

Buenos Aires, Diciembre 2014

Grupo Concesionario del Oeste S.A.

OEST.BA/MERVAL

Continuando la cobertura: Caída en los márgenes operativos

Recomendación: Market Perform

Price: AR \$ 3.18

Merval: 8,266.88

Merval25: 8,439.00

- Atrasos en los ajustes tarifarios provocan una caída en los márgenes operativos
- Un escenario de menor actividad económica con indexaciones tarifarias por inflación atrasada hace que las condiciones sean menos favorables y la rentabilidad sea menos estable.
- Se mantienen bajos requerimientos de inversión en la concesión para los próximos años y debido a la inexistencia de endeudamiento el escenario sigue siendo propicio para la repartición de dividendos
- Nuestro precio objetivo en los próximos 12 meses es **AR\$4.21**

Valuación	2014E	2015E	2016E	2017E
EPS	\$ 0.22	\$ 1.05	\$ 1.53	\$ 2.12
P/E	14.12x	4.13x	3.37x	2.55x
CFPS	1.33	2.72	4.66	7.15
P/CFPS	2.43x	1.55x	1.11x	0.75x

Datos de Mercado			
Capitalización Bursátil (AR\$ MM)	540.8	Rango precios 52 semanas (AR\$)	2.18-4.90
Valor de la Empresa (AR\$ MM)	288.3	Valor libros por acción	AR\$1.66
Acciones Emitidas (MM)	160.0	Vol. Promedio diario (3 meses)	500
Free Float (MM)	48.0		

Datos de la compañía:

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:
Natalia Birriel

Tutor:
Santiago Linchutt

2014

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:



Fuente: Yahoo Finance

GRAFICA 2:

Evolución del precio y el volumen en los últimos 5 años vs. MERVAL



Fuente: Yahoo Finance

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 una moderada baja de los autos que circulan en la autopista. La baja de los autos que circula por la autopista se debe principalmente por el aumento de 38% del precio del combustible que desalentó el uso de los automóviles.

La tesis del presente trabajo se basa en que los horizontes macroeconómicos del 2014 son diferentes respecto de los años anteriores. Observando una caída en la demanda de combustible de casi 10 millones de litros mensuales (Datos de la Secretaria de Energía) pese que en la última década prácticamente se duplico el parque automotor.

Si bien no es el único indicador, que confirma la menor utilización de los autos, es un buen termómetro que deja en evidencia el menor ritmo de actividad económica respecto años anteriores.

	<p>Por los motivos expuestos el flujo ya no presenta la estabilidad de años anteriores, se ha puesto más inestable y en respuesta a esta situación consideramos prudente bajar nuestra calificación de Market OutPerforme a <u>Market Perform</u></p>
RESUMEN DE LA INVERSIÓN	<p>De acuerdo a los resultados obtenidos en el análisis, le asignamos a GCO (Grupo Concesionario del Oeste S.A) la calificación Market Perform.</p> <p>Hay que contemplar que el contexto económico presenta una perspectiva de desaceleración de la economía</p> <p>El volumen del tránsito equivalente pagante registrado durante los primeros meses de 2014 reflejó una disminución del 1,45% respecto del mismo período del ejercicio anterior. Adicionalmente los precios de las tarifas no se lograron ajustar a la inflación.</p> <p>El incremento promedio autorizado sobre las tarifas al público usuario durante el 2014 con vigencia a partir del 1° de febrero y del 3 de agosto del corriente año, fueron del orden del 23% y del 16% respectivamente, no obstante la autoridad de aplicación definió que la tarifa correspondiente a la Concesionaria se ajustara a partir de dichas fechas en un 12% y un 11% respectivamente, destinando las diferencias, al fondo de Recurso de Afectación Específica (“RAE”), lo cual no forma parte de sus ingresos.</p> <p>Estos reconocimientos tarifarios a la Concesionaria, por debajo de lo solicitado en base a los procedimientos contractuales, no han compensado el incremento soportado en los costos correspondientes a operación, mantenimiento e inversiones, viéndose reflejado en la reducción de la rentabilidad operativa del período, generando de esta manera un agravamiento en las diferencias con las tarifas que recompondrían la ecuación económico financiera de la Concesionaria</p> <p>La concesión se encuentra en una etapa madura donde los grandes desembolsos en inversiones han sido realizados y las principales obligaciones han sido cumplidas siendo este escenario propicio para el pago de dividendos.</p>

<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 30% y luego comience a disminuir quedando para el final de la concesión en un 15 %.</p>
<p><i>Estabilización del contexto económico</i></p>	<p>Estando vinculado directamente el crecimiento económico de la Argentina con el tráfico que circula por la concesión, se espera un menor crecimiento proyectado de los volúmenes de tránsito. Pero dicho crecimiento consideramos que mantendrá estable el desempeño económico de la empresa.</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. 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 financieras significativas hasta el momento.</p>
<p><i>Fin de la Concesión año 2018</i></p>	<p>A pesar de que existe la anterior solicitud por parte de la compañía de la extensión del Contrato de la Concesión, la sociedad también en mayo 2013 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. Recientemente (Octubre 2014) la sociedad presento una nueva solicitud de redeterminación por aplicación de la Cláusula Octava del Acuerdo de Renegociación Contractual.</p> <p>Dicha solicitud contempla además las adecuaciones tarifarias no otorgadas en presentaciones anteriores alcanzando de esta forma una variación de precios acumulada del 42,2% para la Categoría 2 de vehículos.</p>

VALUACION DE LA EMPRESA

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 para los próximos 12 meses de AR\$ 4.21

Para la Tasa de Descuento se utiliza el Modelo de valoración de activos financieros, o 'Capital Asset Pricing Model', CAPM

La fórmula es la siguiente:

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

Dónde:

β_i : Beta (Riego sistemático de la acción)

R_m : Prima de riesgo del mercado

R_f : Risk Free (rendimiento de un activo libre de riesgo)

R_c : Country Risk

S_p : Size Premium

Tabla 1. Datos asumidos en la valuación

Tasa Libre de Riesgo	2.19%
Prima de mercado (Rm-Rf)	6.29%
Riesgo País	7.00%
Size Premium	2.85%
Beta de la Industria	1.15

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

El valor terminal considera 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.

Los cálculos para obtener los precios de las acciones corresponde a la división del monto obtenido de Equity Value entre cantidad de acciones.

Realizando la valuación mediante el método mencionado, se obtiene:

Tabla 2. Resultados de la valuación (MM)

Valor presente de los flujos	237,554
Valor del Equity	672,965
Cantidad de acciones	160,000
Precio por acción	\$ 4.21

Fuente: Elaboración propia en base a los resultados de la valuación

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 4.43 y 3.98. 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 3.89. 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 4.52(ver Tabla 3).

Este análisis nos deja en evidencia que la mayor sensibilidad está relacionada con los futuros ajustes tarifarios.

		Tabla 3: Análisis de Sensibilidad		
		TARIFA		
		90%	100%	110%
WACC	90%	3.98	4.25	4.52
	100%	3.94	4.21	4.47
	110%	3.89	4.16	4.43

Fuente: Elaboración propia en base a los resultados de la valuación.

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

	<p>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 tránsito que presenta esta actividad haciendo que la demanda sea relativamente inelástica a las variaciones en las tarifas de peaje.</p> <p>Sin embargo en cuanto al análisis de la actividad económica, la Sociedad observa con prudencia la tendencia descendente en la evolución del tránsito durante este período y está llevando a cabo una activa política a efectos de obtener de parte del órgano de control el reconocimiento total de la incidencia que las variaciones de precios tuvieron sobre los costos de operación, mantenimiento e inversiones</p> <p>La desaceleración del crecimiento macroeconómico de estos últimos años ha llevado a menores 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, 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>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"> • En primer lugar la relación y proporción que de los ingresos se dedica a cubrir costos. En este sentido se necesita conocer el margen de 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; 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. ○ Bajo requerimiento de inversión ○ Solida posición financiera • Debilidades <ul style="list-style-type: none"> ○ Aumentos de tarifas; si bien se acordó su aumento progresivo, continúa siendo un derecho exclusivo del Estado Nacional. ○ El delay que se produce entre la negociación salarial (que presiona sobre los costos), y el aumento tarifario, vulnera de alguna manera los beneficios de la firma. ○ Elevado poder de negociación salarial por parte de los sindicatos. • 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 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.</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>

- 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.



Tramo	Localidades	Longitud
I	Avda. Gral Paz - Arroyo Morón	8,56 Km
II	Arroyo Morón - Moreno	15,08 Km
III	Moreno - RN Nº 5	28,36 Km
IV	RN Nº 5 - RP Nº 47	5,05 Km
Longitud Total		55,05 Km

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.

INGRESOS

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

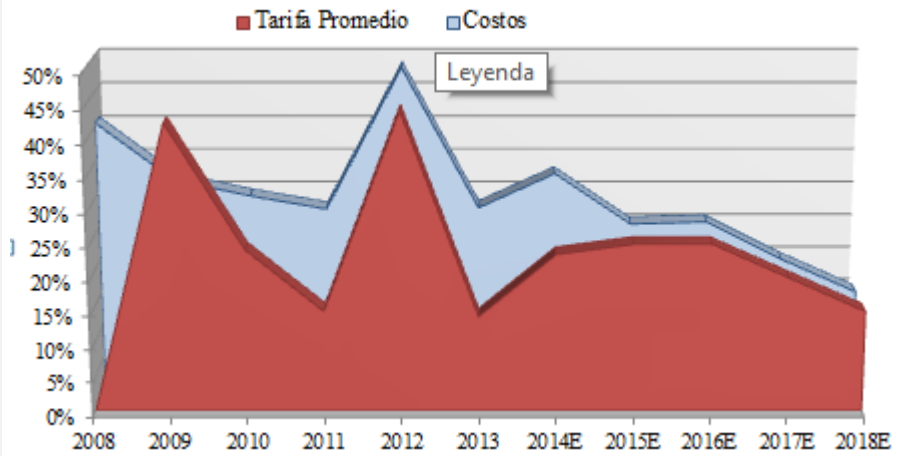
Los ingresos por el cobro de peajes corresponden en aproximadamente en un 90% a vehículos livianos y los ingresos comerciales constituyen derechos de explotación de áreas de servicios destinadas a otras actividades a lo largo del Acceso Oeste (Estaciones de servicio, centros comerciales, cafeterías,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

Según los volúmenes de tránsito históricos de la autopista, la tendencia indica un crecimiento anual que acompaña el nivel de la actividad económica.

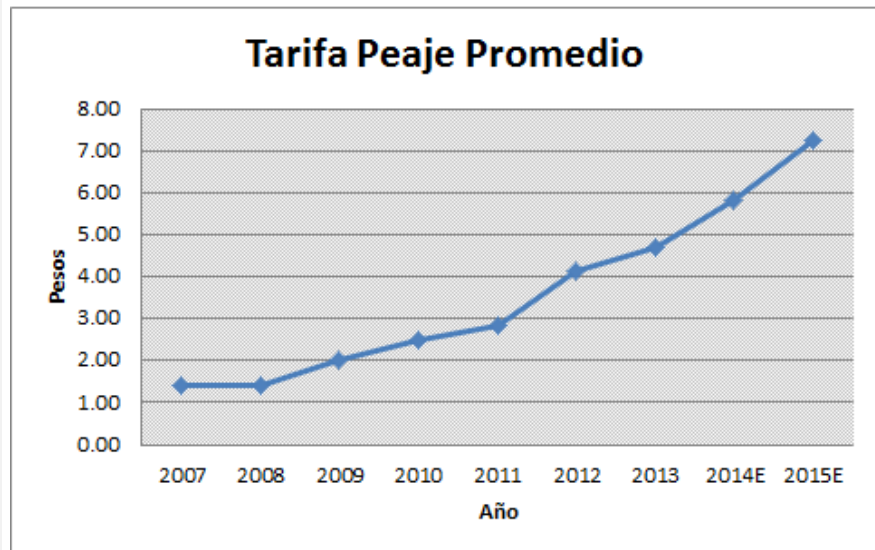
Concepto	2009	2010	2011	2012	2013
Volumen de Vehículos	105,091	112,125	116,681	114,209	116,438
Crecimiento Anual	-6.83%	6.69%	4.06%	-2.12%	1.95%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Balances de la Sociedad

Mediante las negociaciones sostenidas con el Gobierno Nacional se van actualizando las tarifas logrando el reconocimiento tardío de los costos incurridos.



Fuente: Elaboración propia en base a información histórica y proyectada de la compañía



Fuente: Elaboración propia en base a información histórica y proyectada de la compañía

Estructura de Costos

La estructura de costos de GCO se compone en su mayoría de costos fijos los cuales tienen poca relación con el volumen de tránsito, su movimiento depende del nivel de contratación el cual aumenta en un nivel muy bajo anualmente.

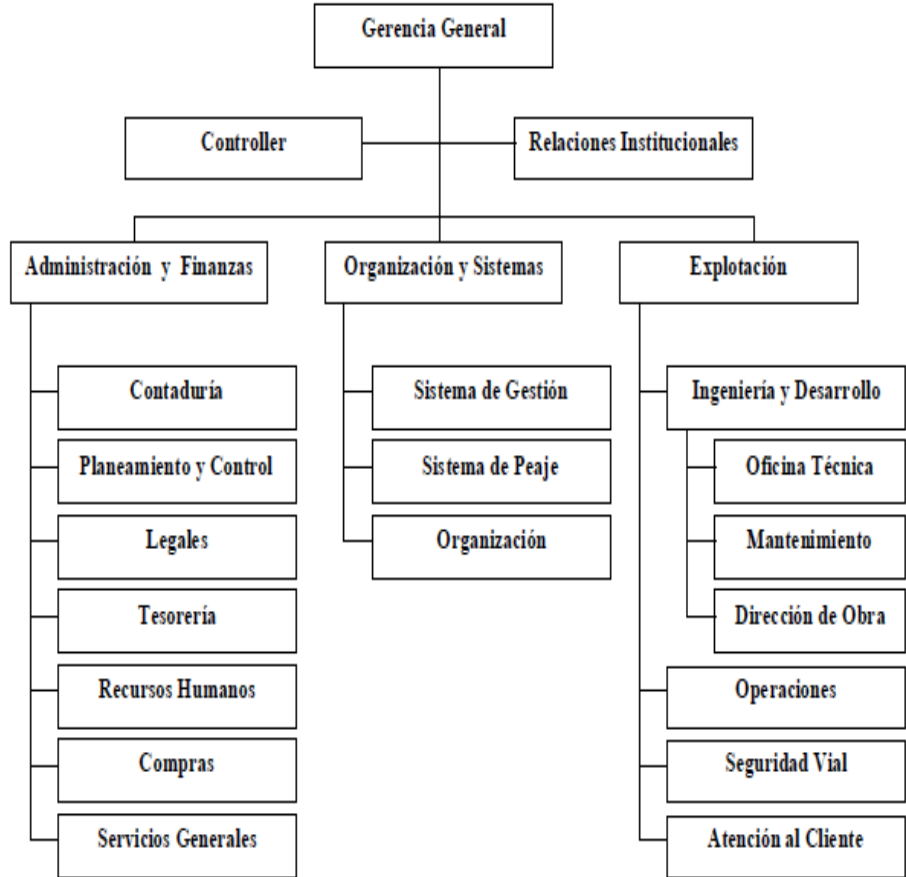
	2010	2011	2012	2013
Sueldos y Jornales	49%	52%	47%	49%
Mantenimiento y Conserv.	11%	12%	21%	19%
Impuestos y tasas	9%	9%	8%	9%
Honorarios por asistencia técnica y G	7%	6%	6%	5%
Gastos de vigilancia seguridad	6%	5%	4%	5%
Otros	17%	15%	13%	13%

Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de la compañía

	<p>El costo más importante corresponde a sueldos y jornales del personal que, en estos últimos años producto de la inflación y de las duras negociaciones Efectuadas con los gremios que buscaban una recomposición salarial, ha hecho caer los márgenes de la sociedad frente a las demoras producidas en los ajustes tarifarios. Se puede observar que los sueldos y jornales representan la mitad de los costos en el año 2013.</p> <p>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, por lo tanto los costos en sueldos y jornales solo aumentan por inflación</p> <table border="1" data-bbox="748 728 1430 824"> <thead> <tr> <th colspan="5">Tabla 6. Margen de Rentabilidad Historica</th> </tr> <tr> <th></th> <th>2010</th> <th>2011</th> <th>2012</th> <th>2013</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Margen EBITDA</td> <td>39%</td> <td>35%</td> <td>32%</td> <td>27%</td> </tr> </tbody> </table> <p>Fuente: Elaboración propia en base a información histórica de la compañía</p>	Tabla 6. Margen de Rentabilidad Historica						2010	2011	2012	2013	Margen EBITDA	39%	35%	32%	27%
Tabla 6. Margen de Rentabilidad Historica																
	2010	2011	2012	2013												
Margen EBITDA	39%	35%	32%	27%												
<i>Inversiones</i>	Las inversiones restantes en la concesión son principalmente de mantenimiento y el fuerte de las inversiones ya fueron realizadas en la etapa inicial de la concesión.															
<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: Carlos del Río Javier Carol Vilarasau</p> <p>Directores Titulares: Krishnan Tan Boon Seng Alfredo Mac Laughlin Julio Pedro Naveyra Damian Camacho</p> <p>Directores Suplentes: Uriel Federico O' Farrell Roger Emanuel Botto Marcelo Fabián Benaglia Adam John Eleod Gerardo García Gorostidi Guillermo Varela</p>															

Juan Massolo

El organigrama actual de la sociedad es el siguiente:



COMPOSICION ACCIONARIA

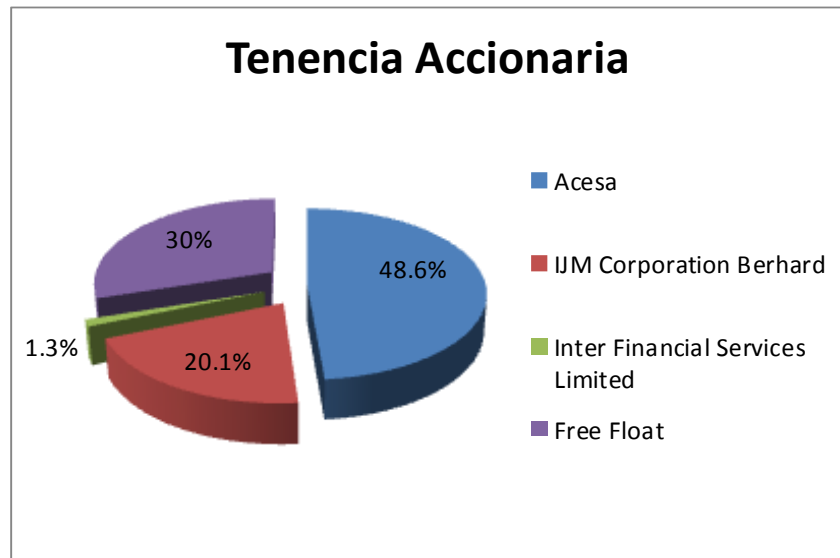
Los principales accionista de la Sociedad son:

Acesa (Autopista Concesionaria Española S.A.): Es una de las más importantes empresas del grupo español ALBERTIS, 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.

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 14% se encuentra en poder de inversores institucionales y el restante 14% 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; 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.

<i>Riesgo de finalización anticipada de la concesión</i>	<p>Algunos de los motivos por los que se podría dar por finalizada la concesión son:</p> <ul style="list-style-type: none">• <u>Imputables a la Sociedad:</u> 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.• <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>	<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>
<i>Riesgos Financieros</i>	<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**

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.

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 2010-2013 el incremento en la tarifa promedio no logro compensar el incremento en los costos.

Durante el año 2014 la sociedad presento una nueva solicitud de redeterminación tarifaria, dicha solicitud contempla las adecuaciones tarifarias no otorgadas en presentaciones anteriores alcanzando de esta forma una variación de precios acumulada del 42,2%

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

El Transito 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.

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 aceptable, 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.

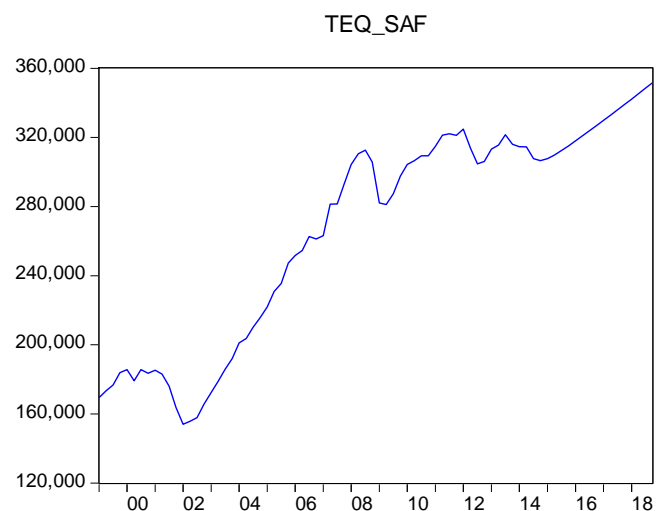
A continuación presentamos el modelo econométrico en el cual se puede constatar la información mencionada anteriormente:

Modelo econométrico:

Dependent Variable: D(TEQ_SA)
 Method: Least Squares
 Date: 11/10/14 Time: 02:18
 Sample (adjusted): 1999Q2 2013Q3
 Included observations: 58 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2168.387	1041.541	2.081903	0.0420
D(PBI_SA)	0.712295	0.107173	6.646224	0.0000
@TREND*@TREND	-1.880285	0.708423	-2.654185	0.0104
R-squared	0.447257	Mean dependent var		2632.059
Adjusted R-squared	0.427157	S.D. dependent var		6888.545
S.E. of regression	5213.691	Akaike info criterion		20.00630
Sum squared resid	1.50E+09	Schwarz criterion		20.11288
Log likelihood	-577.1828	Hannan-Quinn criter.		20.04782
F-statistic	22.25186	Durbin-Watson stat		2.079902
Prob(F-statistic)	0.000000			

El Durbin Watson es cercano a dos, esto significa que no existe autocorrelacion 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.

Gráfica del tránsito equivalente pasante proyectado:

	<p>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.</p> <p>Las proyecciones obtenidas se encuentran en línea con lo observado en la evolución histórica de la Compañía.</p>																																																												
<p><i>Supuestos Macroeconómicos</i></p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Concept</th> <th>2014E</th> <th>2015E</th> <th>2016E</th> <th>2017E</th> <th>2018E</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="6" style="text-align: center;">Argentina</td> </tr> <tr> <td>GDP real increase (%)</td> <td>-0.8%</td> <td>1.4%</td> <td>2.2%</td> <td>2.0%</td> <td>2.0%</td> </tr> <tr> <td>Average annual inflation (Dic-Dic)</td> <td>40.0%</td> <td>25.0%</td> <td>25.0%</td> <td>20.0%</td> <td>15.0%</td> </tr> <tr> <td>Average monthly inflation</td> <td>2.8%</td> <td>1.9%</td> <td>1.9%</td> <td>1.5%</td> <td>1.2%</td> </tr> <tr> <td>Nominal exchange rate AR\$/US\$ (Ene-Dic)</td> <td>8.13</td> <td>12.20</td> <td>15.86</td> <td>19.83</td> <td>24.29</td> </tr> <tr> <td>Devaluation</td> <td>33.8%</td> <td>33.4%</td> <td>23.1%</td> <td>20.0%</td> <td>18.4%</td> </tr> <tr> <td colspan="6" style="text-align: center;">USA</td> </tr> <tr> <td>Average annual inflation (Dic-Dic)</td> <td>1.5%</td> <td>1.7%</td> <td>2.0%</td> <td>1.9%</td> <td>2.0%</td> </tr> <tr> <td>Average monthly inflation</td> <td>0.1%</td> <td>0.1%</td> <td>0.2%</td> <td>0.2%</td> <td>0.2%</td> </tr> </tbody> </table>	Concept	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	Argentina						GDP real increase (%)	-0.8%	1.4%	2.2%	2.0%	2.0%	Average annual inflation (Dic-Dic)	40.0%	25.0%	25.0%	20.0%	15.0%	Average monthly inflation	2.8%	1.9%	1.9%	1.5%	1.2%	Nominal exchange rate AR\$/US\$ (Ene-Dic)	8.13	12.20	15.86	19.83	24.29	Devaluation	33.8%	33.4%	23.1%	20.0%	18.4%	USA						Average annual inflation (Dic-Dic)	1.5%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%	Average monthly inflation	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
Concept	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E																																																								
Argentina																																																													
GDP real increase (%)	-0.8%	1.4%	2.2%	2.0%	2.0%																																																								
Average annual inflation (Dic-Dic)	40.0%	25.0%	25.0%	20.0%	15.0%																																																								
Average monthly inflation	2.8%	1.9%	1.9%	1.5%	1.2%																																																								
Nominal exchange rate AR\$/US\$ (Ene-Dic)	8.13	12.20	15.86	19.83	24.29																																																								
Devaluation	33.8%	33.4%	23.1%	20.0%	18.4%																																																								
USA																																																													
Average annual inflation (Dic-Dic)	1.5%	1.7%	2.0%	1.9%	2.0%																																																								
Average monthly inflation	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%																																																								
<p><i>Supuestos Operativos</i></p>	<p>Aunque los ajustes tarifarios no se otorguen en tiempo y forma, la evolución histórica de las redeterminaciones de precios permite ser optimista en cuenta obtener el debido reconocimiento.</p> <p>Con respecto a los costos de la sociedad como la mayoría de los costos son de carácter fijos, <u>se estima que sufrirán incrementos similares a la tasa de inflación</u></p>																																																												
<p><i>Supuestos Financieros</i></p>	<p><u>Al haber cancelado las Obligaciones negociables emitidas la empresa posee una sólida posición financiera que garantiza el cumplimiento de las obligaciones contraídas. Se proyectó que la empresa no mantendrá nuevas deudas financieras hasta el final de la concesión.</u></p>																																																												
<p><i>Supuestos de Inversión</i></p>	<p>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 autopista durante el tiempo restante de la concesión.</p>																																																												

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

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

Period	2007R	2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013R	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
		0%	33%	32%	20%	41%	19%	21%	48%	30%	24%	19%
Sales income	157.794	157.794	209.794	277.934	332.653	470.256	559.175	677.158	1.003.610	1.303.771	1.617.582	1.928.453
COGS	(48.544)	(72.629)	(95.500)	(124.411)	(161.634)	(248.989)	(316.888)	(427.643)	(526.488)	(662.031)	(794.439)	(913.606)
Gross Income	109.251	85.165	114.294	153.524	171.019	221.267	242.287	249.515	477.122	641.739	823.143	1.014.847
Gross Income Margin	69%	54%	54%	55%	51%	47%	43%	37%	48%	49%	51%	53%
Operating Expenses	(21.897)	(26.318)	(35.092)	(44.798)	(54.253)	(71.844)	(93.097)	(117.301)	(146.830)	(184.049)	(220.859)	(253.988)
Administration Expenses	(12.347)	(17.475)	(20.416)	(30.117)	(34.851)	(44.165)	(52.490)	(67.021)	(83.947)	(105.362)	(126.434)	(145.399)
Commercialization Expenses	(9.550)	(8.843)	(14.676)	(14.681)	(19.402)	(27.679)	(40.607)	(50.279)	(62.883)	(78.687)	(94.425)	(108.588)
EBITDA	87.354	58.847	79.201	108.726	116.766	149.423	149.190	132.215	330.292	457.690	602.285	760.860
EBITDA margin	55%	37%	38%	39%	35%	32%	27%	20%	33%	35%	37%	39%
Fixed assets amortization	48.995	57.347	67.743	79.907	83.596	74.860	74.860	79.831	81.792	83.007	82.726	84.640
EBIT	38.359	1.500	11.458	28.819	33.170	74.563	74.329	52.383	248.500	374.684	519.559	676.220
Financial effects	(20.288)	(25.854)	(10.320)	(9.794)	(5.883)	(1.396)	17.334	26.938	26.938	26.938	26.938	26.938
Generated by Assets	4.262	(1.716)	12.420	7.023	7.646	12.153	28.546	28.546	28.546	28.546	28.546	28.546
Generated by Liabilities	24.550	24.138	22.740	16.818	13.529	13.549	11.211	1.608	1.608	1.608	1.608	1.608
Permanent Investment results	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other income/expenses	2.946	1.889	2.062	1.904	6.597	2.608	5.949	-	-	-	-	-
Extraordinary income/expenses	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT	21.017	(22.465)	3.201	20.928	33.884	75.775	97.613	79.321	275.438	401.621	546.497	703.158
Income Tax	8.050	1.300	7.426	14.427	11.954	32.249	33.825	43.853	112.494	156.658	207.364	262.196
Minoritary Interest	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net Income / Lose	12.967	(23.765)	(4.225)	6.500	21.930	43.526	63.788	35.468	162.944	244.963	339.132	440.962

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

Concept	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	52,383	248,500	374,684	519,559	676,220
(+) Amortization/ depreciation	79,831	81,792	83,007	82,726	84,640
(+/-) D Working Capital	14,763	2,781	10,467	8,404	6,759
(-) CAPEX	(20,753)	(24,634)	(28,524)	(30,886)	(34,723)
(-) Tax on EBIT	(43,853)	(112,494)	(156,658)	(207,364)	(262,196)
(+/-) Other income / expenses	26,938	26,938	26,938	26,938	26,938
Free Cash Flow	109,310	222,883	309,914	399,376	497,638
(+) Tax shield	-	-	-	-	-
Capitl Cash Flow	109,310	222,883	309,914	399,376	497,638
(+/-) D Financial Debt	-	-	-	-	-
(-) Interests	-	-	-	-	-
Equity Cash Flow	109,310	222,883	309,914	399,376	497,638
Initial Cash	103,218	212,528	435,411	745,325	1,144,701
Accumulated Cash	212,528	435,411	745,325	1,144,701	1,642,339

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A.**Historical and Projected Ratios**

Período	2007R	2008R	2009R	2010R	2011R	2012R	2013R	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Profitability Ratios												
Gross Margin	69%	54%	54%	55%	51%	47%	43%	37%	48%	49%	51%	53%
EBITDA Margin	55%	37%	38%	39%	35%	32%	27%	20%	33%	35%	37%	39%
EBIT Margin (operating margin)	24%	1%	5%	10%	10%	16%	13%	8%	25%	29%	32%	35%
Net Margin	8%	-15%	-2%	2%	7%	9%	11%	5%	16%	19%	21%	23%
ROA	2,3%	-4,6%	-0,8%	1,1%	4,3%	8,0%	10,4%	5,3%	18,8%	21,3%	22,2%	22,0%
ROE	4,0%	-7,8%	-1,4%	2,7%	10,5%	16,2%	21,9%	10,8%	33,2%	33,3%	31,6%	29,1%
Equity Turnover	0,48x	0,51x	0,69x	1,15x	1,60x	1,76x	1,92x	2,07x	2,05x	1,77x	1,51x	1,27x
Efficiency Ratios												
Assets Turnover	0,28x	0,30x	0,42x	0,48x	0,65x	0,86x	0,92x	1,01x	1,16x	1,13x	1,06x	0,96x
Inventory turnover	33,68x	39,79x	42,36x	46,01x	43,47x	46,28x	50,21x	46,28x	46,28x	46,28x	46,28x	46,28x
Receivables turnover	28,42x	28,52x	23,12x	20,68x	21,30x	18,36x	18,38x	18,36x	18,36x	18,36x	18,36x	18,36x
# of days Sales in Receivables	11	11	13	15	14	16	16	16	16	16	16	16
# 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	40	40	40	40	40	40	40
Liquidity Ratios												
Current Ratio	1,22x	1,00x	0,88x	0,99x	0,56x	0,94x	0,99x	1,48x	2,40x	3,33x	4,33x	5,44x
Quick Ratio	1,19x	0,97x	0,85x	0,96x	0,53x	0,91x	0,95x	1,43x	2,34x	3,27x	4,27x	5,38x
working Capital / Sales	-11%	-5%	-7%	-8%	-6%	-20%	-19%	-18%	-12%	-10%	-9%	-8%
Working capital turnover	-8,84x	-18,81x	-14,78x	-12,48x	-16,10x	-5,01x	-5,34x	-5,67x	-8,21x	-9,83x	-11,46x	-13,04x
Financial Ratios (leverage)												
Total Debt / Equity	45,1%	44,6%	37,4%	34,6%	22,2%	-	-	-	-	-	-	-
Total Debt / Asssets	26%	26%	23%	26%	22%	12%	15%	14%	11%	8%	6%	5%
Interest Cover ratio	3,7x	2,5x	3,6x	6,6x	9,0x	11,6x						
Total coverage Ratio	0,6x	0,4x	0,7x	0,7x	1,0x							
Historial and Projected CAPEX												
Capex		21.600	38.355	112.277	48.756	(26.522)	33.565	20.753	24.634	28.524	30.886	34.723

Grupo Concesionario del Oeste S.A.**GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (FCF)**

Períodos de descuento

1

2

3

4

5

Concepto		2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		109,310	222,883	309,914	399,376	497,638
FF (discounted)	392,839,234.2	73,625	99,090	83,766	73,620	62,738
g =	2%					
TV						
Discounted TV	(114,512)					(908,305)
FCF + TV	278,327					
Enterprise Value	278,327					

(+) Non operating assets 103,218

(-) Financial debt -

Valor de liquidacion

Equity Value 381,545

		2014	2015	2016	2017	2018
VL	278,327	303,916	237,554	80,824	(280,865)	(908,305)
D/(D+E)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Debt (mq)	-	-	-	-	-	-
(+) Non operating assets	103,218	212,528	435,411	745,325	1,144,701	1,642,339
Equity Value	381,545	516,444	672,965	826,149	863,836	734,033

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

Períodos de descuento		1	2	3	4	5
Concepto		2014	2015	2016	2017	2018
CCF (Nominal)		109,310	222,883	309,914	399,376	497,638
FF (discounted)	392,839	73,625	99,090	83,766	73,620	62,738
g =	2%					
TV						
Discounted TV	(114,512)					(908,305)
FFC + TV	278,327					
Enterprise Value	278,327					
(+) Activos No operativos	103,218					
(-) Deuda Financiera	-					
Valor de liquidacion	-					
Equity Value	381,545					
		2014	2015	2016	2017	2018
VL	392,839	392,839	473,929	495,127	504,490	340,347

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

Períodos de descuento		1	2	3	4	5
Concepto		2014	2015	2016	2017	2018
ECF (Nominal)		109,310	222,883	309,914	399,376	497,638
FF (discounted)	392,839	73,625	99,090	83,766	73,620	62,738
g =	2%					
TV						-
Discounted TV	(114,512)					(908,305)
FFC + TV	278,327					
Equity Value	278,327					
(+) Non operating Assets	103,218					
Valor de liquidacion	-					
Equity Value	381,545					
(-) Non operating Assets	(103,218)					
(+) Financial Debt	-					
Enterprise Value	278,327					
Equity		392,839	473,929	495,127	504,490	340,347
Debt		-	-	-	-	-
VL		392,839	473,929	495,127	504,490	340,347

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

Períodos de descuento		1	2	3	4	5
Concepto		2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		109,310	222,883	309,914	399,376	497,638
FF (discounted)	392,839	73,625	99,090	83,766	73,620	62,738
g =	2%					
TV						
Discounted TV	(114,512)					(908,305)
FFC + TV	278,327					
Enterprise Value (u)	278,327					
Vu	-	473,929	495,127	504,490	340,347	-
Tax Shield (Nominal)		-	-	-	-	-
Tax Shield (discounted)	-	-	-	-	-	-
Terminal Value						-
Discounted TV	-					-
TS + TV	-					-
Tax Shield Value	-					-
Enterprise Value (levered)	278,327					
(+) Non operating Assets	103,218					
(-) Financial Debt	-					
Valor de liquidacion	-					
Equity Value	381,545					