



Buenos Aires, 29 de Marzo de 2016

GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A.

Autopista del Oeste Km 25.92, Ituzaingo, Provincia de Buenos Aires, Argentina

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

ACCIONES

Títulos Calificados	Calificación
ACCIONES ORDINARIAS CLASE B	2+

Nota 1: La definición de la calificación se encuentra al final del dictamen

Fundamentos principales de la calificación:

- La Liquidez de las Acciones se ubica en nivel Bajo
- La Capacidad de Generar Ganancias es Muy Buena:
 - Grupo Concesionario del Oeste presenta una favorable cobertura de gastos financieros, histórica y proyectada.
 - La rentabilidad sobre activos histórica es favorable y presenta una tendencia estable.
 - La compañía tiene adecuados indicadores de liquidez y calce de plazos.
 - La compañía no presenta significativos descalces de monedas.
 - El sector presenta un nivel medio de riesgo.
 - Se considera que la empresa presenta un buen posicionamiento dentro del sector que opera.
 - Se consideran satisfactorias las características de la administración y propiedad de la empresa.
 - La Rentabilidad Esperada de la Institución es Favorable.

Analista Responsable	Julieta Picorelli jpicorelli@evaluadora.com.ar
Consejo de Calificación	Julieta Picorelli Hernán Arguiz Matías Rebozov
Manual de Calificación	Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Acciones
Último Estado Contable	Estados Contables al 31 de Diciembre de 2015

ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA

La Sociedad Grupo Concesionario del Oeste S.A. tiene como actividad principal la construcción, mantenimiento, administración y explotación del Acceso Oeste, uno de los más importantes corredores viales de la Argentina en términos de volumen de tránsito. La Autopista conecta la Ciudad Autónoma de Buenos Aires con la ciudad de Luján y la Zona Oeste del conurbano bonaerense.

En julio de 1994, el Poder Ejecutivo Nacional ("PEN"), a través del Decreto 1167, aprobó el Contrato de Concesión y la adjudicación de la Concesión a la Sociedad. Es una concesión de obra pública por peaje, con sujeción al régimen de la Ley N° 17.520, modificada por la Ley N° 23.696 al Acceso Oeste, por el plazo de 22 años y ocho meses contados a partir de la fecha de publicación en el Boletín Oficial del decreto del PEN aprobatorio del Contrato.

La autopista forma parte de la Red de Accesos a la Ciudad de Buenos Aires y se conecta con la Avenida General Paz y con las Autopistas 25 de Mayo y Perito Moreno permitiendo a los usuarios un rápido recorrido desde y hacia el centro de la Ciudad de Buenos Aires. Cuenta con cuatro carriles por dirección en los tramos de mayor circulación pasando a tres y dos carriles a medida que disminuye la cantidad de tránsito.

La Autopista tiene un trayecto de 52,5 Km, se encuentra dividida en cuatro tramos, los tres primeros forman parte de la Ruta Nacional (R.N.) N° 7 y el último de la R. N. N° 5, y atraviesa los partidos de Tres de Febrero, Morón, Hurlingham, Ituzaingó, Merlo, Moreno, Gral. Rodríguez y Luján.

El Tramo I tiene una extensión de 8,65 Km. entre el distribuidor de la Avda. Gral. Paz y la Avda. Vergara, en los partidos de Tres de Febrero y Morón, y cuenta con cuatro carriles por sentido de circulación y calles colectoras pavimentadas, de uso gratuito. Fue inaugurado el 2 de septiembre de 1998, integrando definitivamente el oeste del Gran Buenos Aires con la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

El Tramo II tiene una longitud de 15,08 Km, con cuatro carriles por sentido de circulación, en el sector comprendido entre la Avda. Vergara (Ruta Provincial - R.P.-N° 4) y la calle Martín Fierro, en el partido de Ituzaingó y desde allí hasta la Ruta Provincial N° 23; en Moreno posee tres carriles de circulación por sentido.

El Tramo III tiene una extensión de 26,44 Km., con dos carriles por sentido de circulación y calles colectoras en ambos lados, llegando hasta el empalme con la R.N. N° 5 en las afueras de la ciudad de Luján, atravesando los partidos de Moreno y Gral. Rodríguez. Durante el año 2014 se comenzaron las obras del

tercer carril de este tramo, en el sector que inicia en R.P. N° 23 y concluyendo en el puente Wilde-Gorriti.

Finalmente el Tramo IV de 2,3 kilómetros de extensión, conformado por dos carriles por sentido de circulación, se desarrolla sobre la R.N. N° 5 entre la R.N. N° 7 y la R.P. N° 47.

Los ingresos de la Sociedad derivan principalmente del cobro de peaje. Dispone de 4 áreas de servicio, centros de emergencias, un Centro Integral de Atención al Cliente y 33 estaciones de peaje distribuidas en 132 vías (63 manuales, 31 mixtas y 38 de Telepeaje).

Grupo Concesionario del Oeste ha celebrado contratos con las empresas Shell Compañía Argentina de Petróleo S.A. e YPF S.A. por la subconcesión de áreas de servicios para la construcción de estaciones de servicio en el Acceso Oeste, y un contrato con Edenor S.A., para el tendido de cables subterráneos dentro del ámbito jurisdiccional de la autopista. Los plazos de vigencia de dichos contratos vencen en 2018 y/o con la extinción del Contrato de Concesión.

Durante el ejercicio 2015, tal como viene sucediendo desde el 2002, la Sociedad realizó las gestiones necesarias ante las autoridades salientes y entrantes para que se complete la etapa pendiente de la renegociación del Contrato de Concesión, manifestando que su objetivo es restituir el equilibrio económico y financiero del Contrato, abordar nuevas inversiones, y al mismo tiempo, tener un horizonte más amplio que otorgue mayor previsibilidad a la concesión y los accionistas. Al efecto, en el mes de julio de 2015, la Sociedad presentó un Reclamo Administrativo Previo que exigía el cumplimiento, por parte de la autoridad concedente, de su obligación de arribar a una instancia de revisión que está pendiente desde el año 2006.

Desde el año 2011 las tarifas presentaron cierta adecuación por la variación de costos; en relación al período julio 2010-junio 2011 la autorización de aumento tarifario promedio fue del 20%, y durante el año 2012 se aplicaron otros dos incrementos (uno en abril que promedió un 22% y el restante en diciembre por el 10% promedio). Los aumentos fueron generados por la aplicación de la Cláusula Octava (8va) del Acuerdo de Renegociación Contractual, que reconoce en las tarifas los incrementos de costos de operación, mantenimiento e inversiones ocurridos hasta octubre de 2012.

El 2 de agosto de 2012 se aprobó un convenio celebrado con los concesionarios de Autopistas del Sol, Autopista del Oeste y Autopista Riccheri, mediante el cual se incluye en el cuadro tarifario de las autopistas un Recurso de Afectación Específica (RAE) con destino al financiamiento de las obras de ampliación de la



Avenida General Paz y otras obras a efectuarse en las zonas de las concesiones. Los fondos recaudados por las concesionarias en su carácter de “Agentes de Percepción” son depositados en un fideicomiso cuyo beneficiario es la Dirección Nacional de Vialidad. El RAE recaudado no tiene efectos en los ingresos de las concesionarias, aunque por esta tarea se le reconoce a la Sociedad una retribución del 2% sobre el monto recaudado.

El nuevo cuadro tarifario como consecuencia del incremento del valor asignado al RAE comenzó a regir desde el 1º de mayo de 2013. Estos incrementos impactaron únicamente en el RAE y no generaron ingresos adicionales para la compañía. Tuvieron por finalidad contar con recursos adicionales necesarios para el desarrollo de nuevas obras de carácter prioritario a realizar en los Accesos a la Ciudad de Buenos Aires.

Durante el año 2014 se otorgaron dos aumentos de tarifas que rigieron a partir del 1º de febrero y del 2 de agosto, los cuales significaron, en promedio, un aumento de la tarifa al público de hasta aproximadamente 25% y 20%, respectivamente. Los impactos de los mencionados incrementos en las tarifas para la Sociedad fueron solamente de 12% y 10%, respectivamente. La diferencia entre ambos ajustes fue aplicada al RAE destinado a la financiación de obras, el cual tuvo un aumento en el año 2014 del 176% y al cierre del ejercicio a diciembre 2014 alcanzaba una magnitud aprox. del 36% respecto de la recaudación neta de la concesión.

El incremento autorizado sobre las tarifas al público usuario con vigencia a partir del 3 de enero de 2015 fue del orden del 25% para la categoría 2; no obstante, la autoridad de aplicación definió que la tarifa correspondiente a la Concesionaria se ajustara a partir de dicha fecha en un 18%, destinando la diferencia al RAE. Este reconocimiento tarifario a la Concesionaria, por debajo de lo solicitado en base a los procedimientos contractuales, no ha recompuesto el atraso en el reconocimiento del incremento soportado en los costos correspondientes a operación, mantenimiento e inversiones.

Con la asunción de las nuevas autoridades en la DNV y el OCCOVI, se dictó la Resolución DNV N° 10 de fecha 25 de enero de 2016, mediante la cual se otorgó un nuevo aumento de tarifas, el cual permitió recomponer parcialmente los atrasos anteriormente no reconocidos por la cláusula de variación de precios prevista en el Acuerdo de Renegociación Contractual.

En el año 2015 el tránsito equivalente pagante (TEQ) creció el 1,62%, aproximadamente, respecto al año 2014, mientras que el tránsito en vehículos equivalentes pasantes registró un crecimiento del 3,72% en relación con el mismo año, alcanzando picos de más de 347.000 vehículos/diarios.

ANÁLISIS DE RIESGO

PROCEDIMIENTOS NORMALES DE CALIFICACIÓN DE ACCIONES.

1. Liquidez del instrumento.

La liquidez de las acciones corresponde a la medición del efecto conjunto de los indicadores de rotación y liquidez de mercado que se detallan a continuación:

a) Indicador de Rotación

Este indicador se calculará dividiendo el monto transado de la acción en un año, por el valor bursátil promedio del patrimonio en el mismo período.

La Rotación (Ro) se calificará en:

Nivel 1 : si $7\% \leq Ro$

Nivel 2 : si $2\% \leq Ro < 7\%$

Nivel 3 : $Ro \leq 2\%$

Calificación de la Rotación: **Nivel 3**, dado que el indicador de rotación es 0,9% producto de un volumen transado en los últimos doce meses de \$ 7,024 millones y una capitalización promedio de \$ 781,828 millones.

b) Indicador de Liquidez de Mercado.

La liquidez de mercado se calificará en tres niveles: alta, media y baja. Se considerará alta liquidez de mercado a aquellas acciones que representen aproximadamente un tercio del volumen diario de transacciones en el mercado. Se considerará liquidez media a aquellas acciones que representen aproximadamente dos tercios del volumen diario de transacciones y que no fueron calificadas como de alta liquidez. Las restantes acciones se calificarán como de baja liquidez.

Calificación de la liquidez de Mercado: **Baja**, dado que el volumen transado se encuentra dentro del último tercio de acciones transadas en el mercado.

Sobre la base de los puntos a) y b) precedentes se calificó la liquidez de la acción en **Nivel Bajo** de acuerdo a la siguiente matriz:

MATRIZ DE CALIFICACIÓN DE LA LIQUIDEZ

Rotación	Liquidez de Mercado		
	Alta	Media	Baja
Nivel 1	Alta	Alta	Media
Nivel 2	Alta	Media	Baja
Nivel 3	Media	Baja	Baja

2. Capacidad de Generar Ganancias.

La Capacidad de Generar Ganancias se determinará midiendo el efecto conjunto de la capacidad de pago y de la rentabilidad esperada de la institución.

a) Capacidad de Pago Esperada

a.1) Cobertura de gastos financieros (CGF)

La CGF arroja un resultado superior a 800 si se consideran los datos de los balances anuales cerrados en diciembre de 2013, 2014 y 2015 y los intereses asociados a la deuda con el sistema financiero. Cabe mencionar que estos intereses no incluyen los gastos asociados a la deuda comercial, a través de la cual básicamente se financia la Sociedad; de todas maneras, si se incluyeran, la cobertura se mantendría en niveles relativamente altos. La rentabilidad promedio sobre activos para dicho período alcanza un valor de 29,4%.

a.2) Grado de Riesgo del Sector

Se estima que el sector presenta un nivel medio de riesgo.

Por las características de la industria la misma no se encuentra expuesta a un alto grado de competencia, aunque tampoco presenta un gran potencial de desarrollo. Sobre la base del crecimiento del volumen de tránsito, se estima que el incremento de los ingresos será moderado. Se calcula que la elasticidad del ingreso de servicio de autopista, tanto con respecto al ingreso real de la población como con respecto al nivel de actividad, es menor que uno. La elasticidad-precio del volumen de tránsito que utiliza el servicio de autopista con peaje también es baja, observándose un coeficiente aproximado de 0.3, lo que indica una demanda relativamente inelástica a las variaciones de la tarifa de peaje. La industria no muestra ciclos específicos, independientes de los ciclos económicos globales.

Proveedores de la industria. Entre los insumos, materias primas y servicios que demanda la industria para la prestación del servicio de autopista se encuentran los rubros de combustible, repuestos de barreras de peajes, limpieza, seguros, electricidad, vigilancia, emergencias médicas, auxilio mecánico, alquiler de equipos, auditores impositivos y contables, y obras de infraestructura. Se considera que la industria no se encuentra expuesta a prácticas monopólicas por parte de los productores de dichos bienes y servicios.

Características institucionales. El sistema de concesiones viales en Argentina contempla básicamente dos modalidades:

- Corredores viales: rutas de baja intensidad de tránsito con el objetivo de crear una red de infraestructuras de integración territorial. Su construcción es financiada mediante recursos públicos, procediéndose, en algunos casos, a su mantenimiento y conservación a través de una concesión privada que obtiene recursos mediante el cobro de peaje y/o subvenciones públicas provenientes de impuestos específicos.
- Accesos a las grandes ciudades: son concesiones de obra pública de carácter gratuito para la construcción, mantenimiento y operación mediante financiación privada, siendo infraestructuras viales de altos requerimientos de inversión, gran capacidad de tránsito y alternativas a las rutas preexistentes. El sistema de peaje es conocido internacionalmente como “peaje abierto”, que significa que el monto total del peaje que satisface el cliente usuario por un determinado recorrido es función únicamente de las barreras de peaje que cruza.

El fundamento legal de la Concesión es el principio de equilibrio de la ecuación económica financiera formulada por el Concesionario al presentarse a licitación y aceptada por el Estado al adjudicar la obra pública. Son elementos esenciales (i) la inversión en obras de primera etapa, que deben ejecutarse antes del inicio del cobro del peaje, (ii) las obras de segunda etapa que el Concesionario está obligado a realizar a lo largo del plazo de concesión, (iii) el plazo de concesión y (iv) la tarifa de peaje que en ningún caso podrá superar el valor medio económico de los servicios prestados a los clientes y usuarios de la autopista.

El marco regulatorio establece que el Concesionario (i) debe cumplir con todas las tareas, servicios y obligaciones relativas a la construcción, mejoras, reparación, conservación, ampliación, remodelación, mantenimiento, administración y explotación de la concesión, (ii) debe cumplir con el régimen informativo aplicable durante la concesión, (iii) debe administrar y mantener los bienes afectados a la concesión, (iv) tiene derecho a percibir las tarifas establecidas en el contrato de concesión, (v) tiene derecho a percibir los ingresos que obtenga de la explotación de las áreas de servicio previamente autorizadas por el Órgano de Control, (vi) debe contratar los seguros que establezca el respectivo contrato de concesión y (vii) debe someter a aprobación del Órgano de Control un reglamento de explotación de la concesión.

A partir del mes de diciembre de 2001, el Gobierno emitió medidas, leyes, decretos y regulaciones que implicaron un profundo cambio del modelo económico vigente hasta ese momento:

- Quedaron sin efecto las cláusulas contractuales que establecieron las tarifas en dólares y su actualización sobre la base del CPI.

- Congelamiento de Tarifas.
- Pesificación y aplicación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) sobre las deudas financieras contraídas en dólares en el mercado local.
- Incremento de las deudas contraídas en dólares en el exterior.
- Aumento de los costos de operación por la devaluación del peso.
- Aumento de los costos laborales (Decretos 2641/02 y 392/03).

Características de la renegociación

El Proceso de Renegociación Contractual fue habilitado por la Ley 25.561. Por medio del Decreto 293, en febrero de 2002, se creó la Comisión de Renegociación de Contratos de Obras y Servicios Públicos.

A través del decreto 311/03, se creó la Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos (UNIREN) en el ámbito del Ministerio de Economía y Producción y del Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios, que es la continuadora del proceso de renegociación desarrollado a través de la precitada Comisión de Renegociación. Dicho Decreto, a su vez, derogó entre otros a los Decretos 293/02 y 370/02 del PEN pero mantuvo la vigencia de sus normas reglamentarias y complementarias.

Como resultado del proceso de renegociación del contrato de concesión que la Sociedad mantuvo con la UNIREN, y luego de varias postergaciones, se firmó una "Carta de Entendimiento" que contiene las bases y condiciones para la adecuación definitiva del Contrato de Concesión, la que está sujeta a los procedimientos de consulta y aprobación fijados en las Leyes N° 25.561 y 25.790.

Luego de ser sometida a Audiencia Pública, el 7 de abril de 2005, la Sociedad firmó un "Acuerdo de Renegociación Contractual", en el ámbito de la UNIREN, que incorporó las propuestas incluidas en la Carta de Entendimiento con las modificaciones de ciertos aspectos parciales surgidos de las opiniones recogidas en la mencionada audiencia.

El 16 de febrero de 2016 a través del Decreto 367/16 se dispuso la disolución de la UNIREN y se instruye a los ministerios a cuyas órbitas correspondan los contratos sujetos a renegociación, a proseguir los procedimientos que se encuentren en trámite en esa unidad, para que conjuntamente con el Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas suscriban acuerdos parciales y adecuaciones transitorias de tarifas necesarios para garantizar la continuidad normal de los servicios, los que se efectuarán a cuenta de la Revisión Tarifaria Integral.

a.3) Posición de la empresa en su industria

Existe un número importante de empresas en el mercado, tanto nacionales como internacionales, que se dedican a la explotación de concesiones viales en la red vial argentina. Entre las principales empresas del rubro se destacan: Sideco Americana SA, Impregilo spa iglis SA, Dycasa - Dragados y construcciones Argentina SA, Cofides SA, Simest Spa, Benito Roggio e hijos SA, Grupo mexicano de desarrollo SA, CBPO Companhia brasileira de projetos e Obras, Obrascon Huarte Lain (OHL), Hemarsa Saicfi, Servente constructora SA y Coviare SA. Cabe destacar que dadas las características particulares del negocio, que la concesión para la explotación de la autopista se extiende hasta el año 2018 – con propuesta de prórroga hasta el año 2033-, la empresa no se encuentra expuesta a competencia por una cuota de mercado como sucede en otras industrias no reguladas.

Análisis de los proveedores. Entre los insumos, materias primas y servicios que demanda la empresa para la prestación del servicio de autopista se encuentran los rubros de combustible, repuestos de barreras de peajes, limpieza, seguros, electricidad, vigilancia, emergencias médicas, auxilio mecánico, alquiler de equipos, auditores impositivos y contables, y obras de infraestructura. Se considera que la empresa no se encuentra expuesta a prácticas monopólicas por parte de los productores de dichos bienes y servicios. En el caso de la ejecución de obras de infraestructura la compañía realiza permanentes licitaciones para su aprobación y realización.

Concentración de compradores. Los ingresos de la empresa se originan en el cobro de la tarifa de peaje por la explotación y prestación del servicio de autopista. Por lo tanto, la concentración de los usuarios es muy baja, estando totalmente atomizada entre los distintos usuarios del servicio.

Existen caminos alternativos por los cuales podría verse afectado el volumen de tránsito de la autopista del oeste. Sin embargo, las condiciones en que se encuentran dichas vías alternativas sumadas a otros factores que inciden en su utilización disminuyen el riesgo de sustitución de la autopista mencionada. El uso de la autopista disminuye el tiempo del recorrido, en comparación con otras alternativas.

Liderazgo. Grupo Concesionario del Oeste brinda servicios al cliente en forma directa y a través de empresas e instituciones contratadas. La Sociedad desarrolla en forma permanente planes de mejora del sistema de seguridad vial y de su infraestructura en general, acorde con estándares internacionales, brindando asistencia en el viaje a través de:

- Red de Postes SOS y línea 0800-999-7656 asociados al centro de emergencias;
- Servicio de emergencias médicas;
- Servicio de bomberos;
- Servicio de grúas y asistencia mecánica; y
- Centro Integral de Atención al Cliente.

La empresa desarrolla en forma permanente planes de perfeccionamiento del sistema de seguridad en la operación, de la infraestructura y de los servicios ofrecidos, acorde con estándares internacionales que tienen por objeto dar respuesta a las necesidades y exigencias de los usuarios de la autopista. En este sentido, durante el año 2015 se han llevado adelante numerosas tareas con el objeto de mejorar la circulación de los usuarios por la autopista, dentro de las que se destacan la aplicación de las más altas tecnologías en materia de pavimentos, en especial, en mezclas asfálticas para superficies de rodadura.

En materia de prevención, las patrullas de emergencia vial recorren la Autopista las 24 hs. los 365 días del año. En el transcurso del año 2015 las acciones del servicio de seguridad vial alcanzaron las 33.500 intervenciones. Estas emergencias fueron atendidas por los equipos de patrullas y grúas de la Sociedad, adecuadamente preparados para responder a todos los tipos de incidentes que acontecieron en la Autopista, así como también, la operación de los servicios de emergencias médicas, incendios (bomberos) y guardias de mantenimiento afectadas a la operación de días u horarios críticos.

Por sexto año consecutivo la Sociedad realizó en forma conjunta con CESVI Argentina (Centro de Experimentación y Seguridad Vial) una campaña dirigida a los usuarios sobre los distintos aspectos de seguridad vial.

Los accidentes crecieron un 11% respecto al año 2014, la cantidad de accidentes con heridos creció un 1% en el mismo lapso, decreciendo un 42% los peatones heridos. En consecuencia, el IP (índice de peligrosidad), se vio disminuido en 2015 un 4% aproximadamente respecto del año anterior.

En la actualidad, la Sociedad ofrece a los usuarios múltiples alternativas para el pago del peaje; los clientes de la autopista utilizan principalmente el pago manual y el pago por sistema automático denominado Telepeaje, el cual habilita al usuario a abonar el peaje sin detener la marcha mediante la lectura de un dispositivo colocado en el parabrisas de su vehículo; las operaciones por este medio alcanzan el 28% del total de las ventas de peaje. En 2014 también se inició la operación de una nueva alternativa de pago: la tarjeta SUBE, habilitada para ser empleado en las vías de pago manual de Autopistas del Oeste.

a.4) Características de la Administración y Propiedad

Se considera satisfactoria la preparación de los profesionales, directores y ejecutivos involucrados en el manejo de la empresa.

Autopistas, Concesionaria Española S.A. (ACESA) es el accionista mayoritario luego de haber adquirido el 48,60% del paquete accionario en diciembre de 2000. ACESA es una concesionaria española con más de cuarenta años de experiencia en la gestión, operación y explotación del sector de autopistas. Es pionera en España en el desarrollo de la primera red de autopistas de peaje. El 100% de sus acciones son propiedad de Abertis Infraestructuras, S.A. (Abertis), corporación de gestión de infraestructuras de transporte y comunicaciones. En sus diferentes líneas de negocio, Abertis está presente en 10 países de Europa y América: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colombia, España, Francia, Irlanda, Puerto Rico y Reino Unido. Actualmente Abertis gestiona directamente más de 7.300 Km. de autopistas y participa también en la gestión de cerca de 2.000 Km. a través de participaciones en Reino Unido, Argentina y Colombia. El Grupo es el primer operador de vías de alta capacidad en países como España y Chile.

IJM Corporation Berhad es uno de los grupos más importantes de Malasia que ha realizado su primer emprendimiento en la Argentina a través de la participación en Autopista del Oeste en la que posee el 20,10% de las acciones. La empresa centra su actividad en el continente asiático, operando principalmente en Malasia, India, Emiratos Árabes Unidos, China e Indonesia y se especializa en el área de construcciones y desarrollos inmobiliarios, sumando hoy los servicios de infraestructura vial.

Operaciones con personas relacionadas. Se considera que las operaciones con empresas y personas vinculadas no afectan el sano manejo financiero. La empresa mantiene operaciones con las siguientes empresas vinculadas en función de lo que se observa en el último balance al 31 de diciembre de 2015:

Sociedades	Créditos	Cuentas a pagar
Autopistas Concesionaria Española S.A.	690.791	1.172.639
IJM Corporation Berhad	285.697	-
Inter. Financial Services Limited	18.479	-
Autopistas del Sol S.A.	129.922	-

Organización y Plan de Negocios. La empresa efectúa un presupuesto anual. Anualmente, el Directorio aprueba el presupuesto del ejercicio y el plan de negocio. Periódicamente, el Comité Operativo, compuesto entre otros por miembros del Directorio, evalúa el cumplimiento de los objetivos, analiza los desvíos respecto del presupuesto oportunamente aprobado, realiza el seguimiento del plan previsto y evalúa el desempeño gerencial para el logro de

los objetivos planteados, definiendo, de corresponder, las modificaciones de posible instrumentación.

INDICADORES DE LA COMPAÑÍA

Los indicadores de Grupo Concesionario del Oeste se consideran satisfactorios. La compañía presenta una adecuada estabilidad de la rentabilidad, con un coeficiente de variación de 0,16, resultante de un desvío estándar de la rentabilidad de 4,8% y una rentabilidad promedio sobre activos de 29,4%.

El plazo para amortizar la deuda a más de un año con la utilidad neta esperada es menor a un año dado que el pasivo no corriente es de \$ 156,2 millones y la utilidad neta esperada de \$ 157,1 millones.

La liquidez ácida presenta un coeficiente de 1,2 y la liquidez proyectada arroja un coeficiente de 1,6.

Al 31 de diciembre de 2015 el coeficiente de endeudamiento se ubicó en 0,60, resultante del cociente entre un pasivo total de \$ 386,5 millones y un activo total de \$ 639,1 millones.

La empresa presenta cierta incidencia de los resultados no operativos dentro de la utilidad y no se encuentra expuesta a un riesgo significativo de devaluación – al 31 de diciembre de 2015 los activos netos de los pasivos nominados en moneda extranjera representaron el 34% del patrimonio neto de la Sociedad-.

En base a los puntos a.1), a.2), a.3) y a.4) precedentes y a los indicadores de la compañía se califica la **Capacidad de Pago Esperada** de Grupo Concesionario del Oeste en **Categoría A**.

b) Rentabilidad Esperada de la Institución

El análisis de la Rentabilidad Esperada de la Institución comprende el análisis histórico de la rentabilidad y la rentabilidad proyectada.

b.1) Rentabilidad Histórica

La Rentabilidad Histórica se califica en base al análisis de un indicador que consiste en el cociente del resultado final y el valor de mercado del patrimonio. Para Grupo Concesionario del Oeste el promedio del resultado de los últimos tres ejercicios anuales sobre el valor bursátil promedio fue cercano al 10%.

La Rentabilidad Histórica se calificó en Nivel 1.

b.2.) Rentabilidad Proyectada

La Rentabilidad Proyectada se calificó en Nivel 1 dado que se espera que la misma se mantenga alrededor de los valores actuales, que a su vez son significativamente superiores a la tasa LIBOR.

En base a estos criterios, la Rentabilidad Esperada se calificará de acuerdo a la siguiente matriz:

MATRIZ DE RENTABILIDAD ESPERADA

Rentabilidad Proyectada	Rentabilidad Histórica	
	Nivel 1	Nivel 2
Nivel 1	<u>Nivel 1</u>	Nivel 2
Nivel 2	Nivel 2	Nivel 3

En concordancia la Capacidad de Generar Ganancias se calificará de acuerdo a la siguiente matriz:

MATRIZ DE CAPACIDAD DE GENERAR GANANCIAS

Capacidad de Pago Esperada	Rentabilidad Esperada		
	Nivel 1	Nivel 2	Nivel 3
A	<u>Muy Buena</u>	Muy Buena	Buena
B	Muy Buena	Buena	Regular
C	Buena	Regular	Baja

CALIFICACION FINAL

En función de las calificaciones de Liquidez y Capacidad de Generar Ganancias se obtiene la Calificación Final de las acciones de acuerdo a la siguiente matriz:

CALIFICACION FINAL

Liquidez	Capacidad de Generar Ganancias			
	Muy Buena	Buena	Regular	Baja
Alta	1+	1-	2-	3-
Media	1	2	3	4
Baja	<u>2±</u>	3+	4+	4-

CALIFICACION FINAL

La Calificación Final de las ACCIONES ORDINARIAS CLASE B emitidas por GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. se mantiene en CATEGORIA 2+.



ANEXO I - ESTADOS CONTABLES

Fecha Meses	Dic 15 12	Dic 14 12	Dic 13 12
ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL			
En Pesos			
Disponibilidades	22.922.168	26.689.643	17.797.442
Inversiones	182.930.181	104.026.825	98.603.727
Deudores por Ventas	57.581.395	45.017.000	30.429.361
Documentos a Cobrar	10.698.563	8.864.598	11.910.817
Bienes de Cambio	15.090.638	13.514.235	6.311.127
Otros Activos Corrientes	0	0	0
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	289.222.945	198.112.301	165.052.474
Bienes de Uso	268.996.918	336.369.741	384.212.702
Inversiones	66.656.990	51.905.579	49.769.326
Otros Créditos a Largo Plazo	14.251.472	11.240.932	11.560.553
Cargos Diferidos e Intangibles	0	0	0
Otros	0	0	0
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	349.905.380	399.516.252	445.542.581
TOTAL ACTIVOS	639.128.325	597.628.553	610.595.055
Obligaciones Financeras	236.847	246.425	212.275
Cuentas a Pagar + Proveedores	52.476.050	38.477.823	44.549.123
Provisiones	67.657.260	58.196.192	66.229.909
Sueldos a Pagar	43.735.212	38.901.652	29.824.825
Impuesto a Pagar	29.973.625	11.734.120	11.786.712
Otros Pasivos Corrientes	36.249.733	25.711.661	13.914.440
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	230.328.727	173.267.873	166.517.284
Obligaciones Financeras	0	236.849	483.281
Otras Cuentas a Pagar	9.572.727	22.567.067	43.012.475
Provisiones	124.079.941	119.987.850	93.136.083
Otros Pasivos No Corrientes	22.550.582	20.157.416	15.657.694
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	156.203.250	162.949.182	152.289.533
TOTAL PASIVOS	386.531.977	336.217.055	318.806.817
PATRIMONIO NETO	252.596.348	261.411.498	291.788.238
ESTADO DE RESULTADOS			
En Pesos			
Ingresos de Explotacion	812.115.631	636.365.421	559.174.799
Costos de Explotacion	-622.691.452	-499.282.612	-385.775.426
UTILIDAD BRUTA	189.424.179	137.082.809	173.399.373
Gastos de Adm. y Comerc.	-155.529.737	-123.033.535	-99.069.882
RESULTADO OPERATIVO	33.894.442	14.049.274	74.329.491
Otros Ingresos No Operativos	78.616.738	47.273.763	34.495.147
Gastos Financieros	-15.532.647	-19.826.436	-11.211.387
Otros Egresos No Operativos	0	0	0
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	96.978.533	41.496.601	97.613.251
Impuesto a las Ganancias	-30.265.872	-11.274.484	-33.824.980
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	66.712.661	30.222.117	63.788.271
Amortizaciones	88.507.692	82.377.418	74.860.034
RESULTADO EBITDA	122.402.134	96.426.692	149.189.525



ANEXO II - INDICADORES

Fecha Meses	Dic 15 12	Dic 14 12	Dic 13 12
INDICADORES FINANCIEROS			
Indicadores de Liquidez			
Liquidez Corriente (AC/PC)	1,3	1,1	1,0
Liquidez Acida [(AC-Bs de cambio)/PC]	1,2	1,1	1,0
(1) Días Bienes de Cambio por 1 día vta.	7	8	4
(2) Días Deudores por Venta por 1 día vta	26	26	20
(3) Días Cuentas a Pagar por 1 día vta.	24	22	29
(4=1+2-3) Duración Ciclo de Caja	9	12	-5
Capital de Trabajo (AC-PC)/ Activo Total	9,2%	4,2%	-0,2%
Indicadores de Solvencia			
Activo Fijo / Activo Total	42,1%	56,3%	62,9%
Pasivo No Corriente + PN / Activo Total	64,0%	71,0%	72,7%
Pasivo Total / Activo Total	60,5%	56,3%	52,2%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	59,6%	51,5%	52,2%
Deuda ByF / Pasivo Total	0,1%	0,1%	0,2%
Deuda ByF CP / Deuda ByF Total	100,0%	51,0%	30,5%
Indicadores de Cobertura			
EBITDA/egresos financieros (por pasivos)	7,9	4,9	13,3
Deuda ByF Total / EBITDA	0,0	0,0	0,0
Pasivo Total / (Ventas/365)	174	193	208
Deuda ByF Total / (Ventas/365)	0	0	0
Costo Financiero Implícito*	6558%	4103%	-
*Se define como gastos financieros sobre deudas Bancarias y Financieras			
Indicadores de Margenes			
Margen Bruto = Utilidad bruta / Ingresos	23,3%	21,5%	31,0%
Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos	15,1%	15,2%	26,7%
Margen EBIT = EBIT / Ingresos	4,2%	2,2%	13,3%
Margen EBT = EBT / Ingresos	11,9%	6,5%	17,5%
Margen Final = Utilidad del Ej./Ingresos	8,2%	4,7%	11,4%
Indicadores de Rentabilidad			
ROA bruto = EBIT / Activos	5,3%	2,4%	12,2%
ROA neto = Utilidad del Ej. / Activos	10,4%	5,1%	10,4%
ROE neto = Utilidad del Ej. / PN	26,4%	11,6%	21,9%
Indicadores de Eficiencia			
Rotación de Activos Fijos (/ingresos)	3,0	1,9	1,5
Rotación de Activos Totales (/ingresos)	1,3	1,1	0,9
Referencias			
AC: Activo Corriente			
PC: Pasivo Corriente	EBITDA: Resultado operativo + amortizaciones		
PN: Patrimonio Neto	EBIT: Resultado operativo		
ByF: Bancarias y Financieras	EBT: Resultado antes de impuestos		

DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

Categoría 2+: Corresponde a aquellas acciones con una muy buena capacidad de generar ganancias y que presentan baja liquidez.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- www.cnv.gob.ar | Estados Contables Anuales al 31 de Diciembre de 2013, 2014 y 2015
- Informes del Auditor y de la Comisión Fiscalizadora
- www.cnv.gob.ar | Reseña Anual Informativa publicada por la Sociedad en los Estados Contables
- www.bolsar.com | Series Históricas de Montos Transados y Precios de Acciones
- www.bolsar.com | Ficha Técnica de la Sociedad
- www.iamc.sba.com.ar | Anuario Bursátil e Informes Mensuales publicados por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales

A la fecha, el Agente de Calificación de Riesgo no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económico-financiera de GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los acreedores actuales o futuros de la empresa.

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por GRUPO CONCESIONARIO DEL OESTE S.A. se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de Riesgo de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos por la empresa, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los acreedores presente o futuros de la empresa.