

1 de Diciembre de 2010

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

Actualización del reporte: la proyección de un mayor crecimiento económico, la mejora en el riesgo país y las bajas tasas internacionales mejoran la valuación.

Recomendación: Market Outperform

Precio: AR\$ 1,66 Merval: 3367 Merval25: 3411 Burcap: 11090

- Se proyecta un escenario más favorable por el mayor crecimiento económico, la reducción en el riesgo país y las bajas tasas de interés internacionales.
- En el 2010 se continuó con la política de ajustes tarifarios por parte del gobierno reconociendo los mayores costos por inflación, lo que sugiere una mayor previsibilidad y estabilidad en los ingresos de la organización.
- Los bajos requerimientos en inversiones para los años restantes de concesión y el bajo nivel de endeudamiento actual denotan una posición financiera muy sólida.
- El precio objetivo para los próximos 12 meses es AR\$ 2,69.

Valuación

	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
EPS	\$ -0,03	\$ 0,07	\$ 0,26	\$ 0,47	\$ 0,69
P/EBITDA	3,4	2,3	1,6	1,2	1,0
FCFPS	0,15	0,33	0,54	0,71	0,88
P/FCFPS	10,97	5,00	3,07	2,32	1,88

Datos de Mercado

Capitalización Bursátil (AR\$ MM)	\$ 265,60	Rango precios 52 semanas (AR\$)	\$ 0,80 - \$1,67
Valor de la empresa (AR\$ MM)	\$ 384,62	Performance últimos 12 meses	98%
Acciones Emitidas (MM)	160,00	Tasa dividendos	0%
Free Float (MM)	48,00	Valor Libros por acción (AR\$)	\$ 1,90
Vol. promedio diario (3meses)	19.901	Beta/Merval	0,42

Información de la Organización

Ubicación: Buenos Aires, Argentina.

Industria: Concesión de Autopista (infraestructura).

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

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

Website: www.auoeste.com.ar

Analista
Linchutt Santiago

Tutor del Reporte
Merlo Mariano

2011

Financial Reports
UB Business School
Burkenroad Latinoamérica (Argentina)



EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN.

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



RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Se mantiene la calificación de Market Outperform recomendando la inversión en este activo con un precio objetivo para los próximos 12 meses de AR\$ 2,69. En el 2010 continuaron los ajustes tarifarios en las concesiones viales para compensar los mayores costos por inflación. Como esta variable es la más importante y la que más impacto tiene en la valuación, la política de ajustes tarifarios iniciada en el 2009 por el gobierno confirma una mayor estabilidad y previsibilidad en la rentabilidad futura de la organización. Por otro lado como la mayor parte de las inversiones en obras estipuladas por el contrato de concesión ya fueron ejecutadas y los niveles de endeudamiento actuales son bajos se espera una muy sólida generación de flujos de efectivo en el futuro.

GCO, que posee una de las concesiones de autopistas más grande de la Republica Argentina, actualmente se encuentra ante un escenario mucho más favorable por el mayor crecimiento económico (que impacta positivamente en los volúmenes de transito), la caída en el riesgo país argentino y las bajas tasas de interés internacionales. La percepción es que todas estas mejoras aún no se ven reflejadas en su totalidad en los precios de las acciones.

TESIS DE INVERSIÓN

Nuestro precio objetivo se basa en los siguientes factores:

*La economía
continuará
creciendo los
próximos años.*

Se proyecta para los próximos años que la economía argentina continuará en expansión aunque a tasas de crecimiento más moderadas que la que se espera para el presente año.

*Ajustes tarifarios
en línea con la
inflación*

Se estima que en el futuro las tarifas de peaje continuarán con incrementos por reajustes tarifarios en función de la tasa de inflación.

*La renegociación
contractual no
modificará la
rentabilidad*

La renegociación integral del contrato de concesión, que continua sin definición con el gobierno nacional, no modificará la rentabilidad actual de la sociedad.

**VALUACIÓN
DE LA
EMPRESA**

Se determina un precio objetivo para los próximos 12 meses de AR\$ 2,69 utilizando valuación por descuento de flujos de fondos (DCF) hasta el final de la concesión en moneda doméstica y a precios corrientes. No se incluyen nuevas concesiones o la renovación de la actual en el modelo de valuación. Se considera en el valor terminal el pago de indemnizaciones al personal por la finalización del plazo de concesión y la recuperación del capital de trabajo y los activos remanentes de la concesión a valores libro.

En la tasa de descuento se incorpora nuevamente la prima por riesgo país y la prima adicional por riesgo regulatorio para contemplar aquellos riesgos propios de esta industria como los posibles atrasos en el reconocimiento de los mayores costos de operación por inflación en las tarifas de peaje. Esta prima por riesgo regulatorio tiene como objetivo hacer una corrección a la beta obtenida del mercado americano para contemplar aquellos riesgos adicionales que presenta esta industria en el ámbito local.

Tabla 1: Datos asumidos en la valuación

Tasa libre de riesgo	3,00%
Prima de mercado	5,61%
Riesgo país	5,50%
Prima riesgo regulatorio	3,00%
Beta de la industria	0,80

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

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

Valor presente de los Flujos Futuros	477.925
Valor de la deuda neta	-59.720
Total Valor Equity	537.645
Cantidad Acciones	160.000
Valor acción	3,36
Descuento por iliquidez	20%
Precio Objetivo próximos 12 meses	2,69

Sensibilidad de la valuación

La variable crítica de GCO es el precio de las tarifas ya que es la que muestra un mayor peso y sensibilidad en los resultados obtenidos. Consecuentemente el análisis de sensibilidad se realiza sobre esta variable clave para la valuación.

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

Incrementos Tarifarios / Inflación	Valor Acción	Descuento por Ilíquidez	Precio Objetivo	Variación del PO
-15%	2,08	20%	1,66	-38%
-10%	2,50	20%	2,00	-25%
-5%	2,93	20%	2,35	-13%
0%	3,36	20%	2,69	0%
5%	3,79	20%	3,03	13%
10%	4,22	20%	3,37	25%
15%	4,64	20%	3,71	38%

Aunque se observe una alta sensibilidad en los resultados, hoy no parece probable un escenario pesimista donde las tarifas permanezcan sin actualizar o hagan caer significativamente los márgenes actuales de la sociedad ya que las últimas acciones del gobierno no van en ese sentido, sin embargo tampoco se ven muchas posibilidades de recuperar los márgenes y niveles de rentabilidad estipuladas en el contrato de concesión original.

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 preoperativa, se realiza una parte importante de las obras de construcción comprometidas lo que implica una fuerte inversión inicial. Luego comienza la segunda etapa llamada operativa en la que se empieza a percibir los ingresos por peajes y se continúa realizando obras de conservación, mantenimiento y ampliación de menor envergadura.

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

Luego de la crisis Argentina del año 2002, las tarifas (al igual que otros servicios públicos) fueron congeladas y a partir del año 2009 comenzaron los ajustes tarifarios por el reconocimiento de los mayores costos incurridos por la inflación.

Finalmente es importante mencionar que la actividad se encuentra fuertemente regulada por el 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.

Factores claves de la industria

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

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

Análisis FODA

Fortalezas

- Ingresos recurrentes y estables.

Debilidades

- Las tarifas son reguladas por el Estado Nacional.
- Las últimas negociaciones salariales con los gremios han estado ejerciendo una fuerte presión sobre los márgenes de la sociedad.

Oportunidades

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

Amenazas

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

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

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

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

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

Ingresos

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

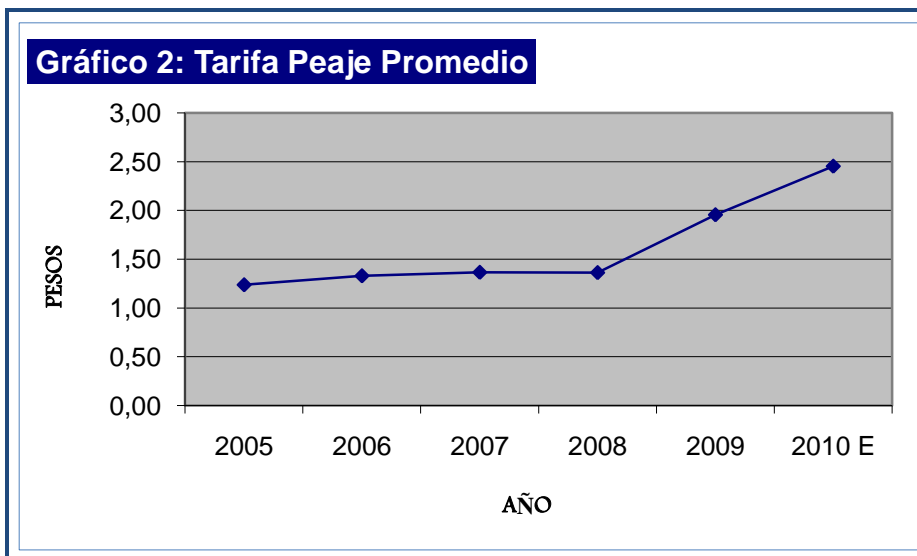
Los ingresos por el cobro de peajes corresponden en aproximadamente en un 90% a vehículos livianos y los ingresos comerciales constituyen derechos de

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 en general es creciente y acompaña el crecimiento general de la actividad económica.

Tabla 5: Tránsito Histórico

	2005	2006	2007	2008	2009
Volumen Vehículos	85,286,241	94,115,607	102,324,268	112,797,072	105,091,149
Crecimiento Anual	12%	10%	9%	10%	-7%

Pero, a pesar esta tendencia de crecimiento en los niveles de tránsito, las tarifas permanecieron durante varios años sin actualizaciones a la espera de la nueva renegociación contractual que se demoró más de lo previsto. Recién en año 2009, el gobierno nacional atendió los reclamos del sector y autorizó ajustes en los niveles tarifarios reconociendo los mayores costos incurridos por efectos inflacionarios. Los ajustes continuaron también en el 2010 y todo hace suponer que en el futuro seguirán acompañando la tasa de inflación.



Estructura de Costos

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

Tabla 6: Estructura de Costos año 2009

Sueldos, Jornales y Honorarios	50%
Mantenimiento y conservación	25%
Impuestos y tasas	9%
Otros	16%

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

Tabla 7: Rentabilidad Histórica

	2005	2006	2007	2008	2009
Margen EBITDA	56%	57%	50%	36%	36%
Costos Operativos / Ventas	28%	27%	34%	46%	46%

Inversiones

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

Las inversiones en mantenimiento se mantienen en forma aproximadamente constante en el tiempo con erogaciones de aproximadamente 12 Millones de pesos anuales. Por otro lado la mayor parte de las inversiones contractuales comprometidas en la concesión ya fueron ejecutadas y quedan pendientes por contrato obras estimadas en unos 102 millones de pesos.

Deuda

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

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

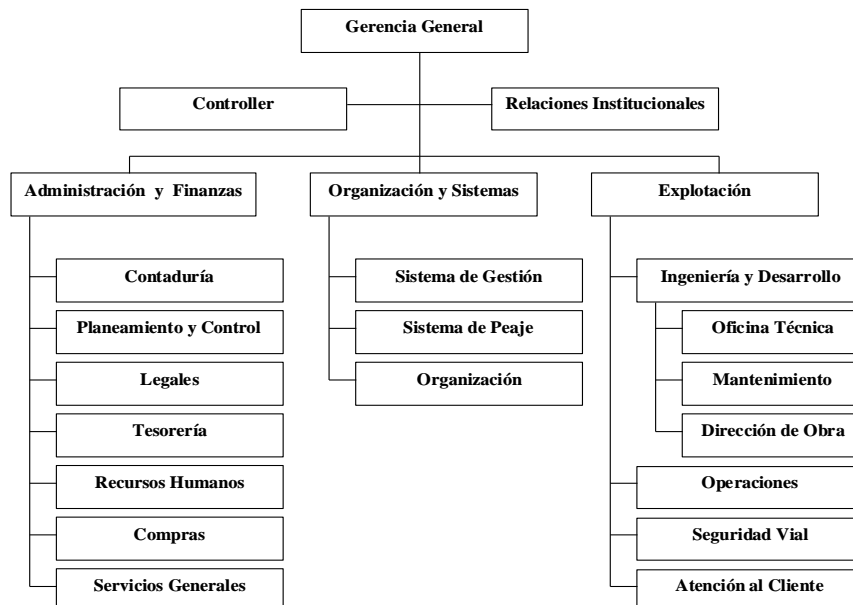
Tabla 8: Endeudamiento y Cobertura

	2005	2006	2007	2008	2009
DEUDA / PATRIMONIO NETO	0,56	0,67	0,72	0,69	0,65
DEUDA NETA /EBITDA	1,63	1,13	1,49	1,83	1,00
EBITDA/ INTERESES	3,14	3,60	2,97	2,37	3,42

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

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

El Organigrama actual de la sociedad es el siguiente:



COMPOSICIÓN ACCIONARIA

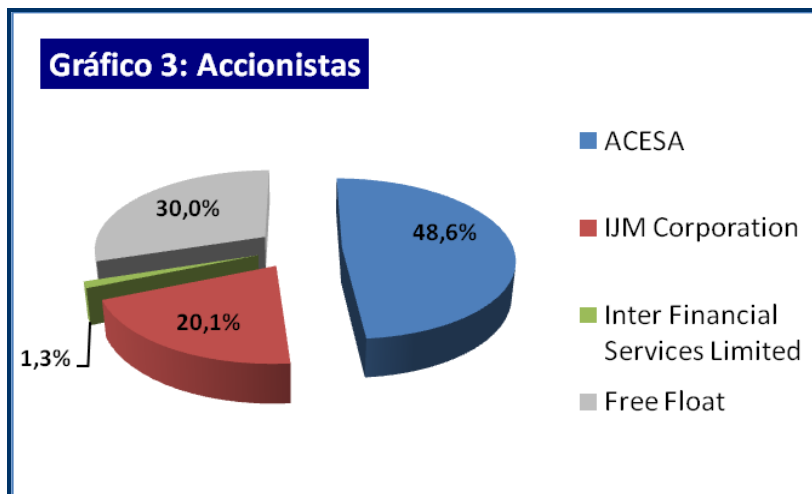
Los principales accionistas de la sociedad son:

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

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

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

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



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

ANÁLISIS DE RIESGOS

Riesgos regulatorios

GCO posee un elevado riesgo regulatorio evidenciado en la aún pendiente renegociación de la ecuación económica-financiera de la concesión, y la demora que hubo en reconocer los mayores costos por inflación mediante ajustes de tarifas afectando la capacidad de mantener un desempeño financiero estable y predecible.

Riego de finalización anticipada de la concesión

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

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

Riesgos operacionales

El principal riesgo operativo es que el impacto inflacionario principalmente en los aumentos en los salarios del personal no pueda ser compensados mediante incrementos en las tarifas de peajes y de esta manera se erosione los márgenes de la sociedad.

Riesgos financieros

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

**ANÁLISIS
HISTÓRICO Y
PROYECCIONES
ECONÓMICO
FINANCIERAS.**

El precio objetivo tiene los siguientes supuestos:

*Supuestos
Macroeconómicos*

Superada la contracción económica del año 2009 como consecuencia de la crisis mundial y la fuerte recuperación observada en el 2010, se estima que la economía argentina seguirá creciendo pero a tasas inferiores para los próximos años.

Los datos históricos indican una fuerte relación entre los volúmenes de tránsito de GCO con los indicadores de actividad económica (PBI), por lo tanto y de acuerdo al análisis de regresión realizado se estima una correlación de 1,1x entre los volúmenes de tránsito y el crecimiento del PBI para nuestras proyecciones a partir del 2011.

Tabla 9: Proyecciones de PBI y volúmenes de tránsito

	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Crecimiento del PBI*	8.3%	5.1%	3.9%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
Crecimiento del tráfico	7.8%	5.6%	4.3%	3.3%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

*Fuente: Economist Intelligence Unit y elaboración propia

*Supuestos
Operativos*

Luego de los reajustes tarifarios otorgado a la sociedad en los años 2009 y 2010, se estima que las actualizaciones tarifarias seguirán los niveles de inflación doméstica. La fundamentación está en la actual existencia de un mecanismo de actualización por los mayores costos incurridos (aunque la autorización del reajuste puede llegar a ser demorada), y en las últimas actualizaciones tarifarias otorgadas a la sociedad durante el presente año en el mes de octubre.

Con respecto a los costos de la sociedad, como la mayoría son de carácter fijo se estima que también sufrirán incrementos similares a la tasa de inflación general.

Tabla 10: Inflación y Ajustes Tarifarios proyectados

	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Inflación*	25.0%	27.0%	20.0%	15.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Ajustes tarifarios	25.4%	27.0%	20.0%	15.0%	10.0%	8.0%	5.0%	5.0%	5.0%

*Fuente: Buenos Aires City y elaboración propia

*Supuestos
Financieros*

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

*Supuestos de
Inversión*

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

**FUENTES DE
INFORMACIÓN**

Órgano de Control de Concesiones Viales www.occovi.gov.ar
Asociación Argentina de Carreteras www.aacarreteras.org.ar
Autopistas del oeste www.auoeste.com.ar
Comisión Nacional de Valores. Estados contables anuales y trimestrales de Grupo Concesionario del Oeste S.A. www.cnv.gov.ar
Análisis Económico sobre la Argentina de Orlando Ferreres www.ojf.com
Damodaran online www.stern.nyu.edu/~adamodar/
UB Macrosintesis www.macrosintesis.com.ar

GCO Balance General (miles de AR\$)

	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Total Activos	562.586	519.504	499.905	475.909	486.410	457.168	469.722	460.513	462.719	459.819	471.035	415.979
Activos Corrientes	56.482	49.147	76.603	92.031	139.539	145.372	191.275	218.544	263.016	312.657	393.629	446.702
Caja	4.417	4.351	6.368	7.320	9.809	12.268	14.567	16.371	18.064	19.379	20.789	22.303
Inversiones CP	42.075	33.850	55.012	66.048	104.720	101.826	139.569	160.434	198.897	243.871	319.837	367.539
Créditos	8.336	8.778	11.811	15.401	20.639	25.812	30.649	34.445	38.007	40.773	43.741	46.924
Otros activos corrientes	1.654	2.168	3.412	3.261	4.370	5.466	6.490	7.294	8.048	8.634	9.262	9.937
Activos No Corrientes	506.104	470.357	423.302	383.879	346.872	311.796	278.447	241.970	199.702	147.162	77.406	-30.723
Inversiones Permanentes	498.979	462.454	414.859	383.879	346.872	311.796	278.447	241.970	199.702	147.162	77.406	-30.723
Otros activos no corrientes	7.125	7.903	8.443	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos + Patrimonio neto	562.586	519.504	499.905	475.909	486.410	457.168	469.722	460.513	462.719	459.819	471.035	415.979
Pasivos Corrientes	46.156	48.940	67.059	34.483	44.608	54.318	63.193	70.060	76.271	80.734	85.468	90.490
Deudas Comerciales	16.478	11.182	12.536	14.302	18.163	21.796	25.065	27.572	29.778	31.266	32.830	34.471
Deuda Financiera CP	13.900	25.252	31.270	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deudas Sociales y Fiscales	12.529	8.245	18.645	13.438	17.409	21.221	24.709	27.408	29.853	31.616	33.487	35.474
Otras Deudas CP	3.249	4.261	4.608	6.743	9.036	11.301	13.419	15.081	16.640	17.851	19.151	20.545
Pasivos No Corrientes	188.677	163.978	130.485	127.868	87.146	38.923	35.701	32.478	29.255	26.033	22.810	19.588
Deuda Financiera LP	133.761	111.578	81.894	82.500	45.000	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos LP	54.916	52.400	48.591	45.368	42.146	38.923	35.701	32.478	29.255	26.033	22.810	19.588
Patrimonio Neto	327.753	306.586	302.361	313.558	354.656	363.927	370.828	357.975	357.193	353.052	362.757	305.901

GCO Balance General (miles de US\$)

	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Total Activos	178.599	160.837	137.337	120.789	98.421	78.475	71.445	64.950	61.635	59.499	59.209	50.795
Activos Corrientes	17.931	15.216	21.045	23.358	28.235	24.954	29.093	30.823	35.034	40.457	49.479	54.546
Caja	1.402	1.347	1.749	1.858	1.985	2.106	2.216	2.309	2.406	2.508	2.613	2.723
Inversiones CP	13.357	10.480	15.113	16.763	21.189	17.479	21.228	22.627	26.494	31.556	40.203	44.880
Créditos	2.646	2.718	3.245	3.909	4.176	4.431	4.662	4.858	5.063	5.276	5.498	5.730
Otros activos corrientes	525	671	937	828	884	938	987	1.029	1.072	1.117	1.164	1.213
Activos No Corrientes	160.668	145.621	116.292	97.431	70.187	53.521	42.352	34.127	26.601	19.042	9.730	-3.752
Inversiones Permanentes	158.406	143.175	113.972	97.431	70.187	53.521	42.352	34.127	26.601	19.042	9.730	-3.752
Otros activos no corrientes	2.262	2.447	2.320	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pasivos + Patrimonio neto	178.599	160.837	137.337	120.789	98.421	78.475	71.445	64.950	61.635	59.499	59.209	50.795
Pasivos Corrientes	14.653	15.152	18.423	8.752	9.026	9.324	9.612	9.881	10.159	10.447	10.743	11.050
Deudas Comerciales	5.231	3.462	3.444	3.630	3.675	3.741	3.812	3.889	3.966	4.046	4.127	4.209
Deuda Financiera CP	4.413	7.818	8.591	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Deudas Sociales y Fiscales	3.977	2.553	5.122	3.411	3.523	3.643	3.758	3.866	3.976	4.091	4.209	4.332
Otras Deudas CP	1.031	1.319	1.266	1.711	1.828	1.940	2.041	2.127	2.217	2.310	2.407	2.509
Pasivos No Corrientes	59.897	50.767	35.848	32.454	17.633	6.681	5.430	4.581	3.897	3.369	2.867	2.392
Deuda Financiera LP	42.464	34.544	22.498	20.939	9.105	0	0	0	0	0	0	0
Otros Pasivos LP	17.434	16.223	13.349	11.515	8.528	6.681	5.430	4.581	3.897	3.369	2.867	2.392
Patrimonio Neto	104.049	94.918	83.066	79.583	71.762	62.469	56.403	50.488	47.579	45.684	45.598	37.353

GCO Cuadro de resultados (miles de AR\$)

	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos	143.520	157.794	209.794	282.507	378.579	473.478	562.197	631.823	697.167	747.905	802.340	860.743
EBITDA	73.080	58.847	78.202	115.446	166.411	218.876	269.405	309.752	349.330	382.676	418.850	374.004
Amortizaciones	(48.996)	(57.347)	(67.743)	(71.257)	(77.671)	(84.156)	(90.118)	(99.281)	(110.482)	(124.572)	(145.817)	(188.441)
EBIT	24.084	1.500	10.459	44.189	88.739	134.720	179.287	210.471	238.848	258.104	273.033	185.563
Intereses netos	(20.287)	(25.854)	(10.319)	(17.540)	(16.088)	(10.575)	0	0	0	0	0	0
Otros	2.946	1.889	2.062	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	6.743	(22.465)	2.202	26.649	72.652	124.145	179.287	210.471	238.848	258.104	273.033	185.563
Impuestos	(8.050)	1.300	(7.426)	(15.452)	(31.553)	(49.576)	(68.876)	(79.790)	(89.722)	(96.461)	(101.687)	(71.072)
Utilidad Neta	(1.307)	(21.165)	(5.224)	11.197	41.099	74.569	110.412	130.681	149.126	161.642	171.347	114.491

GCO Cuadro de resultados (miles de US\$)

	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ingresos	45.562	48.853	57.636	71.702	76.602	81.274	85.510	89.111	92.865	96.777	100.854	105.104
EBITDA	23.200	18.219	21.484	29.301	33.672	37.571	40.977	43.687	46.532	49.517	52.649	45.669
Amortizaciones	(15.554)	(17.754)	(18.611)	(18.085)	(15.716)	(14.446)	(13.707)	(14.002)	(14.717)	(16.119)	(18.329)	(23.010)
EBIT	7.646	464	2.873	11.216	17.956	23.125	27.270	29.684	31.815	33.398	34.320	22.659
Intereses netos	(6.440)	(8.004)	(2.835)	(4.452)	(3.255)	(1.815)	0	0	0	0	0	0
Otros	935	585	566	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBT	2.141	(6.955)	605	6.764	14.700	21.310	27.270	29.684	31.815	33.398	34.320	22.659
Impuestos	(2.556)	402	(2.040)	(3.922)	(6.385)	(8.510)	(10.476)	(11.253)	(11.951)	(12.482)	(12.782)	(8.679)
Utilidad Neta	(415)	(6.553)	(1.435)	2.842	8.316	12.800	16.794	18.431	19.864	20.916	21.538	13.980

GCO Flujo de Fondos (miles de AR\$)

	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBITDA	73.080	58.847	78.202	115.446	166.411	218.876	269.405	309.752	349.330	382.676	418.850	374.004
Variaciones Capital de Trabajo	2.403	(9.458)	5.807	(5.697)	1.289	982	715	464	200	(203)	(272)	(349)
Impuestos	(8.050)	1.300	(7.426)	(21.591)	(37.184)	(53.277)	(68.876)	(79.790)	(89.722)	(96.461)	(101.687)	(71.072)
Otros	8.534	(5.036)	11.155	(3.223)	(3.223)	(3.223)	(3.223)	(3.223)	(3.223)	(3.223)	(3.223)	(3.223)
Cash flow Operativo	75.967	45.654	87.738	84.935	127.294	163.359	198.021	227.204	256.586	282.789	313.668	299.360
Total Inversiones	(42.982)	(21.432)	(20.425)	(31.833)	(40.664)	(49.081)	(56.769)	(62.804)	(68.215)	(72.032)	(76.060)	(80.312)
Free Cash Flow	32.985	24.222	67.313	53.101	86.629	114.278	141.253	164.400	188.371	210.757	237.608	219.048
Flujo de Financiación	(35.529)	(32.513)	(61.801)	(42.065)	(47.957)	(51.874)	0	0	0	0	0	0
Flujo a los Accionistas	(2.544)	(8.291)	5.511	11.036	38.672	62.404	141.253	164.400	188.371	210.757	237.608	219.048
Dividendos	(32.000)	0	0	0	0	(65.298)	(103.510)	(143.535)	(149.908)	(165.783)	(161.642)	(171.347)
Variación en la caja	(34.544)	(8.291)	5.511	11.036	38.672	(2.894)	37.743	20.865	38.463	44.974	75.966	47.702

GCO Flujo de Fondos (miles de US\$)

	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
EBITDA	23.200	18.219	21.484	29.301	33.672	37.571	40.977	43.687	46.532	49.517	52.649	45.669
Variaciones Capital de Trabajo	763	(2.928)	1.595	(1.446)	261	169	109	65	27	(26)	(34)	(43)
Impuestos	(2.556)	402	(2.040)	(5.480)	(7.524)	(9.145)	(10.476)	(11.253)	(11.951)	(12.482)	(12.782)	(8.679)
Otros	2.709	(1.559)	3.065	(818)	(652)	(553)	(490)	(455)	(429)	(417)	(405)	(394)
Cash flow Operativo	24.116	14.134	24.104	21.557	25.757	28.041	30.119	32.044	34.178	36.592	39.428	36.554
Total Inversiones	(13.645)	(6.635)	(5.611)	(8.080)	(8.228)	(8.425)	(8.634)	(8.858)	(9.086)	(9.321)	(9.561)	(9.807)
Free Cash Flow	10.471	7.499	18.492	13.477	17.529	19.616	21.485	23.187	25.092	27.271	29.867	26.748
Flujo de Financiación	(11.279)	(10.066)	(16.978)	(10.676)	(9.704)	(8.904)	0	0	0	0	0	0
Flujo a los Accionistas	(808)	(2.567)	1.514	2.801	7.825	10.712	21.485	23.187	25.092	27.271	29.867	26.748
Dividendos	(10.159)	0	0	0	0	(11.209)	(15.744)	(20.244)	(19.968)	(21.452)	(20.318)	(20.923)
Variación en la caja	(10.966)	(2.567)	1.514	2.801	7.825	(497)	5.741	2.943	5.123	5.820	9.549	5.825

Análisis de Ratios	2006 A	2007 A	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E	2014 E	2015 E	2016 E	2017 E	2018 E
Ratios de rentabilidad													
Margen Bruto	73%	66%	54%	54%	57%	59%	61%	62%	63%	64%	65%	65%	56%
Margen de EBITDA	58%	51%	37%	37%	41%	44%	46%	48%	49%	50%	51%	52%	43%
Margen Operativo	28%	17%	1%	5%	16%	23%	28%	32%	33%	34%	35%	34%	22%
Margen Neto	4%	-1%	-13%	-2%	4%	11%	16%	20%	21%	21%	22%	21%	13%
ROA	0,8%	-0,2%	-4,1%	-1,0%	2,4%	8,4%	16,3%	23,5%	28,4%	32,2%	35,2%	36,4%	27,5%
ROE	1,3%	-0,4%	-6,9%	-1,7%	3,6%	11,6%	20,5%	29,8%	36,5%	41,7%	45,8%	47,2%	37,4%
ROIC	4,6%	3,4%	0,6%	0,7%	7,3%	14,3%	23,4%	29,8%	36,5%	41,7%	45,8%	47,2%	37,4%
Ratios de Eficiencia													
Rotación Activos	0,21x	0,26x	0,30x	0,42x	0,59x	0,78x	1,04x	1,20x	1,37x	1,51x	1,63x	1,70x	2,07x
días de cobranza	10	12	11	13	11	11	11	11	11	11	11	11	11
días de pago promedio	163	94	45	61	67	67	67	67	67	67	67	67	67
Ratios de Liquidez													
Liquidez Corriente	2,07x	1,22x	1,00x	1,14x	2,67x	3,13x	2,68x	3,03x	3,12x	3,45x	3,87x	4,61x	4,94x
Liquidez ácida	2,07x	1,22x	1,00x	1,14x	2,67x	3,13x	2,68x	3,03x	3,12x	3,45x	3,87x	4,61x	4,94x
Liquidez Absoluta	1,85x	1,01x	0,78x	0,92x	2,13x	2,57x	2,10x	2,44x	2,52x	2,84x	3,26x	3,99x	4,31x
Capital de Trabajo / ventas	-12%	-12%	-5%	-9%	-4%	-5%	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%	-2%	-2%
Ratios de Endeudamiento													
Ratio Pasivo / PN	0,67	0,72	0,69	0,65	0,52	0,37	0,26	0,27	0,29	0,30	0,30	0,30	0,36
Ratio Pasivos / Activos	40%	42%	41%	40%	34%	27%	20%	21%	22%	23%	23%	23%	26%
Ratio EBITDA/INTERESES	3,7x	3,1x	2,5x	3,5x	6,6x	10,3x	20,7x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x	0,0x
Ratio Deuda neta/EBITDA	1,10	1,44	1,75	1,80	0,74	1,02	0,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00