

Buenos Aires, Noviembre 2013

Grupo Concesionario del Oeste S.A.

OEST.BA/MERVAL

Continuando la cobertura: Escenario propicio para la repartición de dividendos.

Recomendación: Market Outperform

Price: AR \$ 2.40

Merval: 5,331.28

Merval25: 5,503.89

- Se estima que van a ocurrir ajustes tarifarios que generarán un 37% de aumento en el rendimiento sobre el flujo de caja.
- Debido a la inexistencia de endeudamiento el escenario es propicio para la repartición de dividendos.
- El precio objetivo a diciembre del 2013 es de **AR\$ 3.38**

Valuacion	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E
EPS	\$0,14	\$0,47	\$0,71	\$0,98	\$1,25
P/E	12,04x	5,16x	6,15x	5,69x	5,36x
CFPS	0,73	1,34	2,37	3,68	5,26
P/CFPS	2,26x	1,81x	1,83x	1,51x	1,28x

Datos de Mercado

Capitalización Bursátil (AR\$ MM)	384	Rango precios 52 semanas (AR\$)	1.64 - 3,05
Valor de la Empresa (AR\$ MM)	298	Valor libros por acción	AR\$ 1.73
Acciones Emitidas (MM)	160	Vol. Promedio diario (3 meses)	15,335
Free Float (MM)	12		

Información de la Organización

Locación: Buenos Aires, Argentina

Industria: Concesión de Autopista

Descripción: Consorcio de empresas que posee la concesión hasta el 2018 de uno de los corredores viales más importantes de Argentina. 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:

Camero Diana
Damelio Mauro
Gonzalez Luis
Rodriguez Tomas

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.

2013

Financial Reports
UB Business School

EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN

GRAFICA 1:

Evolución del precio y el volumen en los últimos 5 años

En la gráfica siguiente (ver GRAFICA 1) se detalla la evolución del precio de la acción durante los últimos años:



www.finance.yahoo.com

ESTUDIOS ANTERIORES

Se observan diferencias en los márgenes de utilidad en relación a estudios anteriores debido a que se proyecta un precio promedio de tarifa más elevado.

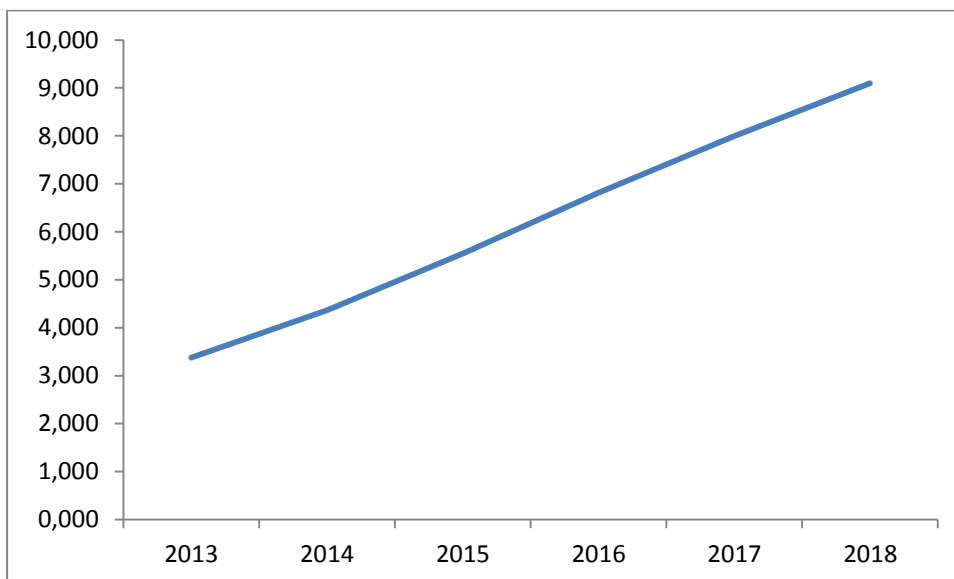
RESUMEN DE LA INVERSIÓN

En la actualidad la empresa es generadora de un importante flujo de fondos. El aumento en el volumen de tránsito pagante junto al incremento en las tarifas de peaje son los principales aceleradores del ingreso.

La Empresa canceló en su totalidad las Obligaciones Negociables emitidas en Noviembre de 2006 a finales del año 2012. No mantiene otras deudas financieras hasta el momento.

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 a diciembre del 2013 de AR\$ 3.38. La concesión se encuentra en una etapa madura donde los grandes desembolsos en inversiones han sido realizados y las principales obligaciones financieras han sido cumplidas siendo este escenario propicio para el pago de dividendos.

<p>TESIS DE INVERSIÓN</p> <p><i>Ajuste tarifario</i></p>	<p>El precio objetivo se basa en los siguientes supuestos:</p> <p>Se espera que en los años siguientes las entidades gubernamentales procedan a la aprobación anual de nuevos ajustes tarifarios teniendo en cuenta el comportamiento de la inflación, a modo de resarcirla en cierta medida. Se estima que la inflación en los próximos 3 años va a estar en un promedio del 27% y luego comience a disminuir quedando para el final de la concesión en un 10 %.</p>
<p><i>Escenario propicio para la repartición de dividendos</i></p>	<p>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 por un total de \$14 millones. Esta situación otorga a la empresa una sólida posición financiera. La Empresa canceló en su totalidad las Obligaciones Negociables emitidas en Noviembre de 2006 a finales del año 2012. No mantiene otras deudas hasta el momento.</p> <p>A pesar de que existe la anterior solicitud por parte de la compañía de la extensión del Contrato de la Concesión, y que recientemente (mayo 2013) se ha presentado una actualización de la propuesta en la Instancia de Revisión para la recomposición de la ecuación económica financiera que, entre sus puntos más significativos, incluye la prórroga del plazo del Contrato de Concesión hasta el año 2033, un nuevo escalonamiento tarifario y asimismo contempla nuevas inversiones para ampliación, conservación, mantenimiento y operación del Acceso Oeste durante dicha prórroga en el orden de los \$1.033 millones, no existe una respuesta por parte del gobierno de Argentina, es por esto que se considera que la concesión terminara en el año 2018.</p>
<p>VALUACION DE LA EMPRESA</p>	<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 en el año 2018, siempre a precios corrientes y expresados en moneda local. Hecho esto, se obtuvo un valor objetivo de la acción de AR\$ 3.38 a diciembre de 2013.</p> <p>Los cálculos para obtener los precios de las acciones corresponde a la división del monto obtenido de Equity Value entre cantidad de acciones.</p> <p>A continuación se presenta un gráfico mostrando la evolución del precio de la acción.</p>



Evolución del precio de la acción hasta el final de la concesión.

Se tiene en cuenta además el pago de indemnizaciones a los trabajadores al finalizar el plazo de la misma así como el recupero de capital de trabajo y del valor residual de los bienes de uso.

Se utiliza el Modelo de valoración de activos financieros, o 'Capital Asset Pricing Model', la fórmula es la siguiente:

$$R_f + \beta (R_m - R_f) + R_c + S_p$$

Dónde:

B: beta (Riesgo sistemático de la acción)

R_m: Prima de riesgo del mercado

R_p: Risk Premium (Prima del riesgo que el mercado espera que en el futuro paguen los activos)

<i>R_f</i> (Risk Free - Rendimiento de un activo libre de riesgo)	2%
<i>R_p</i> = (<i>R_m</i> - <i>R_f</i>)	6%
<i>R_c</i> (Country Risk - Prima de riesgo del país)	8%
<i>S_p</i> (Size Premium - Prima de riesgo por tamaño)	4%
Tax Rate	35%
<i>β_L</i> (beta levered)	0.67

<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>

Realizando la valuación mediante el método mencionado, se obtiene:

Valor presente de los flujos	332,537.00
Valor del Equity	540,899.00
Cantidad de acciones	160,000.00
Precio por acción	3.381

Elaboración propia

SENSIBILIDAD DE LA VALUACIÓN

El análisis de sensibilidad ha sido realizado seleccionando las variables de tarifa promedio 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 acción se encuentra entre 3.34 y 3.32 pesos argentinos. En el caso de una reducción del 10% en la tarifa y un incremento en igual proporción en el WACC, el valor de la acción se ve reducido a 2.38. En caso contrario, si consideramos un incremento del 10% en la tarifa y una disminución en la misma proporción en el WACC, el valor de la acción aumenta a 4.41 (ver Tabla 3).

		Tabla 3: Análisis de Sensibilidad			
		Tarifa			
		3.38	90.00%	100%	110.00%
WACC	90.00%	2.46	3.34	4.41	
	100%	2.42	3.38	4.33	
	110.00%	2.38	3.32	4.26	

Elaboración propia.

Análisis 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 pre operativa, 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.

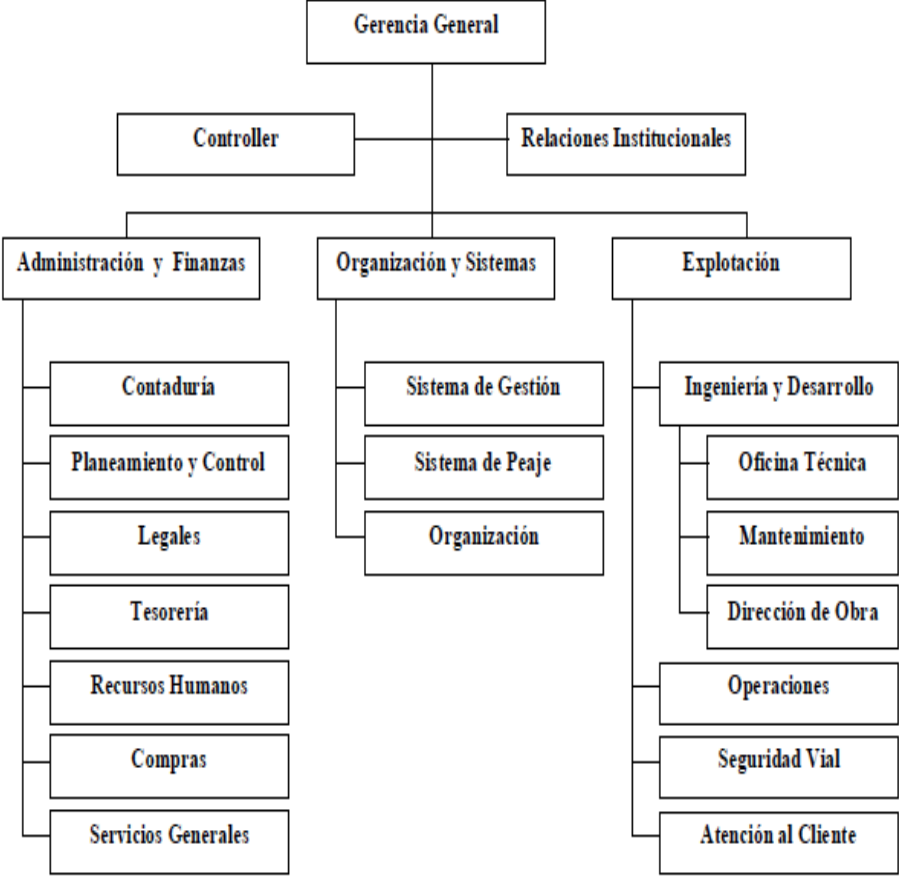
Con respecto al comportamiento de la demanda, los datos históricos muestran que la cantidad de vehículos que hacen uso de una autopista tiene una alta correlación con el nivel de actividad económica ya que factores como el crecimiento del parque automotor, la decisión de utilizar una autopista para lograr menores tiempos de transporte y el uso de

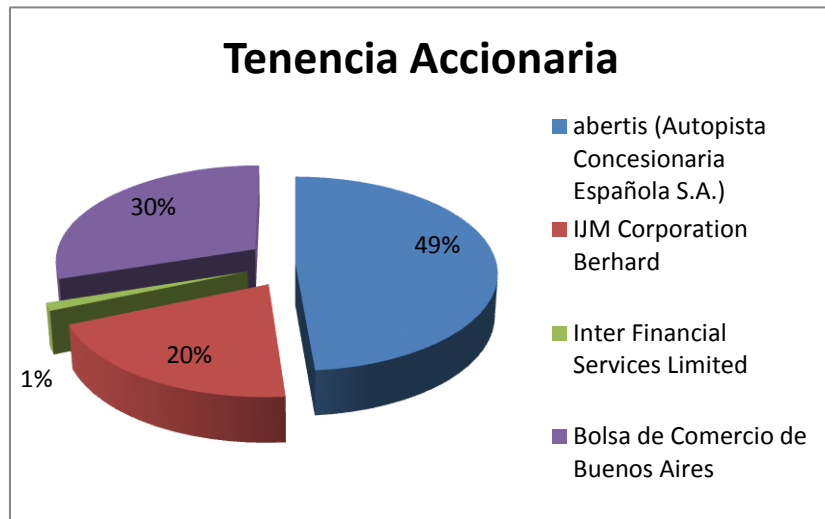
	<p>vehículos tanto particulares como comerciales están ligados a los ciclos de la economía en general. Otro punto a destacar es la baja elasticidad precio-volumen de tránsito que presenta esta actividad haciendo que la demanda sea relativamente inelástica a las variaciones en las tarifas de peaje. Sin 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>
<p>FACTORES CLAVES DE LA INDUSTRIA</p>	<p>Existen tres factores claves para entender la posición de este tipo de negocios:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Utilidad y Margen Bruto; 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 la concesión; en 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. ○ Deuda financiera cancelada en su totalidad • Debilidades <ul style="list-style-type: none"> ○ Aumentos de tarifas; si bien se acordó su aumento progresivo, continúa siendo una atribución exclusiva del Estado Nacional. ○ Elevado poder de negociación salarial por parte de los sindicatos; impacta negativamente en los resultados de la Empresa.

	<ul style="list-style-type: none"> • Oportunidades. <ul style="list-style-type: none"> ○ 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. ○ Mejoras en el servicio ferroviario.
<p>Descripción 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.</p> <p>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> <ul style="list-style-type: none"> ○ 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>INGRESOS</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="571 344 1369 470"> <thead> <tr> <th></th> <th>2009</th> <th>2010</th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Volumen de Vehículos</td> <td>105,091</td> <td>112,125</td> <td>116,681</td> <td>114,209</td> </tr> </tbody> </table> <p style="text-align: right;">Elaboración propia.</p> <p>Mediante las negociaciones sostenidas con el Gobierno Nacional se van actualizando las tarifas logrando el reconocimiento tardío de los costos incurridos.</p>		2009	2010	2011	2012	Volumen de Vehículos	105,091	112,125	116,681	114,209																									
	2009	2010	2011	2012																																
Volumen de Vehículos	105,091	112,125	116,681	114,209																																
<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, su movimiento depende del nivel de contratación de personal el cual aumenta en un nivel muy bajo anualmente.</p> <table border="1" data-bbox="485 1039 1442 1227"> <thead> <tr> <th></th> <th>2009</th> <th>2010</th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Sueldos, jornales y cargas :</td> <td>58%</td> <td>58%</td> <td>60%</td> <td>53%</td> </tr> <tr> <td>Servicios al usuario y Asist</td> <td>20%</td> <td>21%</td> <td>20%</td> <td>31%</td> </tr> <tr> <td>Seguros</td> <td>8%</td> <td>8%</td> <td>7%</td> <td>6%</td> </tr> <tr> <td>Otros</td> <td>14%</td> <td>13%</td> <td>12%</td> <td>10%</td> </tr> </tbody> </table> <p style="text-align: right;">Elaboración propia.</p> <p>Se puede observar que los sueldos y jornales representan más de la mitad de los costos en el año 2012, los cuales se ven incrementados anualmente por las negociaciones sindicales que influyen directamente sobre la rentabilidad del Grupo por la demora en la actualización de las tarifas. Sin embargo, al final de nuestra proyección, tomando en cuenta que la concesión acaba en el 2018, se proyecta que los últimos dos años no se aumente el nivel de empleados debido a la finalización del contrato.</p> <table border="1" data-bbox="485 1639 1430 1715"> <thead> <tr> <th></th> <th>2009</th> <th>2010</th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>EBITDA margin</td> <td>38%</td> <td>39%</td> <td>35%</td> <td>32%</td> </tr> </tbody> </table> <p style="text-align: right;">Elaboración propia.</p>		2009	2010	2011	2012	Sueldos, jornales y cargas :	58%	58%	60%	53%	Servicios al usuario y Asist	20%	21%	20%	31%	Seguros	8%	8%	7%	6%	Otros	14%	13%	12%	10%		2009	2010	2011	2012	EBITDA margin	38%	39%	35%	32%
	2009	2010	2011	2012																																
Sueldos, jornales y cargas :	58%	58%	60%	53%																																
Servicios al usuario y Asist	20%	21%	20%	31%																																
Seguros	8%	8%	7%	6%																																
Otros	14%	13%	12%	10%																																
	2009	2010	2011	2012																																
EBITDA margin	38%	39%	35%	32%																																
<p><i>Inversiones</i></p>	<p>Las inversiones restantes en la concesión son de mantenimiento, alrededor de 14 millones de AR\$ anuales y las Inversiones contractuales, las cuales ya fueron ejecutadas mayormente en los primeros años de concesión.</p>																																			

<i>Deuda</i>	Se emitieron obligaciones negociables para el financiamiento de las operaciones las cuales fueron totalmente canceladas en el mes de Noviembre del pasado año, por ende no existen deudas pendientes por ser canceladas.
DESCRIPCION DE LA GERENCIA	<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: David Díaz Almazán</p> <p>Directores Titulares: Javier Carol Vilarasau Krishnan Tan Boon Seng Alfredo Mac Laughlin Julio Pedro Naveyra</p> <p>Directores Suplentes: Uriel Federico O' Farrell Roger Emanuel Botto Marcelo Fabián Benaglia Adam John Eleod Gerardo García Gorostidi Guillermo Varela Damian Camacho</p> <p>El organigrama actual de la sociedad es el siguiente:</p>

	 <pre> graph TD GG[Gerencia General] --- C[Controller] GG --- RI[Relaciones Institucionales] GG --- AF[Administración y Finanzas] GG --- OS[Organización y Sistemas] GG --- E[Explotación] AF --- Contaduria[Contaduría] AF --- PC[Planeamiento y Control] AF --- Legales[Legales] AF --- T[Tesorería] AF --- RH[Recursos Humanos] AF --- Compras[Compras] AF --- SG[Servicios Generales] OS --- SGest[Sistema de Gestión] OS --- SP[Sistema de Peaje] OS --- Org[Organización] E --- ID[Ingeniería y Desarrollo] ID --- OT[Oficina Técnica] ID --- Mant[Mantenimiento] ID --- DO[Dirección de Obra] E --- Operaciones[Operaciones] E --- SV[Seguridad Vial] E --- AC[Atención al Cliente] </pre>
<p>Composición accionaria</p>	<p>Los principales accionista de la Sociedad son:</p> <p>abertis (Autopista Concesionaria Española S.A.): es el grupo líder internacional en la gestión de autopistas y de infraestructuras de telecomunicaciones. Se encuentra presente en 10 países de Europa y América. El Grupo gestiona más de 7.000 kilómetros de autopistas en el mundo. La misma posee el 48,6% de las acciones de GCO y el derecho al 57,6% de los votos.</p> <p>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.</p> <p>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.</p>



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; esto se debe tener en cuenta en el momento de realizar inversiones en esta clase de activos.

ANÁLISIS DE RIESGO

Riesgo Regulatorio

La industria en la cual se desempeña GCO se encuentra regulada por el Estado Nacional, lo que se traduce como 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.

Riesgo de finalización anticipada de la concesión

Algunos de los motivos por los que se podría dar por finalizada la concesión son:

- **Imputables a la Sociedad:** En este caso, la sociedad cobraría una indemnización por la inversión no amortizada en bienes, obras e instalaciones, pero perdería las garantías presentadas y se le aplicarían ciertas reducciones al monto final en concepto de penalidad.

	<ul style="list-style-type: none">• <u>No imputables a la Sociedad:</u> En este caso, la sociedad recibiría 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.
<i>Riesgos Operacionales</i>	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.
<i>Riesgos Financieros</i>	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.

**ANALISIS
HISTORICO Y
PROYECCIONES
ECONOMICAS
FINANCIERAS**

El análisis histórico de la compañía muestra como los ingresos están determinados por la cantidad de autos pagantes que circulan por la autopista y por la tarifa promedio.

Durante el año 2009, luego de permanecer fija en los años 2007 y 2008, se produjo una mejora considerable en la tarifa, a raíz de los ajustes aprobados por el Estado Nacional con el fin de recomponer la ecuación económica financiera de la firma. No obstante, en los años siguientes 2010-2011 el incremento en la tarifa promedio no logra compensar el incremento en los costos.

Para el período 2012 se puso en vigencia un nuevo cuadro tarifario, esta nueva tarifa promedio permitió una vez más cubrir gran parte de los costos.

Se espera que en los años siguientes las entidades gubernamentales procedan a la aprobación anual de nuevos ajustes tarifarios teniendo en cuenta el comportamiento de la inflación.

En el período histórico analizado correspondiente a los años 2007-2012 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 pasante.

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. De este comportamiento histórico se puede concluir que el número de vehículos que transitan depende positivamente del PBI, con esta información se procedió a realizar un análisis de regresión.

El Tránsito equivalente usado para el cálculo de los ingresos proyectado se obtiene de un modelo econométrico de E-views tomando en cuenta como input el PIB de Argentina ya que el estudio de este modelo nos indica que el crecimiento del tránsito que pasa por los peajes es dependiente de este, y el crecimiento o disminución del mismo también resulta en un crecimiento o disminución del tránsito.

Para el modelo econométrico fueron usados como Inputs los valores del PBI proyectados según las premisas macroeconómicas usadas en la realización del modelo de valuación.

El modelo econométrico establecido en E-Views es:

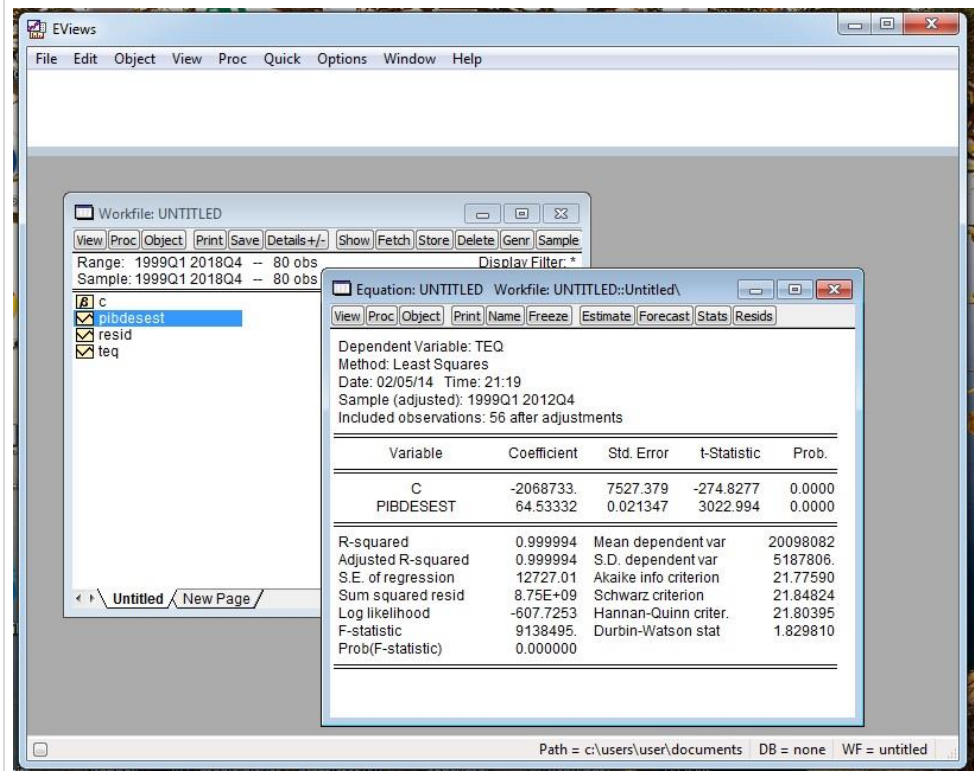
$$PBI*64 + la\ constante = Volumen\ de\ Tránsito$$

Principales características del modelo:

- Cumple con las condiciones cualitativas previamente asumidas, es decir, que la cantidad de autos pasantes que circulan por la autopista se relacionan positivamente con el PBI, es decir, el aumento del PBI también resulta en un aumento del tránsito.
- Presenta un R2 alto (0,99) lo que explica que la variación del tránsito es dependiente en un 99% del movimiento del PIB).
- La variable es significativa, 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.

A continuación presentamos el modelo econométrico en el cual se puede constatar la información mencionada anteriormente:

Modelo econométrico:

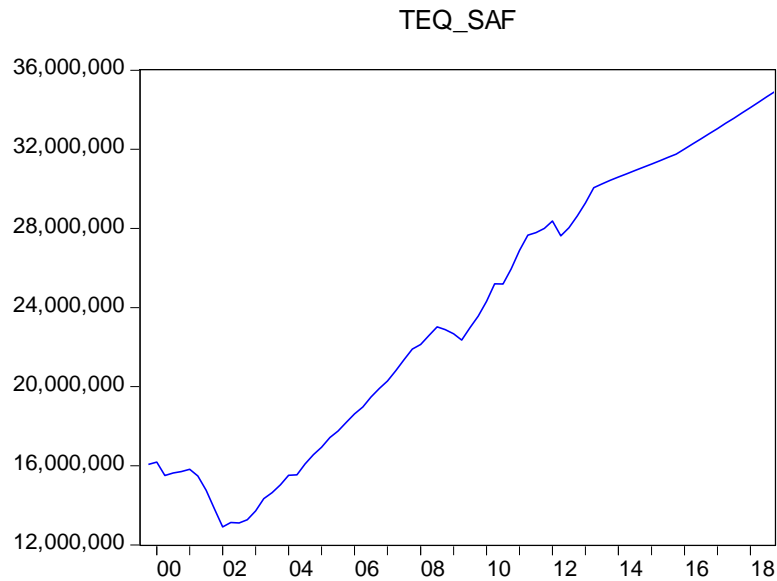


Se observa el R2 es alto y representa que el movimiento del PIB describe en un 99% el movimiento del tránsito equivalente pasante.

El Durbin Watson es cercano a dos, esto significa que no existe autocorrelación entre los datos usados como inputs en el modelo, es decir, no existe en el PBI efecto del movimiento del TEQ al mismo tiempo de que

el TEQ este explicado por el movimiento del PBI.

Grafica del tránsito equivalente pasante proyectado:



En la gráfica anterior observamos que la proyección del TEQ resulta constante y lógica a partir del análisis del comportamiento histórico de la misma variable. Sin embargo el ángulo de crecimiento de la variable es un poco más horizontal debido a que está basado el crecimiento del TEQ en el crecimiento proyectado del Producto Interno Bruto.

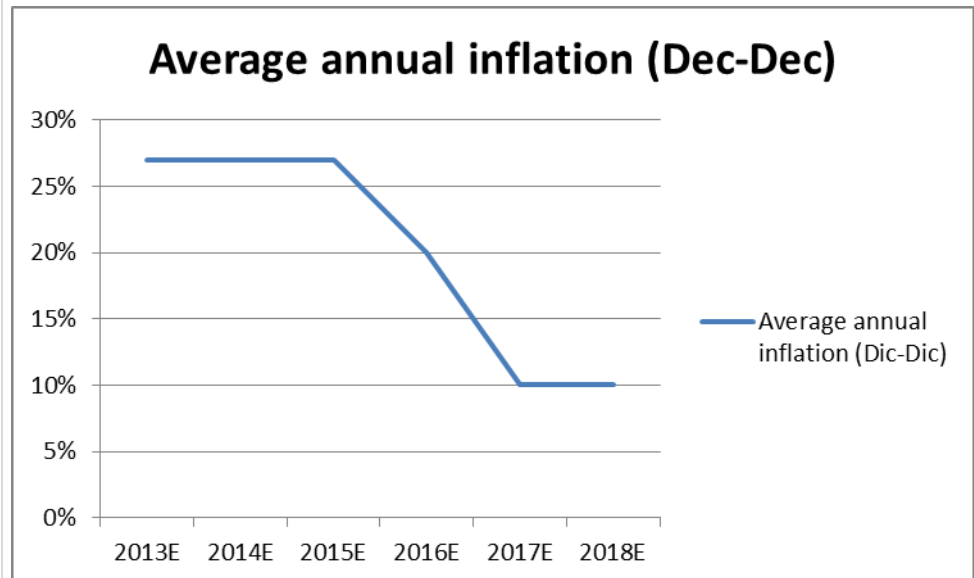
Las proyecciones obtenidas se encuentran en línea con lo observado en la evolución histórica de la Compañía.

Supuestos Macroeconómicos

Premisas Macroeconómicas asumidas:

Concept	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Argentina						
GDP real increase (%)	2%	2%	2%	3%	3%	3%
Average annual inflation (Dec-Dec)	27%	27%	27%	20%	10%	10%
Average monthly inflation	248%	341%	461%	573%	640%	714%
Nominal exchange rate AR\$/US\$ (Jan-Dec)	615%	780%	991%	1248%	1435%	1651%
Devaluation	15%	27%	27%	26%	15%	15%
USA						
Average annual inflation (Dec-Dec)	1%	2%	2%	2%	2%	2%
Average monthly inflation	10%	12%	14%	16%	18%	20%

A continuación se presenta una gráfica que representa la evolución de la inflación hasta el momento de la finalización de la concesión :



Elaboración propia.

Supuestos Operativos	Aunque los ajustes tarifarios no se otorguen en tiempo y forma, se puede observar que el mayor porcentaje de costos son fijos, <u>por lo que se puede asumir que seguirán la tendencia de la inflación.</u>
<i>Supuestos Financieros</i>	Se proyectó que la empresa no mantendrá deudas financieras con terceros hasta el final de la concesión.
<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• OJF y Asociados S.A <p><u>http://www.ojf.com/index.php?option=com_content&view=article&id=56&Itemid=21&lang=es</u></p>

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A.
Historical and Projected Balance Sheet in AR\$'000

	2007R	2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
ASSETS												
Total Asset	562,586	519,504	499,906	584,138	508,860	545,005	638,434	765,040	929,245	1,126,854	1,342,413	1,598,282
Current Assets	56,482	49,147	58,936	110,798	70,361	133,028	271,449	439,152	641,105	874,995	1,126,157	1,416,155
Cash	4,417	4,351	6,368	6,923	9,762	12,150	16,370	21,565	28,473	34,570	38,027	41,830
Investments (ST)	42,075	33,850	37,345	83,027	37,129	86,025	208,362	357,343	535,301	746,599	983,776	1,258,263
Accounts receivable	5,553	5,533	9,073	13,443	15,618	25,606	34,290	44,044	56,233	68,218	76,035	84,743
Other receivable	2,783	3,245	2,738	4,289	3,223	3,866	5,178	6,650	8,491	10,300	11,481	12,796
Stocks	1,441	1,825	2,254	2,704	3,718	5,380	7,249	9,549	12,608	15,308	16,839	18,523
Other Assets	212	343	1,158	412	910	-	-	-	-	-	-	-
Non Current Assets	506,104	470,357	440,969	473,340	438,500	411,977	366,984	325,888	288,140	251,859	216,255	182,128
Fixed Asset	506,104	470,357	440,969	473,340	438,500	411,977	366,984	325,888	288,140	251,859	216,255	182,128
Investments	498,979	462,454	414,859	15,334	25,162	11,428	11,428	11,428	11,428	11,428	11,428	11,428
Financial Assets	-	-	-	-	-	30,018	30,018	30,018	30,018	30,018	30,018	30,018
Intangible Assets			17,667	447,915	402,491	358,180	313,582	271,734	233,377	197,959	163,501	130,100
Fixed assets	7,125	7,903	8,443	10,090	10,847	12,351	11,956	12,709	13,317	12,455	11,308	10,582
LIABILITIES												
Total Liabilities	234,833	212,916	197,543	342,325	300,947	277,061	301,756	331,876	372,190	407,313	427,231	449,377
Current Liabilities	46,156	48,938	67,059	112,454	126,696	140,864	165,560	195,680	235,994	271,116	291,035	313,181
Accounts Payable	16,478	11,182	12,536	17,311	22,034	33,546	45,149	59,455	78,501	95,178	104,503	114,953
Subtotal	13,900	25,251	31,270	62,417	72,807	35,569	35,569	35,569	35,569	35,569	35,569	35,569
Financial debt	13,900	25,251	31,270	38,990	46,127	-	-	-	-	-	-	-
Provision/Others				23,427	26,681	35,569	35,569	35,569	35,569	35,569	35,569	35,569
Social and Fiscal liabilities	12,530	8,244	18,645	27,516	26,099	61,388	70,966	82,833	99,169	112,766	120,196	128,369
Fiscal liabilities	8,610	2,272	10,862	17,061	11,666	38,468	38,468	38,468	38,468	38,468	38,468	38,468
Social liabilities	3,919	5,973	7,783	10,455	14,433	22,920	32,498	44,365	60,701	74,298	81,728	89,901
Other liabilities	3,249	4,261	4,608	5,210	5,755	10,361	13,875	17,822	22,754	27,603	30,766	34,290
Non Current Liabilities	188,677	163,978	130,485	229,871	174,251	136,196	136,196	136,196	136,196	136,196	136,196	136,196
Subtotal	133,761	111,578	81,894	114,752	67,261	64,922	64,922	64,922	64,922	64,922	64,922	64,922
Provisions	6,608	7,898	9,983	14,404	11,679	13,164	13,164	13,164	13,164	13,164	13,164	13,164
Social and Fiscal liabilities	11,568	9,717	6,382	70,522	68,039	34,202	34,202	34,202	34,202	34,202	34,202	34,202
Other liabilities	36,740	34,785	32,226	30,192	27,271	23,907	23,907	23,907	23,907	23,907	23,907	23,907
EQUITY												
EQUITY	327,753	306,588	302,362	241,813	207,914	267,944	336,678	433,164	557,055	719,542	915,182	1,148,905
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-
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						31,733	31,733	31,733	31,733	31,733	31,733	31,733
Retained earnings	136,342	115,177	110,952	68,657	34,433	62,731	62,731	131,465	227,951	351,842	514,328	709,969
Income /loss							68,734	96,486	123,891	162,487	195,640	233,723
Liabilites + Equity	562,586	519,504	499,906	584,138	508,860	545,005	638,434	765,040	929,245	1,126,854	1,342,413	1,598,282

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A.
Historical and Projected Income Statement in AR\$'000

Period	2007R	2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
		0%	33%	32%	20%	41%	34%	28%	28%	21%	11%	11%
Sales income	157,794	157,794	209,794	277,934	332,653	470,256	629,733	808,864	1,032,721	1,252,810	1,396,372	1,556,300
UN 1	154,638	154,638	205,598	272,375	326,000	460,851	617,789	793,694	1,013,456	1,229,691	1,370,942	1,528,327
UN 2	3,156	3,156	4,196	5,559	6,653	9,405	11,945	15,170	19,265	23,118	25,430	27,973
COGS	(48,544)	(72,629)	(95,500)	(124,411)	(161,634)	(248,989)	(335,484)	(441,945)	(583,497)	(708,460)	(779,306)	(857,237)
Gross Income	109,251	85,165	114,294	153,524	171,019	221,267	294,249	366,919	449,224	544,350	617,066	699,064
Gross Income Margin	69%	54%	54%	55%	51%	47%	47%	45%	43%	43%	44%	45%
Operating Expenses	(21,897)	(26,318)	(35,092)	(44,798)	(54,253)	(71,844)	(94,394)	(124,462)	(164,666)	(198,973)	(218,870)	(240,758)
Administration Expenses	(12,347)	(17,475)	(20,416)	(30,117)	(34,851)	(44,165)	(57,502)	(74,292)	(97,555)	(118,044)	(129,848)	(142,833)
Sueldos, jornales y cargas sociales	3,821	5,705	6,101	10,294	13,647	16,433	22,281	29,562	40,748	49,876	54,863	60,349
Impuestos, tasas y contribuciones	2,814	2,834	2,945	4,354	5,809	7,767	9,865	12,528	15,911	19,093	21,002	23,102
Gastos de conservacion y mantenir	84	266	129	169	208	224	284	361	458	550	605	665
Honorarios por asistencia tecnica y i	2,837	2,887	4,072	5,157	5,912	8,227	10,448	13,269	16,851	20,222	22,244	24,468
Gastos de vigilancia seguridad	25	429	124	112	250	292	370	470	597	717	789	867
Otros gastos en personal	919	1,326	1,945	2,496	2,708	3,656	4,643	5,896	7,488	8,985	9,884	10,872
Gastos generales sede y estaciones	267	227	316	254	421	501	637	809	1,027	1,232	1,355	1,491
Honorarios prestaciones diversas	1,163	1,740	1,529	1,377	1,573	1,930	2,451	3,113	3,953	4,744	5,218	5,740
Juicios, contingencias y otros reclar	-	1,729	2,916	5,370	3,420	3,936	4,999	6,349	8,063	9,676	10,644	11,708
Viaticos y movilidad	161	121	165	247	352	307	390	495	629	755	831	914
Comunicación y encomienda	53	77	84	102	95	111	141	179	227	273	300	330
Alquiler de equipos maquinas y otro:	25	24	33	36	60	56	72	91	116	139	152	168
Gastos de publicidad y marketing	149	95	53	131	342	670	850	1,080	1,372	1,646	1,811	1,992
Materiales y repuestos	-	5	4	18	54	56	71	90	114	137	151	166
Commercialization Expenses	(9,550)	(8,843)	(14,676)	(14,681)	(19,402)	(27,679)	(36,893)	(50,170)	(67,111)	(80,929)	(89,022)	(97,924)
Sueldos, jornales y cargas sociales	539	957	3,088	751	1,640	2,978	5,523	10,330	16,514	20,213	22,235	24,458
Impuestos, tasas y contribuciones	5,594	6,069	9,162	10,790	13,249	19,188	24,369	30,949	39,305	47,166	51,882	57,071
Gastos de conservacion y mantenir	7	59	12	11	5	41	52	66	84	101	111	122
Otros gastos en personal	48	38	38	239	21	58	73	93	118	142	156	171
Servicios al usuario	137	138	139	65	242	319	405	515	654	785	863	950
Gastos generales sede y estaciones	823	1,087	1,504	2,044	3,282	3,533	4,487	5,699	7,238	8,685	9,554	10,509
Honorarios prestaciones diversas	177	129	212	230	308	688	874	1,110	1,409	1,691	1,861	2,047
Viaticos y movilidad	4	9	44	4	10	17	21	27	34	41	45	49
Comunicación y encomienda	208	268	305	504	575	844	1,072	1,362	1,730	2,076	2,283	2,511
Alquiler de equipos maquinas y otro:	-	-	-	3	-	4	6	7	9	11	12	13
Gastos de publicidad y marketing	80	87	172	41	63	7	9	11	14	17	19	21
Materiales y repuestos	-	-	-	-	1	1	1	1	1	2	2	2
EBITDA	87,354	58,847	79,201	108,726	116,766	149,423	199,855	242,457	284,558	345,376	398,195	458,306
EBITDA margin	55%	37%	38%	39%	35%	32%	32%	30%	28%	28%	29%	29%
Fixed assets amortization	48,995	57,347	67,743	79,907	83,596	59,249	62,958	62,865	62,805	64,245	66,058	67,581
EBIT	38,359	1,500	11,458	28,819	33,170	90,174	136,896	179,592	221,753	281,132	332,137	390,726
Financial effects	(20,288)	(25,854)	(10,320)	(9,794)	(5,883)	(1,396)	-	-	-	-	-	-
Generated by Assets	4,262	(1,716)	12,420	7,023	7,646	12,153	-	-	-	-	-	-
Generated by Liabilities	24,550	24,138	22,740	16,818	13,529	13,549	-	-	-	-	-	-
Other income/expenses	2,946	1,889	2,062	1,904	6,597	2,608	-	-	-	-	-	-
Extraordinary income/expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	21,017	(22,465)	3,201	20,928	33,884	91,386	136,896	179,592	221,753	281,132	332,137	390,726
Income Tax	8,050	1,300	7,426	14,427	11,954	32,249	68,163	83,106	97,862	118,645	136,497	157,003
Minoritary Interest	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Income / Lose	12,967	(23,765)	(4,225)	6,500	21,930	59,137	68,734	96,486	123,891	162,487	195,640	233,723
	4%	-283%	-82%	-254%	237%	170%	16%	40%	28%	31%	20%	19%

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A.**Projected Cash Flow in AR\$'000**

Concept	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	136,896	179,592	221,753	281,132	332,137	390,726
(+) Amortization/ depreciation	62,958	62,865	62,805	64,245	66,058	67,581
(+/-) D Working Capital	8,610	11,398	16,319	12,531	5,933	6,637
(-) CAPEX	(17,965)	(21,768)	(25,056)	(27,965)	(30,454)	(33,453)
(-) Tax on EBIT	(68,163)	(83,106)	(97,862)	(118,645)	(136,497)	(157,003)
(+/-) Other income / expenses	-	-	-	-	-	-
Free Cash Flow	122,337	148,981	177,958	211,298	237,177	274,488
(+) Tax shield	-	-	-	-	-	-
Capitl Cash Flow	122,337	148,981	177,958	211,298	237,177	274,488
(+/-) D Financial Debt	-	-	-	-	-	-
(-) Interests	-	-	-	-	-	-
Equity Cash Flow	122,337	148,981	177,958	211,298	237,177	274,488
Initial Cash	86,025	208,362	357,343	535,301	746,599	983,776
Accumulated Cash	208,362	357,343	535,301	746,599	983,776	1,258,263

GRUPO CONCESIONARIO**Historical and Projected Ratios**

Período	2010R	2011R	2012R	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Profitability Ratios									
Gross Margin	55%	51%	47%	47%	45%	43%	43%	44%	45%
EBITDA Margin	39%	35%	32%	32%	30%	28%	28%	29%	29%
EBIT Margin (operating margin)	10%	10%	19%	22%	22%	21%	22%	24%	25%
Net Margin	2%	7%	13%	11%	12%	12%	13%	14%	15%
ROA	1.1%	4.3%	10.9%	10.8%	12.6%	13.3%	14.4%	14.6%	14.6%
ROE	2.7%	10.5%	22.1%	20.4%	22.3%	22.2%	22.6%	21.4%	20.3%
Equity Turnover	1.15x	1.60x	1.76x	1.87x	1.87x	1.85x	1.74x	1.53x	1.35x
Efficiency Ratios									
Assets Turnover	0.48x	0.65x	0.86x	0.99x	1.06x	1.11x	1.11x	1.04x	0.97x
Inventory turnover	46.01x	43.47x	46.28x	46.28x	46.28x	46.28x	46.28x	46.28x	46.28x
Receivables turnover	20.68x	21.30x	18.36x	18.36x	18.36x	18.36x	18.36x	18.36x	18.36x
# of days Sales in Receivables	15	14	16	16	16	16	16	16	16
# of days Cost of Sales in Inventory	8	8	8	8	8	8	8	8	8
# of days cash-based expenses in payables	42	41	40	40	40	40	40	40	40
Liquidity Ratios									
Current Ratio	0.99x	0.56x	0.94x	1.64x	2.24x	2.72x	3.23x	3.87x	4.52x
Quick Ratio	0.96x	0.53x	0.91x	1.60x	2.20x	2.66x	3.17x	3.81x	4.46x
working Capital / Sales	-8%	-6%	-20%	-16%	-14%	-13%	-11%	-11%	-10%
Working capital turnover	-12.48x	-16.10x	-5.01x	-6.15x	-7.10x	-7.93x	-8.78x	-9.39x	-10.02x
Financial Ratios (leverage)									
Total Debt / Equity	34.6%	22.2%	-	-	-	-	-	-	-
Total Debt / Asssets	26%	22%	12%	10%	8%	7%	6%	5%	4%
Interest Cover ratio	6.6x	9.0x	11.6x						
Total coverage Ratio	0.7x	1.0x							
Historial and Projected CAPEX									
Capex	112,277	48,756	(26,522)	17,965	21,768	25,056	27,965	30,454	33,453
Other Measures									
Average interest rate	9.24%	9.27%	-	-	-	-	-	-	-
Interest expense	16,375	12,982	12,913	-	-	-	-	-	-
Total interest-bearing debt ending last year	177,170	140,069	-	-	-	-	-	-	-
Average tax rate	68.94%	35.28%	35.29%	49.79%	46.27%	44.13%	42.20%	41.10%	40.18%
Income tax expense	14,427	11,954	32,249	68,163	83,106	97,862	118,645	136,497	157,003
Earnings before taxes	20,928	33,884	91,386	136,896	179,592	221,753	281,132	332,137	390,726
Deuda sobre Equity	73%	67%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Resumen Valores obtenidos en la Valuacion mediante los 4 metodos usados.					
	CCF	ECF	APV	FCF	
Enterprise Value	332,537	332,537	332,537	332,537	2012
Equity Value	321,412	321,412	321,412	321,412	2012
Enterprise Value	332,537	332,537	332,537	332,537	2013
Equity Value	540,899	540,899	540,899	540,899	2013
Enterprise Value	341,562	341,562	341,562	341,562	2014
Equity Value	698,905	698,905	698,905	698,905	2014
Enterprise Value	352,494	352,494	352,494	352,494	2015
Equity Value	887,795	887,795	887,795	887,795	2015
Enterprise Value	343,244	343,244	343,244	343,244	2016
Equity Value	1,089,843	1,089,843	1,089,843	1,089,843	2016
Enterprise Value	295,227	295,227	295,227	295,227	2017
Equity Value	1,279,002	1,279,002	1,279,002	1,279,002	2017
Enterprise Value	197,631	197,631	197,631	197,631	2018
Equity Value	1,455,895	1,455,895	1,455,895	1,455,895	2018

Cantidad de Acciones	160,000	160,000	160,000	160,000
Valor accion 2012	2.009	2.009	2.009	2.009
Valor accion 2013	3.381	3.381	3.381	3.381
Valor accion 2014	4.368	4.368	4.368	4.368
Valor accion 2015	5.549	5.549	5.549	5.549
Valor accion 2016	6.812	6.812	6.812	6.812
Valor accion 2017	7.994	7.994	7.994	7.994
Valor accion 2018	9.099	9.099	9.099	9.099

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

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6
Concepto		2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		122,337	148,981	177,958	211,298	237,177	274,488
FF (discounted)	332,536,878.3	87,695	72,739	58,762	47,280	36,034	30,026
g =	4%						
TV							
Discounted TV	-						
FCF + TV	332,537						
Enterprise Value	332,537						
(+) Non operating assets	86,025						
(-) Financial debt	-						
Valor de liquidacion	(97,150)						
Equity Value	321,412						
		2013	2014	2015	2016	2017	2018
VL	332,537	332,537	341,562	352,494	343,244	295,227	197,631
D/(D+E)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Debt (mq)	-	-	-	-	-	-	-
(+) Non operating assets	(11,125)	208,362	357,343	535,301	746,599	983,776	1,258,263
Equity Value	321,412	540,899	698,905	887,795	1,089,843	1,279,002	1,455,895
Cantidad de Acciones	160,000,000						
Valor por acción	2.009	3.381	4.368	5.549	6.812	7.994	9.099

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

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6
Concepto		2013	2014	2015	2016	2017	2018
CCF (Nominal)		122,337	148,981	177,958	211,298	237,177	274,488
FF (discounted)	332,537	87,695	72,739	58,762	47,280	36,034	30,026
g =	4%						
TV							
Discounted TV	-						
FFC + TV	332,537						
Enterprise Value	332,537						
(+) Activos No operativos	86,025						
(-) Deuda Financiera	-						
Valor de liquidacion	(97,150)						
Equity Value	321,412						
		2013	2014	2015	2016	2017	2018
VL	332,537	332,537	341,562	352,494	343,244	295,227	197,631

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

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6
Concepto		2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		122,337	148,981	177,958	211,298	237,177	274,488
FF (discounted)	332,537	87,695	72,739	58,762	47,280	36,034	30,026
g =	4%						
TV							
Discounted TV	-						
FFC + TV	332,537						
Enterprise Value (u)	332,537						
Vu	-	341,562	352,494	343,244	295,227	197,631	-
Tax Shield (Nominal)		-	-	-	-	-	-
Tax Shield (discounted)	-	-	-	-	-	-	-
Terminal Value							
Discounted TV	-						
TS + TV	-						
Tax Shield Value	-						
Enterprise Value (levered)	332,537						
(+) Non operating Assets	86,025						
(-) Financial Debt	-						
Valor de liquidacion	(97,150)						
Equity Value	321,412						