

## ANALIZA PODUZEĆA

Brisa - Auto-estradas de Portugal, S.A.

Nakon ažuriranja DCF modela vrednovanja dobili samo ciljanu cijenu dionice Brise od €4.17, koja je 6.73% niža od cijene 07/01/2011, te stoga dajemo preporuku zadržati. To predstavlja smanjenje preporuke za jedan stupanj, s prethodne preporuke kupiti. Tada je ciljana cijena iznosila €6.14.

Ciljanu cijenu snizili smo zbog lošeg makroekonomskih uvjeta u Portugalu, koji će utjecati na Brisu zbog prirode industrije u kojoj poduzeće posluje.

U prvih 9 mjeseci 2010., neto dobit Brise porasla je za 315% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Razlog takvom rastu dobiti su financijski prihodi od prodaje CCR-a, Brisine Brazilske koncesije.

	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Rast prodaje</b>	1.9%	1.0%	3.4%	3.4%
<b>Rast EPS</b>	0.1%	629.1%	-86.8%	13.0%
<b>EBITDA marža</b>	68.0%	69.2%	69.2%	69.2%
<b>Marža profita</b>	20.6%	147.7%	19.1%	20.8%
<b>ROA</b>	2.6%	17.6%	2.4%	2.9%
<b>ROE</b>	9.7%	56.7%	8.3%	10.2%

## PREPORUKA: Zadržati

<b>Ciljana cijena</b>	<b>€4.71</b>
Cijena na dan 07/01/2011	€5.05
Min/maks cijena zadnjih 12 mjeseci	€4.51/€7.04
Prethodna preporuka	Kupiti

### Podaci o dionici

Yahoo/Reuters	BRI.LS/BRI.LS
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	847,215
Tržišna kapitalizacija	2,911,410,027
Broj dionica	576,516,837
Sektor	Industrijski transport
Država	Portugal

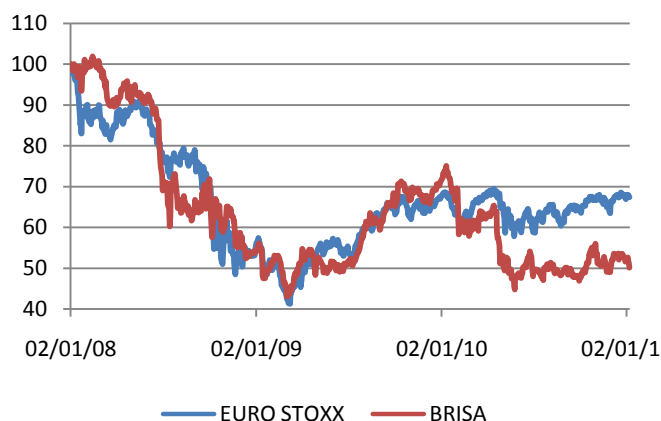
### Nadolazeći događaji

Godišnji financijski izvještaji	18/03/2011
Isplata dividendi	29/04/2011

### Profil poduzeća

Brisa je poduzeće s sjedištem u Portugalu koje se bavi izgradnjom, održavanjem i upravljanjem autocestama. Jedno je od najvećih operatora naplatnih autocesta u svijetu i najveće transportno poduzeće u Portugalu. Ostatak poduzeća pruža potporu sržnom poslovanju. Brisa drži 6 koncesija u Portugalu s ukupno 23 autoceste i 1,705 km što čini tržišni udjel od 50%. Brisa još posluje u SAD-u preko Northwest Parkway koncesije, i u Nizozemskoj preko Movenience u poslovima elektroničke naplate cestarina.

### Performanse dionice



	3G	1G	6M	1M
Brisa	-49.9%	-32.0%	1.2%	-6.3%
Euro stoxx	-32.6%	-1.5%	9.9%	0.5%

Amir Janus  
amir.janus@gmail.com

## Sadržaj

1. Rezultati trećeg kvartala .....	2
2. Pogled na kraj 2010. godine.....	2
3. Vrednovanje.....	3
4. Financijski izvještaji .....	4



## 1. Rezultati trećeg kvartala

Snažan rast prodaje i neto dobiti...

U prvih devet mjeseci 2010., Brisa je ostvarila neto dobit u iznosu €395.9 milijuna, što predstavlja rast od 214% u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Dobit po dionice porasla je 427% s €0.18 na €0.95. Iako su ove brojke impresivne, ako promotrimo izvještaj o dobiti možemo uočiti da takve stope rasta nisu ostvarene operativnim prihodima.

...zahvaljujući prihodima iz financijskim aktivnosti

Na financijski rezultat utjecao je dobitak od prodaje dijela CCR-a, Brisine najveće inozemne koncesije. Ukupni primici od prodaje 6% udjela u CCR-u (*Companhia de Concessoes Rodoviaras*) iznosili su €267.4 milijuna, čime su neto financijski prihodi porasli na €201.3 milijuna s €-80.4 milijuna u prvih devet mjeseci 2009. Bez pozitivnog utjecaja od prodaje CCR-a neto dobit porasla bi za oko 10%. Ponovno, na rast od neto dobiti od 10% utjecala bi ponovno dobit iz financijskih aktivnosti.

Glavni financijski indikatori

€ milijuna	9M 2009	9M 2010	% promjena
<b>Poslovni prihodi</b>	512.3	510.1	-0.4
<b>Poslovni troškovi</b>	138.4	141	1.9
<b>EBITDA</b>	373.9	369.1	-1.3
<b>EBITDA marža</b>	73.0	72.4	-0.6
<b>EBIT</b>	213.1	208.4	-2.2
<b>EBIT marža</b>	41.6	40.9	-0.7
<b>Neto dobit</b>	95.3	395.9	315.1%

Izvor: Brisa

Poslovni prihodi na kraju prvih devet mjeseci 2010 zadržani su na razini prethodnog razdoblja. Loše je za Brisu što u strukturi poslovnih prihoda, prihodi od cestarina pali su za 3.9% na €436.1 milijun. Ostale stavke poslovnih prihoda zabilježile su rast, koji ipak nema većeg utjecala na ukupne poslovne prihode. Prihodi od cestarina pali su u usporedbi s 2009. zbog toga što tarifa nisu povećane i smanjenja prometa na što je utjecala ekonomska situacija u Portugalu i konkurencija od besplatnih koncesija.

## 2. Pogled na kraj 2010. godine

Do kraja 2010. Brisa će završiti prodaju CCR-a

Do kraja 2010. Brisa će prodati javnom ponudom i preostalih 10.5% udjela u CCR-u. Očekujemo da će neto kapitalni dobitak od prodaje iznositi oko €467.9 milijuna. Kao razlog za prodaju CCR-a u Brisi navode nedovoljnu vrijednost rasta. Prodajom CCR-a Brisa se odriče inozemne koncesije što nije najbolji potez zato što je Portugalsko tržište autocesta zasićeno. Bez stjecanja koncesija na sekundarnom tržištu u Portugalu i jasne inozemne strategije, ne vidimo prilike za veći rast prodaje poduzeća.

U trećem kvartalu 2010. postavljeni su uređaji za elektroničku naplatu cestarina na Brisa koncesijama u okviru *E-toll* projekta. Do kraja travnja 2011. biti će završeno uvođenje *Via Verde* sustava na *shadow toll* koncesije. Navedeno će putem automatizacije i smanjenja troškova transakcija utjecati na smanjenje operativnih troškova.



Do kraja 2010. Brisa bi trebala završiti poslovnu reorganizaciju. Reorganizacija se sastoji u prijenosu koncesija na poduzeće u vlasništvu Brise (*Brisa – Concessao Rodoviaria*), prijenosu dijela operativnog poslovanja i poslova održavanja na poduzeće u vlasništvu Brise (*Brisa O&M*), prijenosu poslova inoviranja i razvoja na poduzeća u vlasništvu Brise (*Brisa Inovacao e Tecnologia*) i reorganizacijom operativnih poslova Brisa Grupe stvaranjem poduzeća s različitim interesima granama poslovanja Brisa Grupe. Cijela reorganizacija trebali bi izdvojiti glavnu Brisa koncesiju od ostatka Grupe i tako ju zaštititi od izloženosti riziku ostalih koncesija, povećati efikasnost svake poslovne jedinice i poboljšati upravljanje cijelom Grupom.

### 3. Vrednovanje

Preporuku smo spustili na zadržati s ciljanom cijenom €4.71

Za razliku od prethodne preporuke – kupiti, i ciljane cijene od €6.14, dajemo preporuku – zadržati. Ciljana cijena na osnovi DCF modela iznosi €4.71, što je 6.73% niže od cijene dionice na 07/01/2011.

Razlog niže ciljane cijene je niže očekivana stopa rasta prodaje u 2011. od 1%, u odnosu na prošlu prognozu od 3.88%. Pretpostavili smo nižu stopu rasta prodaje zbog nepovoljnih makroekonomskih uvjeta u Portugalu. Prognoza stope rasta BDP-a Portugal od strane Eurostata jest -1.03% u 2011. i 0.82% u 2012.

Godina	2010	2011	2012	2013	2014	2028	TV
Prodaja	682,711	705,837	729,747	754,466	780,024	1,155,899	1,186,353
EBITDA	477,897	494,086	510,823	528,127	546,016	809,129	830,447
Amortizacija	238,949	247,043	255,411	264,063	273,008	404,565	415,224
EBIT	238,949	247,043	255,411	264,063	273,008	404,565	415,224
EBIT (1-T)	179,212	185,282	191,559	198,047	204,756	303,424	311,418
CAPEX	150,196	155,284	160,544	165,983	171,605	196,503	142,362
Amortizacija	238,949	247,043	255,411	264,063	273,008	346,770	296,588
Reinvestment	-88,752	-91,759	-94,867	-98,081	-101,403	-150,267	-154,226
FCFF	267,964	277,041	286,426	296,128	306,159	453,690	465,644
Sadašnja vrijednost	249,240	239,676	230,480	221,637	213,133	114,560	1,526,618
Vrijednost poduzeća	4,879,013						
Novac	581,674						
Tržišna vrijednost duga	2,725,872						
Manjinski interesi	16,947						
Kapital	2,717,868						
Ciljana cijena	4.71						



## 4. Financijski izvještaji

'000 €	2009	2010P	2011P	2012P
<b>Izveštaj o dobiti</b>				
Prihodi od prodaje	677,016	682,711	705,837	729,747
Troškovi prodanih proizvoda	-2,667	-2,571	-2,658	-2,748
Ukupni poslovni troškovi	-454,124	-448,968	-464,182	-479,911
EBITDA	460,616	472,692	488,698	505,247
EBIT	222,892	233,743	241,655	249,836
Financijski prihodi	-40,318	573,148	-133,835	-128,239
Dobit prije poreza	182,574	806,891	107,820	121,597
<b>Neto dobit</b>	<b>139,974</b>	<b>1,008,614</b>	<b>134,775</b>	<b>151,996</b>
<b>Bilanca</b>				
Materijalna imovina	3,565,386	90,530	88,637	86,679
Nematerijalna imovina	975,024	4,296,463	4,206,598	4,113,688
Potraživanja	321,536	35,069	36,257	37,485
<b>Ukupno dugotrajna imovina</b>	<b>5,029,613</b>	<b>4,643,799</b>	<b>4,560,740</b>	<b>4,474,866</b>
Zalihe	4,034	5,068	5,240	5,418
Potraživanja	52,344	61,395	63,475	65,625
Ostala kratkotrajna imovina	20,754	28,730	28,730	28,730
Novac	170,496	994,350	776,304	604,104
<b>Ukupno kratkotrajna imovina</b>	<b>247,628</b>	<b>1,089,543</b>	<b>873,749</b>	<b>703,876</b>
<b>Ukupna imovina</b>	<b>5,277,241</b>	<b>5,733,342</b>	<b>5,434,488</b>	<b>5,178,743</b>
<b>Ukupna glavnica</b>	<b>1,434,358</b>	<b>1,777,197</b>	<b>1,623,713</b>	<b>1,487,450</b>
Kreditni	2,986,397	2,885,701	2,764,165	2,664,380
Ostale dugoročne obveze	192,639	410,418	410,418	410,418
<b>Ukupne dugoročne obveze</b>	<b>3,179,036</b>	<b>3,296,119</b>	<b>3,174,583</b>	<b>3,074,798</b>
Dobavljači	17,969	-17,994	-18,604	-19,234
Kreditni	528,286	551,405	528,181	509,114
<b>Ukupne kratkoročne obveze</b>	<b>663,852</b>	<b>660,026</b>	<b>636,193</b>	<b>616,495</b>
<b>Ukupna glavnica i obveze</b>	<b>5,277,246</b>	<b>5,733,342</b>	<b>5,434,488</b>	<b>5,178,743</b>
<b>Izveštaj o novčanom toku</b>				
Novčani tok iz poslovnih aktivnosti	488,718	427,365	441,853	456,832
Novčani tok iz investicijskih aktivnosti	-100,291	561,485	-141,931	-147,191
Novčani tok iz financijskih aktivnosti	-348,749	-576,174	-517,968	-481,841
<b>Čisti novčani tok</b>	<b>35,388</b>	<b>412,676</b>	<b>-218,046</b>	<b>-172,200</b>

