertenecen al staff de las principales empresas accionistas, por lo que cuentan con amplia experiencia en el ramo:</p> <p>Presidente: Carlos Alberto Staino</p> <p>Vicepresidente: Javier Carol Vilarasau</p> <p>Directores Titulares: Krishnan Tan Boon Seng Alfredo Mac Laughlin Julio Pedro Naveyra Claudio Fabián Carballeira</p> <p>Directores Suplentes: Roger Emanuel Botto Adam John Eleod Marcelo Fabián Benaglia Uriel Federico O' Farrell</p>																																																						

Guillermo Varela
Gerardo García Gorostidi
Damián Camacho

El organigrama actual de la sociedad es el siguiente:



**COMPOSICION
ACCIONARIA**

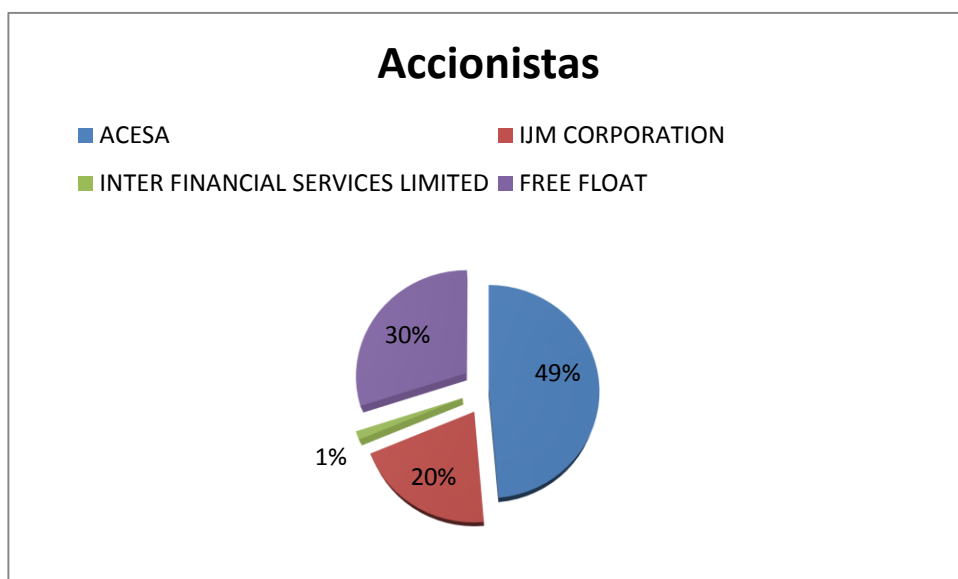
Los principales accionista de la Sociedad son:

Acesa: es una de las más importantes empresas del grupo español ALBERTIS, líder europeo en gestión de infraestructura presente en 17 países. La misma posee 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 la construcción de puentes y caminos.

Inter Financial Services Limited: es una empresa que brinda asesoramiento en planificación de negocios a nivel global, combinados con un asesoramiento jurídico, posee el 1,3% de las acciones de la sociedad.

FREE FLOAT: en 1999 el Grupo Concesionario del Oeste realizó, la oferta publica del 30% de sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires como parte de los requisitos de control establecido 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 los inversores minoristas.



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

<p>ANÁLISIS DE RIESGO <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 Nacional, 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 finalizada por los siguientes motivos:</p> <p><u>Motivos imputables a la Sociedad:</u> 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><u>Por motivos no imputables a la Sociedad:</u> 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 deteriorando los márgenes de rentabilidad.</p> <p>En el momento de la valuación el porcentaje 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>
--	--

**ANALISIS
HISTORICO Y
PROYECCIONES
ECONOMICAS
FINANCIERAS**

*Supuestos
Macroeconómicos*

A partir del análisis histórico de la compañía se puede ver que los ingresos están determinados por la cantidad de autos pagantes que circulan por la autopista y por la tarifa promedio. En el período analizado correspondiente a los años 2007-2011 los ingresos aumentaron a ritmo de una tasa anual compuesta de crecimiento del 23,4% dada por un aumento en la tarifa promedio del 19,3% compuesto anual y un crecimiento del 3,4% compuesto anual del tránsito equivalente pagante.

Este incremento observado en el número de vehículos que transitan por la autopista se corresponde con un crecimiento en el PBI del 6,36% anual compuesto y con un crecimiento de la venta anual de combustible (TACC: 1,34%).

Del comportamiento histórico entre las variables se puede concluir que el número de vehículos que transitan depende positivamente del PBI.

El consumo anual de combustible impacta directamente en el nivel de tránsito vehicular ya que una caída en la venta de combustible implica una reducción en las distancias recorridas o en las frecuencias.

A continuación se detalla el modelo de regresión utilizado para estimar el tránsito pagante del periodo 2011 a 2018:

Dependent Variable: D(TEQ_SA)
Method: Least Squares
Date: 09/30/12 Time: 20:48
Sample (adjusted): 1999Q2 2011Q4
Included observations: 51 after adjustments
Newey-West HAC Standard Errors & Covariance (lag truncation=3)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(COMBUSTIBLE_SA)	0.108322	0.046378	2.335645	0.0236
D(PBI_SA)	0.431571	0.156785	2.752628	0.0083
R-squared	0.433810	Mean dependent var		2972.035
Adjusted R-squared	0.422255	S.D. dependent var		7985.091
S.E. of regression	6069.433	Akaike info criterion		20.29834
Sum squared resid	1.81E+09	Schwarz criterion		20.37410
Log likelihood	-515.6078	Hannan-Quinn criter.		20.32729
Durbin-Watson stat	2.170552			

Principales características del modelo:

- Cumple con las condiciones cualitativas previamente asumidas, es decir, que la cantidad de autos pagantes que circulan por la autopista se relacionan positivamente con el PBI y la venta de combustible.
- Presenta un R2 aceptable, las variables son significativas, no tiene problemas de heteroscedasticidad, ni de autocorrelación, por lo tanto, el modelo puede utilizarse para efectuar predicciones.
- Las variables independientes fueron proyectadas a través de la aplicación de modelos ARMA.
- Las proyecciones obtenidas se encuentran en línea con lo observado en

	la evolución histórica de la Compañía.
<i>Supuestos Operativos</i>	Aunque los ajustes tarifarios no se otorguen en tiempo y forma, se puede observar que el mayor porcentaje de costos son fijos, por lo que se puede asumir que seguirán la tendencia de la inflación.
<i>Supuestos Financieros</i>	La sólida posición financiera de la Empresa garantiza el cumplimiento de las obligaciones contraídas. Se proyectó un nivel de deuda entorno al 15% decreciendo hacia el final de la concesión llegando al año 2016 sin endeudamiento con terceros.
<i>Supuestos de Inversión</i>	Las inversiones más fuertes contraídas por la Empresa, ya fueron realizadas, por lo que las inversiones pendientes de ejecución son las necesarias para el mantenimiento y conservación de la concesión.
FUENTES DE INFORMACION	<ul style="list-style-type: none"> • Órgano de Control de Concesiones Viales www.occovi.gob.ar • Asociación Argentina de Carreteras www.aacarreteras.org.ar • Autopista del Oeste www.auoeste.com.ar • Comisión Nacional de Valores. www.cnv.gob.ar • Damodaran online www.pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ • Ministerio de Economía. www.mecon.gob.ar • INDEC www.indec.gob.ar • CNRT Comisión Nacional de Transporte y Seguridad Vial www.cnrt.gov.ar • Yahoo Finance www.finance.yahoo.com

Historical and Projected Balance Sheet in AR\$'000

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
ASSETS												
Total Asset	562.586	519.504	499.906	490.668	408.962	445.644	522.456	614.015	765.972	976.631	1.205.786	1.243.506
Current Assets	56.482	49.147	58.936	110.798	70.361	156.775	277.487	404.404	568.515	727.145	905.863	894.865
Cash and equivalents ST	46.493	38.201	43.713	89.951	46.891	128.050	239.991	357.245	511.593	663.208	836.943	820.803
Cash	4.417	4.351	6.368	6.923	9.762	12.253	15.636	19.565	23.513	26.379	28.540	30.866
Investments (ST)	42.075	33.850	37.345	83.027	37.129	115.797	224.355	337.680	488.079	636.829	808.402	789.937
Commercial receivable	8.336	8.778	11.811	17.732	18.842	23.503	30.833	38.821	46.901	52.695	56.757	60.907
Accounts receivable	5.553	5.533	9.073	13.443	15.618	19.482	25.558	32.180	38.878	43.680	47.048	50.488
Other receivable	2.783	3.245	2.738	4.289	3.223	4.021	5.275	6.641	8.023	9.015	9.710	10.420
Stocks	1.441	1.825	2.254	2.704	3.718	4.667	5.955	7.452	8.956	10.048	10.871	11.757
Other Assets	212	343	1.158	412	910	555	708	886	1.065	1.195	1.293	1.398
Non Current Assets	506.104	470.357	440.969	379.870	338.601	288.869	244.969	209.611	197.457	249.486	299.923	348.641
Accounts receivable	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stocks	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other receivable	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other assets	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fixed Asset	506.104	470.357	440.969	379.870	338.601	288.869	244.969	209.611	197.457	249.486	299.923	348.641
Investments	498.979	462.454	414.859	354.446	302.592	252.358	207.244	167.717	149.634	195.589	240.146	283.194
Intangible Assets	-	-	17.667	15.334	25.162	25.162	25.162	25.162	25.162	25.162	25.162	25.162
Goodwill	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fixed assets	7.125	7.903	8.443	10.090	10.847	11.349	12.562	16.732	22.661	28.735	34.615	40.285
LIABILITIES												
Total Liabilities	234.833	212.916	197.543	181.805	204.653	216.388	233.568	233.633	245.580	251.828	263.500	275.915
Current Liabilities	46.156	48.938	67.059	88.465	99.664	111.399	128.579	128.644	140.591	146.839	158.511	170.926
Accounts Payable	16.478	11.182	12.536	17.311	22.034	27.612	35.246	44.088	52.945	59.317	64.129	69.355
Financial debt and Corporate f	13.900	25.251	31.270	38.428	45.776	43.942	41.730	19.793	9.638	-	-	-
Provisions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Social and Fiscal liabilities	12.530	8.244	18.645	27.516	26.099	32.666	42.185	52.905	63.681	71.426	77.045	82.967
Fiscal liabilities	8.610	2.272	10.862	17.061	11.666	14.552	19.090	24.036	29.039	32.627	35.142	37.711
Social liabilities	3.919	5.973	7.783	10.455	14.433	18.114	23.095	28.869	34.642	38.799	41.903	45.255
Other liabilities	3.249	4.261	4.608	5.210	5.755	7.179	9.418	11.858	14.326	16.096	17.337	18.605
Non Current Liabilities	188.677	163.978	130.485	93.340	104.989	104.989	104.989	104.989	104.989	104.989	104.989	104.989
Accounts Payable	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Financial debt and Corporate f	133.761	111.578	81.894	44.710	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisions	6.608	7.898	9.983	14.404	11.679	11.679	11.679	11.679	11.679	11.679	11.679	11.679
Social and Fiscal liabilities	11.568	9.717	6.382	4.034	66.039	66.039	66.039	66.039	66.039	66.039	66.039	66.039
Other liabilities	36.740	34.785	32.226	30.192	27.271	27.271	27.271	27.271	27.271	27.271	27.271	27.271
EQUITY												
Social Capital	160.000	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	18.255
Legal Reserve	13.155	13.155	13.155	13.155	13.481	13.481	13.481	13.481	13.481	13.481	13.481	13.481
Other Reserve	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Conversion differences	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	136.342	115.177	110.952	117.452	30.828	30.828	55.775	115.407	206.901	346.911	551.322	768.805
Income /loss	-	-	-	-	-	24.948	59.631	91.494	140.010	204.411	217.483	25.305
Liabilites + Equity	562.586	519.504	499.906	490.668	408.962	445.644	522.456	614.015	765.972	976.631	1.205.786	1.243.506

Historical and Projected Income Statement in AR\$'000

Period	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
		10%	33%	32%	20%	25%	31%	26%	21%	12%	8%	7%
Sales income	143.520	157.794	209.794	277.934	332.653	414.958	544.364	685.395	828.054	930.352	#####	1.075.337
COGS	(48.544)	(72.629)	(95.500)	(124.411)	(161.634)	(202.873)	(258.882)	(323.945)	(389.315)	(436.763)	(472.552)	(511.062)
Raw Material	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gross Income	94.976	85.165	114.294	153.524	171.019	212.085	285.481	361.450	438.739	493.589	529.520	564.276
Gross Income Margin	66%	54%	54%	55%	51%	51%	52%	53%	53%	53%	53%	52%
Operating Expenses	(21.897)	(26.318)	(35.093)	(44.798)	(54.253)	(67.943)	(87.503)	(109.662)	(131.915)	(147.912)	(159.590)	(481.424)
Administration Expenses	(12.347)	(17.475)	(20.416)	(30.117)	(34.851)	(43.694)	(55.977)	(70.058)	(84.167)	(94.318)	(101.817)	(419.303)
Commercialization Expenses	(9.550)	(8.843)	(14.676)	(14.681)	(19.402)	(24.249)	(31.526)	(39.604)	(47.747)	(53.594)	(57.773)	(62.121)
Other income/expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Permanent investment results	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other operating results	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	73.079	58.847	79.201	108.726	116.766	144.142	197.978	251.788	306.825	345.676	369.930	82.852
EBITDA margin	51%	37%	38%	39%	35%	35%	36%	37%	37%	37%	37%	8%
Fixed assets amortization	48.995	57.347	67.743	79.907	83.596	86.811	91.176	94.453	83.067	27.394	35.340	43.921
EBIT	24.084	1.500	11.458	28.819	33.170	57.331	106.802	157.335	223.757	318.282	334.590	38.931
Financial effects	(20.288)	(25.854)	(10.320)	(9.794)	(5.883)	(18.950)	(15.061)	(16.575)	(8.357)	(3.803)	-	-
Generated by Assets	4.262	(1.716)	12.420	7.023	7.646	-	-	-	-	-	-	-
Generated by Liabilities	24.550	24.138	22.740	16.818	13.529	18.950	15.061	16.575	8.357	3.803	-	-
Permanent Investment results	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other income/expenses	2.946	1.889	2.062	1.904	6.597	-	-	-	-	-	-	-
Extraordinary income/expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	6.743	(22.465)	3.201	20.928	33.884	38.381	91.740	140.760	215.400	314.479	334.590	38.931
	5%	-14%	2%	8%	10%	12%	28%	42%	65%	95%	101%	12%
Income Tax	8.050	1.300	7.426	14.427	11.954	13.433	32.109	49.266	75.390	110.068	117.106	13.626
Minoritary Interest	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Income / Lose	(1.308)	(23.765)	(4.226)	6.500	21.930	24.948	59.631	91.494	140.010	204.411	217.483	25.305
	0%	-7%	-1%	2%	7%	7%	18%	28%	42%	61%	65%	8%

Projected Cash Flow in AR\$'000

Concept	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	57.331	106.802	157.335	223.757	318.282	334.590	38.931
(+) Amortization/ depreciation	86.811	91.176	94.453	83.067	27.394	35.340	43.921
(+/-) D Working Capital	5.823	7.238	8.410	8.391	6.005	4.527	4.948
(-) CAPEX	(37.079)	(47.276)	(59.095)	(70.914)	(79.423)	(85.777)	(92.639)
(-) Tax on EBIT	(20.066)	(37.381)	(55.067)	(78.315)	(111.399)	(117.106)	(13.626)
(+/-) Other income / expenses	-	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow	92.819	120.560	146.035	165.987	160.860	171.573	(18.465)
(+) Tax shield	6.632	5.271	5.801	2.925	1.331	-	-
Capitl Cash Flow	99.452	125.831	151.836	168.912	162.191	171.573	(18.465)
(+/-) D Financial Debt	(1.834)	(2.212)	(21.937)	(10.155)	(9.638)	-	-
(-) Interests	(18.950)	(15.061)	(16.575)	(8.357)	(3.803)	-	-
Equity Cash Flow	78.668	108.558	113.325	150.400	148.750	171.573	(18.465)
Initial Cash	37.129	115.797	224.355	337.680	488.079	636.829	808.402
Accumulated Cash	115.797	224.355	337.680	488.079	636.829	808.402	789.937

Historical and Projected Ratios

Período	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Profitability Ratios												
Gross Margin	66%	54%	54%	55%	51%	51%	52%	53%	53%	53%	53%	52%
EBITDA Margin	51%	37%	38%	39%	35%	35%	36%	37%	37%	37%	37%	8%
EBIT Margin (operating margin)	17%	1%	5%	10%	10%	14%	20%	23%	27%	34%	33%	4%
Net Margin	-1%	-15%	-2%	2%	7%	6%	11%	13%	17%	22%	22%	2%
ROA	-0,2%	-4,6%	-0,8%	1,3%	5,4%	5,6%	11,4%	14,9%	18,3%	20,9%	18,0%	2,0%
ROE	-0,4%	-7,8%	-1,4%	2,1%	10,7%	10,9%	20,6%	24,1%	26,9%	28,2%	23,1%	2,6%
Equity Turnover	0,44x	0,51x	0,69x	0,90x	1,63x	1,81x	1,88x	1,80x	1,59x	1,28x	1,06x	1,11x
Efficiency Ratios												
Assets Turnover	0,26x	0,30x	0,42x	0,57x	0,81x	0,93x	1,04x	1,12x	1,08x	0,95x	0,83x	0,86x
Inventory turnover	33,68x	39,79x	42,36x	46,01x	43,47x	43,47x	43,47x	43,47x	43,47x	43,47x	43,47x	43,47x
Receivables turnover	25,85x	28,52x	23,12x	20,68x	21,30x	21,30x	21,30x	21,30x	21,30x	21,30x	21,30x	21,30x
# of days Sales in Receivables	12	11	13	15	14	14	14	14	14	14	14	14
# of days Cost of Sales in Inventory	11	9	9	8	8	8	8	8	8	8	8	8
# of days cash-based expenses in payables	102	46	39	42	41	41	41	41	41	41	41	41
Liquidity Ratios												
Current Ratio	1,22x	1,00x	0,88x	1,25x	0,71x	1,41x	2,16x	3,14x	4,04x	4,95x	5,71x	5,24x
Quick Ratio	1,19x	0,97x	0,85x	1,22x	0,67x	1,37x	2,11x	3,09x	3,98x	4,88x	5,65x	5,17x
working Capital / Sales	-12%	-5%	-7%	-8%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
Working capital turnover	-8,04x	-18,81x	-14,78x	-12,48x	-16,10x	-15,67x	-16,14x	-16,27x	-16,39x	-16,46x	-16,41x	-16,29x
Financial Ratios (leverage)												
Total Debt / Equity	45,1%	44,6%	37,4%	26,9%	22,4%	19,2%	14,4%	5,2%	1,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Total Debt / Asssets	26%	26%	23%	17%	11%	10%	8%	3%	1%	0%	0%	0%
Interest Cover ratio	3,1x	2,5x	3,6x	6,6x	9,0x	7,6x	13,1x	15,2x	36,7x	90,9x	#iDIV/0!	#iDIV/0!
Total coverage Ratio	0,5x	0,4x	0,7x	1,3x	2,6x							
Historical and Projected CAPEX												
Capex		21.600	38.355	18.808	42.327	37.079	47.276	59.095	70.914	79.423	85.777	92.639
Other Measures												
Average interest rate	<u>16.20%</u>	<u>17.35%</u>	<u>19.67%</u>	<u>19.70%</u>	<u>28.36%</u>	<u>43.13%</u>	<u>36.09%</u>	<u>83.74%</u>	<u>86.71%</u>	0,00%	#iDIV/0!	#iDIV/0!
Interest expense	23.923	23.736	22.265	16.375	12.982	18.950	15.061	16.575	8.357	3.803	-	-
Total interest-bearing debt ending last y	147.661	136.829	113.164	83.138	45.776	43.942	41.730	19.793	9.638	-	-	-
Average tax rate	119,39%	-5,79%	232,03%	68,94%	35,28%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
Income tax expense	8.050	1.300	7.426	14.427	11.954	13.433	32.109	49.266	75.390	110.068	117.106	13.626
Earnings before taxes	6.743	(22.465)	3.201	20.928	33.884	38.381	91.740	140.760	215.400	314.479	334.590	38.931
Deuda sobre Equity	45%	45%	37%	27%	22%	19%	14%	5%	2%	0%	0%	0%

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (CCF)

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6	7
Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CCF (Nominal)		99.452	125.831	151.836	168.912	162.191	171.573	(18.465)
FF (discounted)	270.231	68.489	62.830	52.829	40.203	26.923	20.694	(1.737)
g =	0%							
TV								
Discounted TV	-							-
FFC + TV	270.231							
Enterprise Value	270.231							
(+) Activos No operativos	37.129							
(-) Deuda Financiera	(45.776)							
Valor de Liquidación	(2.405)							
Equity Value	259.179							
VL	270.231	292.945	278.199	247.412	192.761	114.199	(14.405)	-

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (ECF)

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6	7
Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ECF (Nominal)		78.668	108.558	113.325	150.400	148.750	171.573	(18.465)
FF (discounted)	224.456	53.888	53.667	38.856	35.194	24.241	20.316	(1.706)
g =	0%							
TV								-
Discounted TV	-							-
FFC + TV	224.456							
Equity Value	224.456							
(+) Non operating Assets	37.129							
Valor de Liquidación	(2.405)							
Equity Value	259.179							
(-) Non operating Assets	(37.129)							
(+) Financial Debt	45.776							
Enterprise Value	267.826							

Equity	224.456	249.003	236.469	227.619	183.123	114.199	(14.405)	-
Debt	45.776	43.942	41.730	19.793	9.638	-	-	-
VL	270.231	292.945	278.199	247.412	192.761	114.199	(14.405)	-
VL	270.231	292.945	278.199	247.412	192.761	114.199	(14.405)	-
VL - Equity	45.776	43.942	41.730	19.793	9.638	-	-	-
Control	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (APV)

Períodos de descuento

1

2

3

4

5

6

7

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
FCF (Nominal)		92.819	120.560	146.035	165.987	160.860	171.573	(18.465)
FF (discounted)	259.094	63.816	60.011	50.578	39.296	26.546	20.573	(1.727)
g =	0%							
TV								
Discounted TV	-							-
FFC + TV	259.094							
Enterprise Value (u)	259.094							
Vu	259.094	284.027	271.745	244.521	191.739	114.199	(14.405)	-
Tax Shield (Nominal)		7.281	5.863	6.386	3.207	1.466	-	-
Tax Shield (discounted)	11.138	5.006	2.918	2.212	759	242	-	-
Terminal Value								-
Discounted TV	-							-
TS + TV	11.138							
Tax Shield Value	11.138							
Enterprise Value (levered)	270.231							
(+) Non operating Assets	37.129							
(-) Financial Debt	(45.776)							
Valor de Liquidación	(2.405)							
Equity Value	259.179							