

ANALIZA PODUZEĆA

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

Preporuku za kupnju dionice Brise dajemo na osnovi vrednovanja Brise s DCF (FCFF) modelom kojim smo dobili ciljanu cijenu od €6.14, koja je 24% veća od tekuće tržišne cijene.

Brisa je, kao i ostala poduzeća, bila pogođena makroekonomskom situacijom u svijetu i Portugalu. U drugoj polovici 2010. očekujemo bolje rezultate zbog smanjivanja poslovnih troškova putem reorganizacije poslovanja, uvođenja stvarnih cestarina i povećanja tarifa cestarina. Također, pozitivno će utjecati na financijski rezultat i prodaja CCR-a s očekivanim primicima od €1.200 milijuna.

U srednjem roku vjerujemo da će Brisa ostvarivati stope rasta iznad rasta ekonomije prvenstveno zbog prosječne starosti koncesija i dovršetka izgradnje autocesta u 2011./2012. na Duoro, Litoral i Baixo Tejo koncesijama. Prosječna starost Brisa koncesija je oko 10 godina.

Glavni rizici za Brisu su niža stopa rasta BDP-a koja bi mogla značiti manji promet i time manju prodaju, te rast cijena goriva. Slabost Brise je visoka zaduženost. Kreditni rejting Brise je Baa1 (Moody's) i BBB+ (Fitch) iako postoji mogućnost snižavanja istog.

Problem za Brisu je nedostatna i slaba inozemna strategija. Budući da je Portugalsko tržište zasićeno, teško da će Brisa više moći proširiti poslovanje u državi. Jedna poslovna strategija Brise je diversifikacija u područja kao što je izgradnja brze željezničke pruge.

	Brisa	Industrija	Sektor
Rast prodaje	3.4	11.14	5.85
Rast EPS	-2.49	14.23	7.56
Rast CAPEX	-10.71	-5.63	9.57
EBITD	69.03	47.95	12.34
EBIT	43.17	28.55	8.9
Marža profita	31.45	28.35	6
ROA	4.09	7.2	3.88
ROE	13.67	10.98	9.8

* prosjeci zadnji 5 godina

PREPORUKA: Kupiti

Ciljana cijena	€6.14
Cijena na dan 08/10/2010	€4.95
Min/maks cijena zadnjih 12 mjeseci	€4.51/€7.59

Podaci o dionici

Yahoo/Reuters	BRI.LS/BRI.LS
Prosječan dnevni volumen (3 mj.)	893,837
Tržišna kapitalizacija	2,853,758,343
Broj dionica	576,516,837
Sektor	Industrijski transport
Država	Portugal

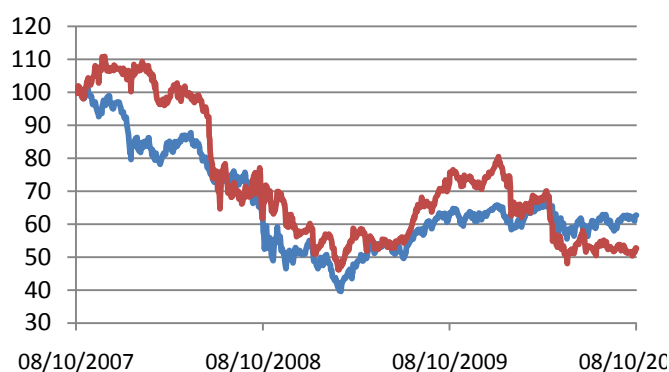
Nadolazeći događaji

Rezultati trećeg kvartala	02/11/2010
Dan investitora	12/11/2010

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, u Brazilu preko CCR i u Nizozemskoj preko Movenience u poslovima elektroničke naplate cestarina.

Performanse dionice



	3G	1G	6M	1M
Brisa	-47.3%	-30.4%	-21.7%	2.7%
Euro stoxx	-37.4%	-1.2%	-3.7%	2.2%

Amir Janus
amir.janus@gmail.com

SADRŽAJ

1. Opis poduzeća	2
1.1. Menadžment	2
1.2. Struktura dioničara	3
1.3. Povijest poduzeća	3
2. Analiza poduzeća	4
2.1. Struktura prihoda i rashoda	4
2.2. Koncesije	5
2.3. Trendovi koji utječu na transport	7
2.4. SWOT analiza	10
3. Financijske performanse	10
3.1. Rezultati prve polovice 2010.....	10
3.2. Financijski pokazatelji	11
3.3. Izvještaj o novčanom toku	12
4. Vrednovanje.....	13
5. Financijski izvještaji.....	15



1. Opis poduzeća

Jedan od najvećih operatera naplatnih autocesta

Brisa – Auto-estradas de Portugal je poduzeće s sjedištem u Portugalu, osnovano 1972. godine. Od tada je postalo jedan od najvećih svjetskih operatera naplatnih autocesta i najveće transportno poduzeće u Portugalu. Danas Brisa ima tržišnu kapitalizaciju od oko €2,853 milijuna, a dionicama poduzeća se trguje na Lisabonskoj burzi, gdje je dio glavnog indeksa, PSI_20. Također, dio je indeksa Euronext 100, koji uključuje najveća poduzeća iz Francuske, Nizozemske, Belgije i Portugala, i FTSE4Good, indeksa za društvenu odgovornost.

Brisa grupa uključuje ukupno 37 poduzeća na kraju 2009. Glavni posao Brise je izgradnja i upravljanje naplatnim autocestama, kroz domaće i međunarodne podružnice. Ostale podružnice pod upravom Brise podupiru osnovno poslovanje kroz pružanje usluga kao što su sigurnost na cestama i kvaliteta vožnje na autocestama i u gradskim područjima.

6 koncesija u Portugalu

CCR u Brazilu

NWP u SAD-u

Movenience u Nizozemskoj

Krajem 2009. tržište koncesija za autoceste u Portugalu sastojalo se je od 20 koncesija koje pokrivaju oko 3,000km. Brisa posjeduje 6 koncesija u Portugalu (Brisa, Atlantico, Brisal, Duoro Litoral, Baixo Tejo i Litoral Oeste) koje se sastoje od ukupno 1,557 km i 24 autoceste. U Portugalu Brisa ima tržišni udjel od 50% mjeren u kilometrima autocesta. U inozemstvu Brisa je prisutna u SAD-u, gdje ima koncesiju Northwest Parkway, u Brazilu preko CCR-a (Companhia de Concessoes Rodoviaras) gdje drži 8 koncesija (1,846 km), i Nizozemskoj ima poduzeće Movenience za elektroničku naplatu cestarina.

1.1. Menadžment

5 članova top menadžmenta

Uprava Brise sastoji se od 13 članova, od kojih 5 (Jose de Mello, Pedro Rocha e Melo, Joao Azevedo Coutinho, Joao Bento i Antonio de Sousa) čine izvršni odbor. Izvršno upravljanje poduzećem povjereno je izvršnom odboru i kojem su dane najšire menadžerske ovlasti, osim onih koje su po zakonu ili statutu rezervirane za upravu.

Jose de Mello je predsjednik uprave i CEO Brise od 2000. Zadužen je za opću koordinaciju, odnose s investitorima, komunikacije i održivost. Diplomirao je poslovno upravljanje na Američkom sveučilištu u Švicarskoj. U dosadašnjoj karijeri bio je izvršni direktor CUF Finance u Švicarskoj, direktor u UIF (Uniao Internacional Financeira) te član uprava i nadzornih odbora u više banaka. Jedno od zadnjih zaposlenja je kao član uprave u Abertisu u Španjolskoj.

Pedro Rocha e Melo je potpredsjednik i član Izvršnog odbora Brise od 2002. Obavlja poslove vezane uz strateško planiranje, pravne poslove i ljudske potencijale te Brisa koncesiju. Završio je studij mehaničkog inženjerstva i MBA studij, oba u Portugalu. Radio je kao direktor i član uprava u više financijskih institucija.

Joao Azevedo Coutinho je član uprave i izvršnog odbora Brise od 1999. Područja njegovog rada su administrativni poslovi, revizija, organizacija i



kvaliteta, financije i kontrola i ostala infrastruktura. Diplomirao je poslovno upravljanje. Tijekom karijere je bio revizor, direktor zadužen za financijski inženjering i investicijsko bankarstvo i član izvršnog odbora u nekoliko financijskih poduzeća.

Joao Bento je član uprave i izvršnog odbora Brise od 2001. Doktorirao je društveno inženjerstvo na Sveučilištu znanosti, tehnologije i medicine. Nadležan je za IT odjel, razvoj poslovanja, koncesije i ostalu infrastrukturu. Radio je u više poduzeća kao član uprave i predsjednik ASECAP (Association of the European tolled motorways).

Antonio de Sousa je član uprave i izvršnog odbora Brise od 2008. Završio je postdiplomski studij poslovnog upravljanja. Zadužen je za poslovna područja kao što je Brisa O&M, koncesije (Duoro Litoral) i ostalu infrastrukturu. Uglavnom je obavljao razne funkcije u Brisa grupi.

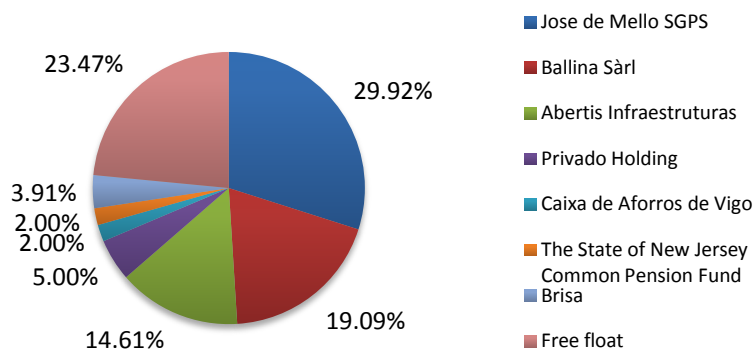
1.2. Struktura dioničara

Kapital Brise sastoji se od 600,000,000 dionica. Krajem 2009. bila su tri značajna većinska dioničara, koji zajedno predstavljaju 63% ukupnog kapitala.

3 najveća dioničara
63% kapitala

Najveći dioničar, s udjelom od 30% i 179 milijuna dionica je Jose de Mello SGPS grupa, čiji je predsjednik, Jose de Mello, ujedno i predsjednik Brise. Drugi najveći dioničar, s udjelom 19% i 114 milijuna dionica, je Ballina Sarl. Ballina Sarl je poduzeće registrirano u Luksemburgu i vlasnik EIF (European Infrastructure Fund) Bidco Limited, preko kojeg je u srpnju 2009. steklo navedeni udio u Brisi. Treći najveći dioničar, s udjelom od 15% i 87 milijuna dionica je Abertis Infraestruturas. Abertis je poduzeće s sjedištem u Španjolskoj, a posluje u istom sektoru kao i Brisa – industrijski transport.

Struktura dioničara



Izvor: Brisa

1.3. Povijest poduzeća

Brisa osnovna 1972.

Kad je Brisa osnovana, 1972., osnovni cilj poduzeća bio je izgradnja, održavanje i upravljanje autocestama putem sustava cestarina. Prva koncesija uključivala je izgradnju 390km autoceste, konkretno, autoceste A1, A2, A3 i A5, koje su među autocestama s najvećim prosječnim



2002. dužina autocesta pod upravljanjem 1000 km

dnevnim prometom. Početkom 1980. ukupna dužina autocesta pod upravljanjem iznosila je 104km. 1990-ih počela je ekspanzija poduzeća, kada su završeni radovi na većem dijelu autocesta. Via Verde elektronički sustav za naplatu cestarina uveden je 1991. Privatizacija Brise završena je 1999., a do tada Brisa je bila državno poduzeće. 2001. Brisa je kupila 20% udjela u CCR-u. 2002. Brisa je postala drugo najveće prometno poduzeće u Europi kada je ukupna dužina autocesta pod upravljanjem iznosila 1000 km.

2. Analiza poduzeća

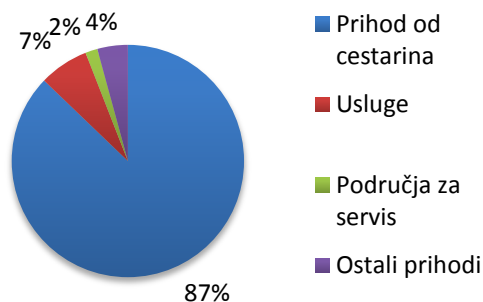
2.1. Struktura prihoda i rashoda

Cestarine glavni prihod

Poslovni prihodi Brise u 2009. iznosili su €677 milijuna. Što se tiče strukture poslovnih prihoda po poslovnim područjima, najveći udio odnosi se na prihode od cestarina, €590.3 milijuna i 87% ukupnih poslovnih prihoda. Drugi najveći udio od 7% ili €46.6 milijuna u poslovnim prihodima imaju prihodi od usluga koje pružaju na primjer Brisa O&M, Via Verde ili MCall. Područja za servis koja uključuju benzinske postaje i ostalu popratnu infrastrukturu na autocestama sudjeluju s 2% i €11.5 milijuna. Na ostale prihode otpada 4% i €28.7 milijuna.

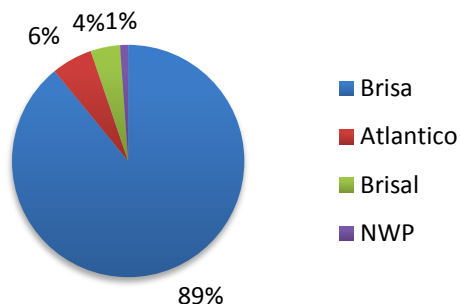
Ako pak, usporedimo strukturu prihoda od cestarina po koncesijama, možemo vidjeti da glavna Brisa koncesija čini 89% i €525.8 milijuna prihoda od cestarina. Ostale 3 koncesije, Atlantico, Brisal i NWP, sudjeluju s malim udjelima u prihodima od cestarina i to redom, 6% i €33.6 milijuna, 4% i €24.3 milijuna i 1% i €6.6 milijuna.

Struktura poslovnih prihoda po područjima



Izvor: Brisa

Struktura poslovnih prihoda po koncesijama



Izvor: Brisa

Najveći troškovi amortizacija i...

Ukupni poslovni rashodi u 2009. iznosili su €454.0 milijuna. 57% ukupnih poslovnih troškova odnosi se na amortizaciju i rezerviranja. Ostali značajni troškovi su troškovi zaliha i usluga s 20% i troškovi zaposlenih s 21% ukupnih poslovnih troškova.

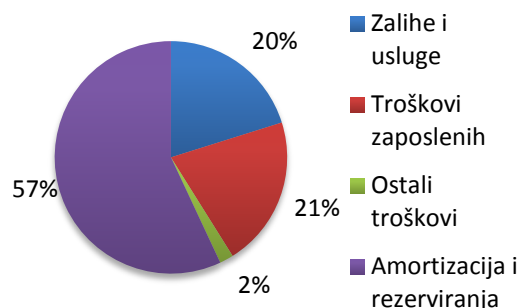
...naplata cestarina

Ako strukturiramo poslovne troškove po djelatnosti (bez amortizacije) na glavnoj Brisa koncesiji, vidimo da se najveći dio poslovnih troškova od 50% odnosi na naplatu cestarina. Budući da su troškovi manualne naplate cestarine 3 puta veći od elektroničke naplate cestarina, daljnje smanjenje troškova cestarina moguće je postići zamjenom manualne naplate elektroničkom, kao što je Via Verde ili SIEV (National Electronic License



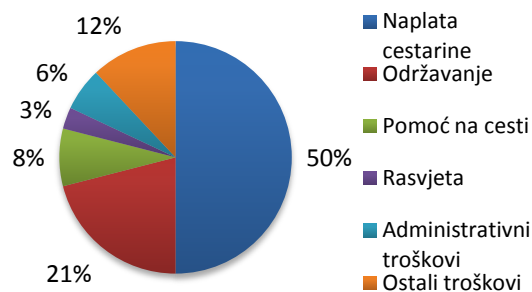
Plate). Trenutno se oko 62% transakcija manualno. U srednjem roku očekuje se da će udio elektroničkih transakcija u ukupnim transakcijama biti oko 85%.

Struktura poslovnih troškova



Izvor: Brisa

Struktura troškova glavne Brisa koncesije



Izvor: Brisa

2.2. Koncesije

Najveća koncesija – glavna Brisa koncesija

Brisa koncesija

Brisa koncesija je najveća koncesija u Brisa grupi, mjereno u kilometrima i prihodom od cestarina. Čini ju mreža od 11 autocesta ukupne dužina 1,094 km od čega je 1,013 km podložno cestarinama. Koncesija završava 2035. nakon što je više puta produžavana. U zadnjih 5 godina Brisa je ulagala u prosjeku €220 milijuna u koncesiju i budući da su sve autoceste u koncesiji izgrađene 2007., ne očekujemo značajnije investicije u ovu koncesiju.

Proširenje koncesije za 22 km u 2015.

Koncesija još sadrži obvezu Brise da izgradi 22km autoceste koja će biti veza do novog Lisabonskog aerodroma. Izgradnja autoceste po kilometru biti će jeftinija zbog pristupačnog terena i jeftinije zemlje. Očekuje se da će troškovi izgradnje iznositi €120 milijuna i prosječni dnevni volumen biti 35,000 vozila. Izgradnja bi trebala započeti između 2015. i 2017.

Brisa koncesija

	2006	2007	2008	2009
Prosječni dnevni promet	21 002	21 393	20 133	19 754
Poslovni prihodi	-	573	579.9	536.6
EBITDA	-	425.8	439.2	422.8
EBITDA marža	-	74.30%	75.70%	74.10%
Investicije u koncesiju	300.1	200.9	117.4	92.1

Izvor: Brisa

Druga najveća koncesija – Atlantico koncesija

Atlantico koncesija

Brisa posjeduje 50% Atlantico koncesije. Koncesija se sastoji od dvije autoceste dužine 170 km. Koncesija istječe 2028. Brisa je ovu koncesiju stekla akvizicijom na sekundarnom tržištu. Koncesija je urbane prirode jer služi Lisabonskom sjevernom metropolitanskom području i zapadnoj regiji, jednoj od najrazvijenijih regija u državi.

Atlantico koncesija

	2006	2007	2008	2009
Prosječni dnevni promet	15 089	16 303	16 421	17 013
Poslovni prihodi	-	66.4	68.3	69.2
EBITDA	-	44	45.5	47.2
EBITDA marža	-	66.30%	66.60%	68.20%
Investicije u koncesiju	1.1	2.4	2.3	11.3

Izvor: Brisa

Najmlađa u cijelosti
otvorena koncesija

Brisal koncesija

Brisa ima udjel od 70% u Brisal koncesiji. Koncesiju čini samo jedna autocesta, dužine 93 km. Koncesija istječe 2034., a u cijelosti je otvorena u svibnju 2008. Značajno je za ovu koncesiju da nema fizičkih naplatnih kućica, nego se naplata cestarina vrši elektroničkim putem ili preko naplatnih automata. Na koncesiji su zaposlene samo 3 osobe. Nakon velikih izdataka potrebnih za izgradnju proteklih godina, ne očekujemo znatne investicije u budućnosti.

Brisal koncesija

	2006	2007	2008	2009
Prosječni dnevni promet	-	4 528	6 392	8 471
Poslovni prihodi	-	14.2	2.5	24.7
EBITDA	-	3.7	-4.6	12.9
EBITDA marža	-	25.60%	-	52.20%
Investicije u koncesiju	203.9	230.4	51.5	3.4

Izvor: Brisa

Duoro, Baixo Teja i
Litoral koncesije tek
trebaju biti završene

Duoro Litoral koncesija

Brisin udjel u Duoro koncesiji je 55%. Duoro je koncesija za 3 autoceste, dužine 129km. Koncesija istječe 2034. Ukupne investicije u ovu koncesiju iznosile su €1,000 milijuna kroz 3 godine izgradnje, a završena je tijekom 2009. Očekuje se da će investicije u koncesiju kroz sljedeće 2 godine iznositi €613 milijuna. Koncesija je važna za razvoj regije u kojoj se nalazi zato što okružuje Porto, drugi najveći grad u državi. Očekuje se da će autoceste biti u potpunosti otvorene javnosti tijekom 2011.

Baixo Tejo koncesija

Brisa ima 30% Baixo Tejo koncesije. Dužine je 68 km. Koncesija istječe 2038. U sljedeće 3 godine očekuju se investicije od €289 milijuna, a koncesija će biti u cijelosti otvorena 2012.

Litoral Oeste koncesija

Brisa je stekla 15% Litoral koncesije u veljači 2009., do 2038. Koncesija je dužine 112 km, od čega se na 19 km naplaćuju cestarina. U cijelosti će biti otvorena 2011., a investicije će iznositi €390 milijuna.

Northwest Parkway

Brisa drži 100% NWP koncesije. Radi se o koncesiju u SAD-u, dužine 18km. Autocesta je dio pojasa oko Denvera u Koloradu. Koncesija je dodijeljena za razdoblje od 99 godina i uključivala je investicije od oko €375 milijuna.

Glavna inozemna
koncesija

Koncesija je značajna, osim zato što se radi o međunarodnoj koncesiji, i zato što je Brisa u suradnji Via Verde i Northwest Parkway razvila tehnologiju naplate cestarina putem prepoznavanja tablica na vozilima. Tehnologija omogućuje potpunu elektroničku naplatu cestarina bez tradicionalnog manualnog ili novčanog plaćanja.

NWP koncesija

	2006	2007	2008	2009
Prosječni dnevni promet	11 329	12 483	12 121	10 593
Poslovni prihodi	-	0.6	5.7	6.6
EBITDA	-	-0.02	1.5	1.9
EBITDA marža	-	-3%	26.50%	28.80%

Izvor: Brisa

Druga inozemna
koncesija se prodaje

Companhia de Concessões Rodoviárias

CCR je najveća privatna grupa koja posluje u prometnoj infrastrukturi u Brazilu s 1,571 km autoceste. Brisa je sklopila ugovor za prodaju svog udjela od 16.4% u CCR-u. 6% dionica biti će prodano trenutnim glavnim dioničarima, a ostatak od 10.35% dionica će biti prodan privatnim plasmanom. 30.06.2010 tržišna vrijednost udjela Brise iznosila je €1,223 milijuna, ukupni primici od prodaje iskoristiti će se uglavnom za smanjenje duga i poboljšanje solventnosti. Brisa je 22.06.2010 prodala prvi dio udjela od 6% za €430 milijuna.

2.3. Trendovi koji utječu na transport

Na promet i time na prihode od cestarina utječu sljedeći trendovi:

- BDP i cijene goriva,
- inflacija,
- stopa motorizacije,
- stanovništvo i urbanizacija,
- razvijenost cestovne mreže i
- starost cestovne mreže.

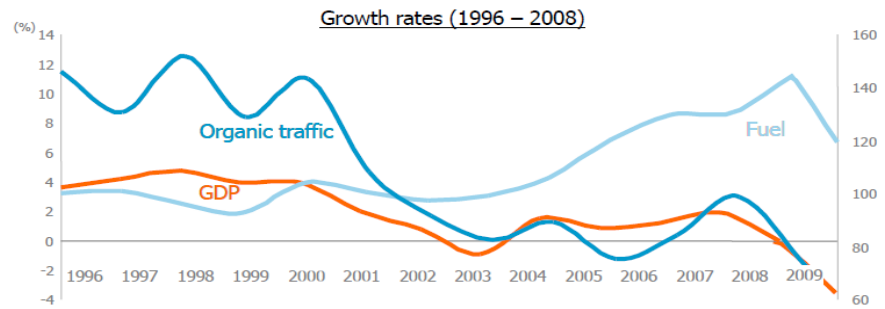
Korelacija između BDP-
a, cijena goriva i
prometa

BDP i cijene goriva

Postoji korelacija između stopa rasta prometa na autocestama, i time prihoda od cestarina, i stopa rasta BDP-a i cijena goriva. U pravilu rast BDP-a i pad cijena goriva će pozitivno djelovati na rast prometa, a pad BDP-a i rast cijena goriva negativno. Multiplikator pokazuje za koliko puta je rast prometa veći od rasta BDP-a. U razdoblju 1996. do 2008. multiplikator je iznosio blizu 2, ako se isključe razdoblja rasta cijena goriva i više od 2, ako se isključe razdoblja negativnog BDP-a. U razdobljima negativnih stopa rasta BDP-a, pad prometa bio je manji nego pad BDP-a čime se pokazuje da je promet otporan na negativna ekonomska kretanja.



Stope rasta BDP-a, cijene goriva i prometa



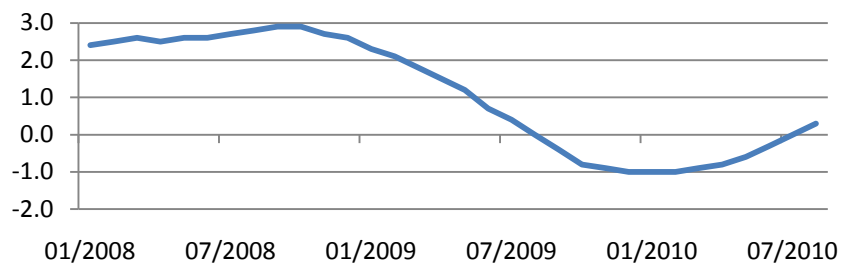
Izvor: Brisa

Cestarine se korigiraju za inflaciju

Inflacija

Drugi najvažniji čimbenik koji utječe na cestarine je inflacija. Cestarine se korigiraju na godišnjoj bazi u skladu s zakonom određenom formulom koja se temelji na stopi inflacije u proteklih 12 mjeseci. Stopa inflacije mjeri se Indeksom potrošačkih cijena izuzev stanovanja koji određuje Portugalski statistički institut. Tijekom 2009. i 2010. inflacija je bila u padu, odnosno negativna. S rastom inflacije očekujemo i rast prihoda od cestarina.

Mjesečne stope inflacije na godišnjoj razini



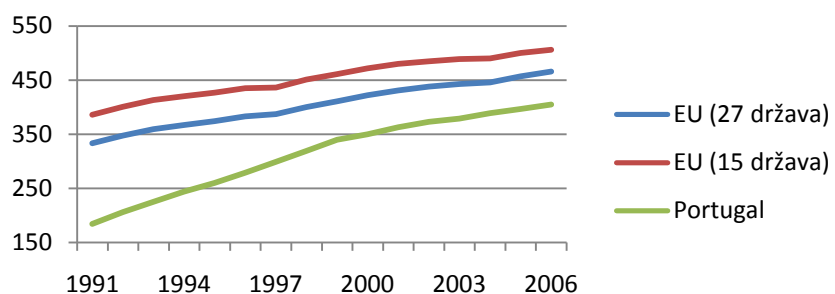
Izvor: INE

Stope motorizacije ispod prosjeka EU

Stopa motorizacije

Stopa motorizacije mjeri se brojem automobila na 1000 stanovnika. 2006. stopa motorizacije za 27 država EU iznosila je 466, za 15 država EU 506 i za Portugal 405. U razdoblju od 15 godina razlika između stope motorizacije EU (27) i Portugala smanjena je s 44% na 13%. Očekujemo konvergenciju prema europskom prosjeku sljedećih godina.

Broj automobila na 1000 stanovnika



Izvor: INE

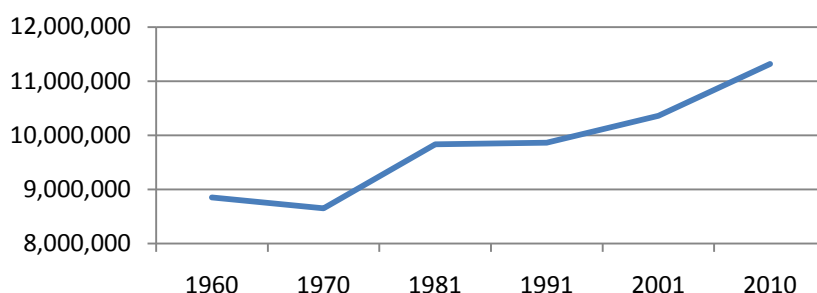


Mreža autocesta prolazi kroz najnaseljenija područja

Stanovništvo i urbanizacija

Daljnji važni čimbenici koji utječu na promet su rast stanovništva i urbanizacija. Prosječna stopa rasta stanovništva Portugala u razdoblju 1960. do 2010. iznosila je 0.49%. Brisa mreža autocesta prolazi kroz sva najgušće naseljena područja, uključujući dva najveća grada, Lisabon i Porto. Također, migracije iz slabije naseljenih područja u gušće naseljena su povoljne za Brisu.

Broj stanovnika u Portugalu



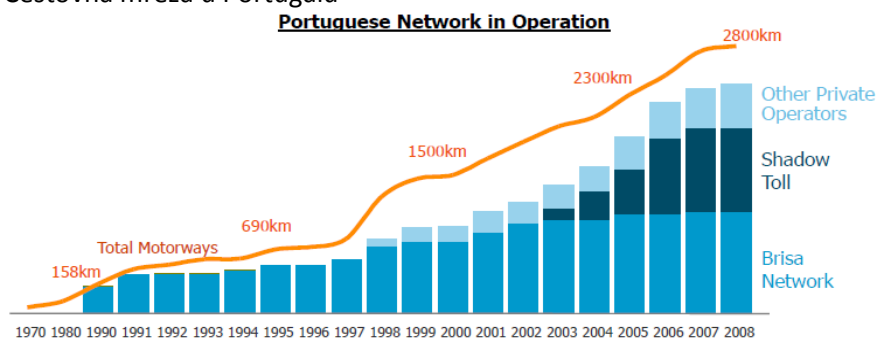
Izvor: INE

Portugalsko tržište je zasićeno

Razvijenost cestovne mreže

Portugal ima razvijenu mrežu autocesta u dužini oko 2800 km. Do 2000-ih Brisa je imala većinski udio u cijeloj mreži, nakon čega su se pojavili privatni operatori koji zajedno imaju tržišni udio od oko 50% u 2009. mjereno u km. 2003. država je uvela „shadow tolls“. Radi se o cestarinama koje privatnom operatoru plaća država na osnovi vozila koja koriste cestu, za razliku od ostalih cestarina koje plaćaju izravno korisnici autoceste.

Cestovna mreža u Portugalu



Izvor: Brisa

Starost cestovne mreže

Prosječna starost autocesta koje se nalaze pod koncesijama Brise je manja od 10 godina. Starost autoceste je bitna zašto što s krajem koncesije multiplikator se približava 1, što znači stopu rasta prometa, a time i prihoda od cestarina u razini rasta BDP-a. Prosječan dnevni promet na Brisa koncesijama u 2009. iznosio je 20,123 vozila.

Multiplikator iznad 1



Prosječna starost autocesta u Brisa koncesijama

Koncesija	Starost
Brisa	11
Atlantico	6
Brisal	>3
Duoro	dio u izgradnji
Litoral	dio u izgradnji
Baixo Tejo	dio u izgradnji

Izvor: Brisa

2.4. SWOT analiza

Snage

- Iskustvo u izgradnji i upravljanju autocestama budući da Brisa posluje u ovom sektoru gotovo 40 godina
- S tržišnim udjelom od 50% Brisa je dovoljno velika da preuzme nove koncesije na sekundarnom tržištu
- Stalan razvoj novih tehnologija za elektroničku naplatu cestarina

Slabosti

- Visoka zaduženost
- Geografski položaj Portugala onemogućuje izloženost inozemnom prometu
- Dovoljno izgrađena cestovna mreža u Portugalu

Prilike

- Uvođenje stvarnih cestarina umjesto „shadow tolls“ 2010./2011.
- Otvaranje u cijelosti autocesta u Duoro, Litoral i Baixo Tejo koncesijama 2011./2012.
- Izgradnja brze željezničke pruge 2014./2015.
- Izgradnja 22km autoceste za novi Lisabonski aerodrom 2016./2017.

Prijetnje

- Rast kamatnih stopa zbog varijabilnih kamata na dio dugova
- Deprecijacija dolara može smanjiti zaradu NWP koncesije u eurima
- Rast cijena goriva i manje stope rasta BDP-a mogu smanjiti promet

3. Financijske performanse

3.1. Rezultati prve polovice 2010.

Menadžment očekuje bolje rezultate u sljedećem polugodištu

Izveštaj o dobiti za prvu polovicu 2010. pokazuje da je Brisa ostvarila poslovne prihode od €317.1 milijuna (rast od 0.3% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine), EBIT od €124.2 milijuna (pad od 9.0%) i neto dobit €41.3 milijuna (pad od 8.3%). Operativni troškovi (bez amortizacije) zadržani su na razini prethodnog razdoblja (2010: €92.2 milijuna). Kapitalna potrošnja iznosila je €53.8 milijuna što je pad od 40% u odnosu



na prvu polovicu prošle godine. Razlog lošijim rezultatima ovog polugodišta su pad prihoda od cestarina (-4.2%), koje je uzrokovano izostankom povećanja tarifa, povećanom konkurencijom od strane SCUT-a i odronom na A9 autocesti.

Ipak, menadžment očekuje bolje rezultate u drugoj polovici 2010. Veći prihodi bi se trebali ostvariti kroz prodaju CCR-a, daljnje smanjivanje troškova putem reorganizacije poslovanja, povećanja prometa i uvođenja stvarnih cestarina.

3.2. Financijski pokazatelji

Pokazatelji likvidnosti

Negativan radni kapital

Karakteristično je za poduzeća u sektoru industrijskog transporta da posluju s niskim koeficijentima likvidnosti. Koeficijent tekuće likvidnosti u 2009. iznosio je 0.37. Najveća stavka u kratkotrajnoj imovini je novac i novčani ekvivalenti zbog čega je mala razlika između koeficijenta trenutne i tekuće likvidnosti. Najveća stavka u kratkoročnom obvezama su kratkoročni krediti koji čine 10% ukupne pasive 2009.

Pokazatelji likvidnosti

	2005	2006	2007	2008	2009	1P09	1P10
Koeficijent trenutne likvidnosti	0.31	0.41	0.24	0.22	0.26	0.21	0.19
Koeficijent ubrzane likvidnosti	0.43	0.66	0.55	0.30	0.34	0.28	0.27
Koeficijent tekuće likvidnosti	0.47	0.74	0.57	0.40	0.37	0.36	0.31

Pokazatelji zaduženosti

Odnosu duga i glavnice
3:1

Svi pokazatelji u ovoj skupini pokazuju da je Brisa visoko zaduženo poduzeće. Ukupna vrijednost kratkoročnog i dugoročnog duga koji nosi kamate (€3,514 milijuna) bila je 2.45 puta veća od glavnice (€1,434 milijuna) u 2009. U prvoj polovici 2010. pokriće troškova kamata povećano je na 1.75 u odnosu na kraj 2009. kad je iznosilo 1.57. Dugoročni krediti smanjeni su u 2009. i očekujemo daljnje smanjenje zbog prihoda od prodaje CCR-a koji će se, između ostalog, iskoristiti za smanjenje zaduženosti. Kreditni rejting Brise je Baa1 prema Moody's i BBB+ prema Fitch, iako obadvije rejting kuće promatraju mogućnost za smanjenje rejtinga.

Pokazatelji zaduženosti

	2005	2006	2007	2008	2009	1P09	1P10
Odnos duga i imovine	0.55	0.58	0.62	0.68	0.67	0.70	0.68
Odnos duga i kapitala	0.59	0.62	0.66	0.74	0.71	0.75	0.75
Odnos duga i glavnice	1.47	1.64	1.96	2.79	2.45	3.05	3.03
Pokriće kamata	3.47	3.67	2.49	1.59	1.57	1.57	1.75

Pokazatelji profitabilnosti

EBITDA marža 70%

Neto marža profita ima tendenciju pada u promatranom razdoblju. Neto marža profita bila je 51% u 2005., a u 2008. i 2009. pala je na 20%, te je u prvoj polovici 2010. smanjena na 13%. Razlog takvom padu su rast troškova tijekom zadnjih 5 godina i loši rezultati zadnje 2 godine zbog makroekonomskih kretanja. EBIT marža također pokazuje tendenciju



pada što je posljedica rasta amortizacije tokom razdoblja koja je povećala poslovne rashode. Ako izuzmemo amortizaciju iz poslovnih troškova tada je odnos poslovnih troškova i prodaje, tj. EBITDA marža oko 70%.

Vrijednost ROA pokazatelja također je pala u zadnjih 5 godina budući da je rast ukupne imovine bio veći od rasta neto dobiti. ROE je u 2008. i 2009. bio 9% na što je više utjecalo smanjenje glavnice zbog isplate dividendi iz zadržane dobiti, nego rast neto dobiti.

Pokazatelji profitabilnosti

	2005	2006	2007	2008	2009	1P09	1P10
Neto marža profita	51.77%	28.72%	39.40%	19.80%	20.68%	14.23%	13.02%
EBIT marža profita	51.19%	50.16%	43.53%	40.20%	32.92%	37.04%	35.92%
EBITDA marža profita	71.19%	71.30%	71.05%	70.09%	68.04%	67.32%	66.50%
ROA	6.93%	3.79%	4.75%	2.43%	2.65%	0.80%	0.77%
ROE	18.39%	10.75%	15.06%	9.94%	9.76%	3.48%	3.44%

Pokazatelji investiranja

Dobit po dionici smanjena je s 0.50 u 2005. na 0.24 u 2009. na što je utjecao pad dobiti od 53% u promatranom razdoblju, iako je poduzeće otkupom dionica smanjilo njihov broj u prometu. Brisa je isplatila dividende po dionice u 2008. i 2009. u iznosu od €0.31. Zadnje dvije godine dividende su isplaćivane iz zadržane dobiti. Prema P/E, P/S i P/BV multiplikatorima Brisa je relativno precijenjena, dok je prema P/CF i P/FCF relativno podcijenjena, u odnosu na sektor.

Pokazatelji investiranja

	2005	2006	2007	2008	2009	1P09	1P10
EPS	0.50	0.29	0.43	0.23	0.24	0.08	0.07
DPS	0.27	0.27	0.28	0.31	0.31	0.31	0.31
Odnos isplate dividendi	54.07%	95.74%	64.92%	134.14%	128.00%	398%	434%

Multiplikatori

	Brisa	Industrija	Sektor
P/E (TTM)	19.94	28.64	19.7
P/S (TTM)	4.4	6.6	1.46
P/BV (MRQ)	2.55	3.07	1.14
P/CF (TTM)	8.86	14.4	18.88
P/FCF (TTM)	7.84	56.73	13.5
Dividend Yield	6	3.16	1.24

Izvor: Reuters

3.3. Izvještaj o novčanom toku

Glavni novčani tok iz poslovnih aktivnosti

Glavni izvor novčanih tokova je novčani tok iz poslovnih aktivnosti (2009: €488,718 milijuna). U 2009. je smanjen 7% novčani tok iz poslovnih aktivnosti što je posljedica manjih primitaka od cestarina. Zadnje dvije godine novčani tok iz poslovnih aktivnosti je dovoljan da pokrije izdatke za investicijske i financijske aktivnosti. U promatranom razdoblju novčani tok iz poslovnih aktivnosti je bio veći od neto dobiti.



Investicije drugi najveći izdatak

2009. značajno je povećan novčani tok iz investicijskih aktivnosti (81%) s €-518.1 milijun na €-100.2 milijuna. Razlog tomu su manje investicije u dugotrajnu materijalnu i nematerijalnu imovinu i manji izdaci za stjecanje novih poduzeća. U sljedeće dvije godine do tri godine očekujemo veće investicije zbog završetka autocesta na Douro, Litoral i Baixo Tejo koncesijama. Također, očekujemo pad novčanih primitaka od dividendi zbog prodaje CCR-a.

Najveći izdatak krediti

Novčani tok iz financijskih aktivnosti u 2009. i prvom polugodištu 2010. bio je negativan zbog manjih primitaka novca putem primljenih kredita i isplate dividendi. Isto tako izdaci za kamate su smanjeni u zadnjoj godini i u prvoj polovici tekuće godine.

4. Vrednovanje

Ciljana cijena €6.14

Za vrednovanje Brise koristili smo DCF model. Na osnovi vrednovanja dobili smo ciljanu cijenu dionice od €6.14, što je 24% više od tržišne cijene €4.95 na dan 08/10/2010.

Za izračun nerizične stope uzeli smo prinos do dospjeća 10-godišnje državne obveznice Portugala.

Multiplikatori 1.8, 1.4 i 1

Prodaju kao cijelu smo prognozirali pomoću multiplikatora, pri čemu smo za stopu rasta BDP-a koristili prosječnu stopu rasta BDP-a Portugala od 1995. do 2009. koja iznosi 1.8%. Za prvih 9 godina uzeli smo multiplikator 1.8 zato što smatramo da s obzirom na starost glavne Brisa koncesije (11 godina) i starost ostalih koncesija, Brisa će ostvarivati rast prometa i time rast prodaje veći od stope rasta ekonomije. Za sljedećih 10 godina koristili smo multiplikator 1.4 i 1 za izračun konačne vrijednosti.

Za EBITDA maržu smo pretpostavili da će biti 70%, razina na kojoj je i bila u zadnjih 5 godina i koja je cilj menadžmenta. Za prve dvije godine predvidjeli smo veće investicije potrebne za dovršetak izgradnje autocesta na 3 koncesije, a nakon toga samo investicije koje su potrebne za održavanje i proširenje autocesta.

Godina	2010	2011	2012	2013	2014	2028	TV
Prodaja	699 950	723 660	748 173	773 517	799 720	1 185 086	1 216 310
EBITDA	489 965	506 562	523 721	541 462	559 804	829 561	851 417
EBIT (1-T)	162 437	144 129	145 209	146 135	146 894	81 730	71 100
CAPEX	843 000	473 000	157 500	165 375	173 644	98 700	98 700
Amortizacija	273 383	314 390	330 109	346 615	363 946	720 588	756 617
FCFF	-407 181	-14 481	317 818	327 375	337 196	703 617	729 017
Sadašnja vrijednost	-380 426	-12 641	259 196	249 447	240 047	193 425	2 709 982
Vrijednost poduzeća	6 186 809						
Novac	170 496						
Tržišna vrijednost duga	2 794 811						
Manjinski interesi	21 047						
Kapital	3 541 447						
Ciljana cijena	6.14						

Postoji više faktora koji utječu na prihode poduzeća, a koji su navedeni u dijelu 2.3. Unatoč tome, za analizu osjetljivosti uzeli smo dvije varijable,



stopu rasta BDP-a, koju smo koristili za prognozu prodaje, i diskontnu stopu.

Osjetljivost ciljane cijene na diskontnu stopu i stopu rasta BDP-a

WACC/ BDP	0.50	1.00	1.50	2.00	2.50	3.00
6.00	3.18	4.33	5.67	7.29	9.24	11.64
6.50	2.91	4.02	5.33	6.91	8.22	11.17
7.00	2.64	3.73	5.01	6.56	8.43	10.74
7.50	2.40	3.46	4.71	6.22	8.06	10.33
8.00	2.17	3.20	4.43	5.91	7.72	9.96
8.50	1.95	2.96	4.17	5.62	7.40	9.60

Komponente diskontne stope (vaganog troška kapitala)

Komponenta	Vrijednost
Nerizična stopa	5.07%
Beta	0.62
Premija rizika na indeks	5.40%
Trošak kapitala	8.41%
Trošak duga	5.67%
Tržišna vrijednost kapitala	2 761 516
Tržišna vrijednost duga	2 794 811
WACC	7.03%



5. Financijski izvještaji

Bilanca

	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	1P2009	1P2010
Dugotrajna imovina							
Materijalna imovina	2 724 122	3 102 579	3 621 676	3 693 628	3 565 386	3 669 384	98 840
Nematerijalna imovina	403 358	411 596	896 128	1 250 361	975 024	1 261 761	4 452 758
Potraživanja	199 375	258 535	197 443	177 732	321 536	221 380	34 311
Financijska imovina	311 997	135 205	139 063	4 332	0	0	340 227
Ostala dugotrajna imovina	193 657	165 947	230 349	215 616	167 667	187 863	227 790
Ukupno dugotrajna imovina	3 832 509	4 073 862	5 084 659	5 341 669	5 029 613	5 340 388	5 153 926
Kratkotrajna imovina							
Zalihe	5 256	5 574	6 055	5 646	4 034	5 609	6 437
Potraživanja	126 275	123 324	147 964	48 375	52 344	53 052	61 778
Ostala kratkotrajna imovina	35 720	31 575	7 250	58 375	20 754	52 104	19 130
Novac	312 151	204 733	113 119	140 261	170 496	154 553	137 178
Ukupno kratkotrajna imovina	479 402	365 206	274 388	252 657	247 628	265 318	224 523
Aktiva	4 311 911	4 439 068	5 359 047	5 594 326	5 277 241	5 605 706	5 378 449
Glavnica							
Upisani kapital	600 000	600 000	600 000	600 000	600 000	600 000	600 000
Ostali kapital	253 460	340 725	343 845	157 322	210 803	183 368	215 432
Zadržane zarade	461 645	431 736	423 319	426 738	431 675	435 237	309 568
Neto dobit	297 814	167 047	259 357	151 257	161 021	56 933	45 403
Manjinski interesi	12 331	26 471	64 815	31 173	30 859	18 170	29 885
Ukupno glavnica	1 625 250	1 565 979	1 691 336	1 366 490	1 434 358	1 293 708	1 200 288
Dugoročne obveze							
Kredit	1 538 574	2 222 379	3 059 102	3 339 580	2 986 397	3 369 164	3 031 719
Ostale dugoročne obveze	124 712	154 501	130 030	260 446	192 639	200 114	414 075
Ukupno dugoročne obveze	1 663 286	2 376 880	3 189 132	3 600 026	3 179 036	3 569 278	3 445 794
Kratkoročne obveze							
Dobavljači	18 586	20 515	20 922	18 859	17 969	12 312	15 893
Kredit	842 528	346 618	261 634	474 539	528 286	580 604	602 412
Ostale kratkoročne obveze	162 261	129 076	196 023	134 412	117 597	149 804	114 062
Ukupno kratkoročne obveze	1 023 375	496 209	478 579	627 810	663 852	742 720	732 367
Ukupno glavnica i obveze	4 311 911	4 439 068	5 359 047	5 594 326	5 277 246	5 605 706	5 378 449

Izvor: Brisa



Izvještaj o dobiti

	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	1P2009	1P2010
Poslovni prihod							
Pružene usluge	560 180	559 573	622 638	632 645	644 801	303 210	301 579
Ostali prihod	17 187	26 351	23 833	53 401	32 215	13 022	15 500
Ukupni prihodi od prodaje	577 367	585 924	646 471	686 046	677 016	316 232	317 079
Poslovni troškovi							
Zalihe i usluge	-72 274	-76 193	-89 745	-98 678	-91 481	-39 588	-39 522
Troškovi osoblja	-80 537	-85 351	-86 466	-94 117	-95 128	-48 215	-48 735
Amortizacija	-115 504	-123 835	-177 910	-205 099	-237 724	-95 729	-96 957
Ostali poslovni troškovi	-13 524	-6 634	-10 938	-12 368	-29 791	-15 555	-17 968
Ukupni poslovni troškovi	-281 839	-292 013	-365 059	-410 262	-454 124	-199 087	-203 182
EBIT	295 528	293 911	281 412	275 784	222 892	117 145	113 897
Financijski troškovi	-91 779	-87 593	-123 371	-196 177	-157 124	-85 325	-73 613
Financijski prihod	9 286	17 308	20 543	19 693	9 854	7 637	2 331
Udio u dobiti povezanih poduzeća	206 954	10 489	44 420	83 858	106 952	22 528	16 694
Dobit prije poreza	419 989	234 115	223 004	183 158	182 574	61 985	59 309
Porez	-121 074	-65 818	-31 727	-47 323	-42 600	-16 996	-18 039
Neto dobit	298 915	168 297	191 277	135 835	139 974	44 989	41 270

Izvor: Brisa

Izvještaj o novčanom toku

	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	1P2009	1P2010
Poslovne aktivnosti							
Primici od clijenata	629 834	627 301	696 973	715 866	645 926	306 861	298 064
Izdaci za dobavljače	-98 984	-101 394	-124 590	-115 365	-101 944	-50 620	-61 815
Izdaci za zaposlene	-82 798	-95 114	-81 410	-98 566	-99 566	-51 049	-49 408
Ostali primici/izdaci	-68 481	-56 584	-53 307	23 019	44 302	6 695	9 020
Novčani tok iz poslovnih aktivnosti	379 571	374 209	437 666	524 954	488 718	211 887	195 861
Investicijske aktivnosti							
Primici od investicija	410 827	241 920	18 199	92 679	13 353	9 102	3 721
Primici od dividendi	34 551	43 194	38 910	42 448	40 020	6 365	7 249
Ostali primici	6 652	4 221	9 035	2 399	636	543	19
CAPEX	-395 848	-620 419	-858 533	-655 725	-154 300	-92 363	-53 840
Novčani tok iz investicijskih aktivnosti	56 182	-331 084	-792 389	-518 199	-100 291	-76 353	-42 851
Financijske aktivnosti							
Primici od kredita	2 977 279	1 250 717	4 281 149	2 915 511	2 209 749	810 626	1 209 639
Ostali primici	25 876	97 795	44 486	41 817	19 625	7 454	3 005
Izdaci za kredite	-2 874 604	-1 070 846	-3 736 048	-2 417 139	-2 212 463	-702 155	-1 168 461
Izdaci za kamate	-96 920	-105 960	-149 232	-215 159	-142 295	-46 032	-23 075
Izdaci za dividende	-161 626	-161 128	-165 361	-182 212	-179 168	-179 168	-179 361
Ostali izdaci	-37 817	-152 970	-38 995	-122 342	-44 197	-7 001	-30 909
Novčani tok iz financijskih aktivnosti	-167 812	-142 392	235 999	20 476	-348 749	-116 276	-189 162
Čisti novčani tok	270 028	-116 019	-92 624	27 393	35 388	19 568	-33 437

Izvor: Brisa

