

## Obrigações em Análise - Brisa

### SINOPSE:

- O recente incremento das taxas de juro de Espanha e Itália e o ressurgimento dos riscos associados às eleições na Grécia não impossibilitaram o significativo movimento de apreciação das Obrigações do Tesouro (OTs) Portuguesas desde os mínimos anuais, com particular incidência nos prazos mais longos.
- As obrigações da Brisa espelham um binómio risco/retorno atractivo em função da resiliência evidenciada pelas operações da Brisa face à situação macroeconómica do país e da gestão activa do risco de refinanciamento encetada pela equipa de gestão, a qual se traduz em necessidades de *funding* asseguradas até 2014

A análise da curva de rendimento de uma empresa e do seu risco de crédito, permite comparar emissões de diferentes empresas e avaliar o prémio de risco exigido pelos investidores. No caso em destaque, verificamos que os investidores exigem um prémio de risco para transaccionar obrigações da Brisa superior ao observado pela Abertis em todas as maturidades (Fig. 5), sendo que também a evolução do risco de crédito, avaliado através dos CDS (Fig. 2), confere suporte a esta leitura, tendo-se registado um alargamento significativo do diferencial entre os CDS de ambas as empresas a partir de Julho de 2011.

Este alargamento da *yield* e dos CDS da Brisa, provocado maioritariamente pelo agravamento da posição creditícia de Portugal e consequente impacto na percepção de risco da Brisa, parece-nos excessivo, principalmente por não se terem materializado diferenças significativas ao nível do perfil operacional da empresa portuguesa, o qual se tem revelado extremamente resiliente face à conjuntura actual, com a contracção do tráfego e das receitas de portagens a ser compensada pela redução de custos e aumento das receitas de serviços rodoviários. Uma análise ao nível das diferentes métricas operacionais reforça a nossa leitura, sendo que tanto a margem EBITDA como a evolução da geração de caixa, traduzida pelo indicador EBITDA-Capex, se revelam superiores face à Abertis. No que concerne as métricas de endividamento e estrutura financeira (Fig. 6), a Brisa revela novamente uma posição favorável resultante da gestão activa do risco de refinanciamento encetada pela equipa de gestão, sendo todavia importante realçar que o indicador de alavancagem Dívida Líquida/EBITDA da Brisa se revela ligeiramente superior (7,6x). Apesar dos elevados níveis de dívida, a empresa não prevê dificuldades no refinanciamento da mesma, uma vez que a BCR, unidade onde está centralizada a dívida do grupo e que congrega as concessões da Brisa de maior qualidade, possui recursos financeiros suficientes para fazer face às suas necessidades até 2014, tendo em conta a expectativa de geração de *cash-flow* em 2012 e 2013, a existência de cerca de EUR 141 mn em caixa e EUR 700 mn de linhas bancárias contratadas no final de 2011.

Assim, numa óptica de risco/retorno, parece-nos que a obrigação da Brisa com maturidade em 2016 se revela particularmente atractiva - oferecendo uma rendibilidade anual estimada (YTM) até à maturidade de 10,4% -, comparando favoravelmente com a emissão de dívida em curso que oferece uma taxa de cupão de 6,25%. Salientamos ainda que, apesar da relação entre os activos de Brisa - acção e obrigação - presentemente não se afigurar típica, uma vez que a acção transacciona a prémio face à obrigação (Fig. 7), a convergência para a normalidade se afigura consistente com o racional apresentado sendo ainda de realçar a maior sensibilidade da maturidade mencionada (2016) a um movimento correctivo, patente no diferencial mais extremado entre as *yields* das obrigações da Brisa e Abertis nesse prazo.

Distribuição dívida - Brisa

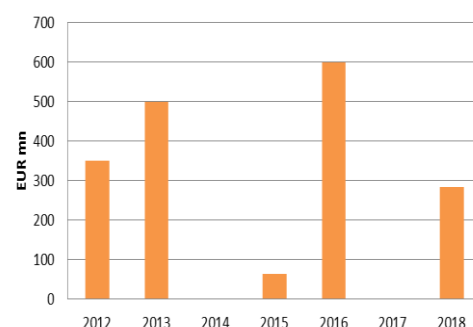


Fig. 1. Distribuição dívida – Brisa

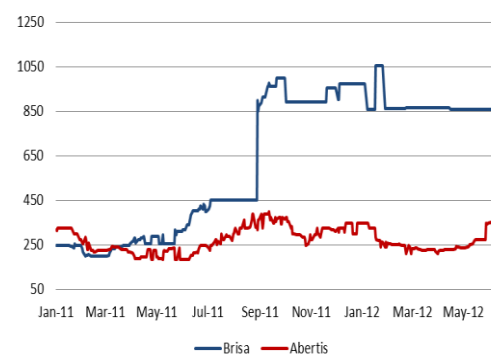


Fig. 2. Evolução CDS – Brisa vs. Abertis

### CONTACTOS

#### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
joacabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Maria Almaça  
Maria.Almac@bancobig.pt

	YTM	Preço	Maturidade
Brisa SA Float 09/23/2012	6,7%	-	23-09-2012
Brisa SA 4.797 09/26/2013	6,0%	98,54	26-09-2013
Brisa SA 6.4 03/09/2015	8,1%	-	09-03-2015
Brisa SA 4.5 12/05/2016	10,4%	79,61	05-12-2016

Fig. 3. Obrigações Brisa

Fonte: Bloomberg & BiG Research

FUNDAMENTAIS  
BRISA

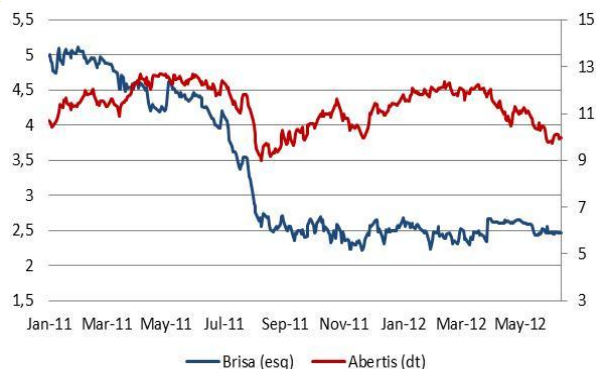


Fig. 4. Performance accionista Brisa vs Abertis

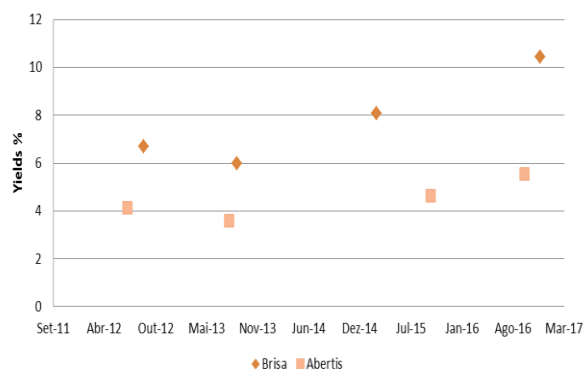


Fig. 5. Curva obrigações – Brisa vs. Abertis

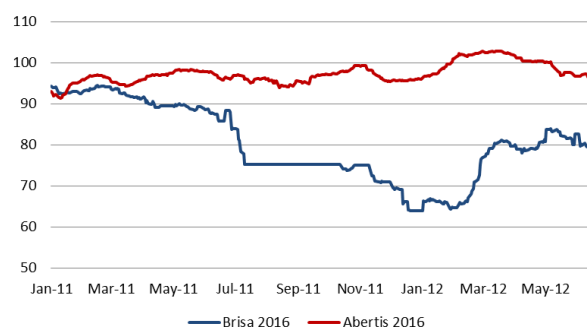


Fig. 6. Evolução obrigações – Brisa vs. Abertis

	Média 3	Actual
(1) Brisa 2016	6,81	10,43
Brisa P/E	13,66	17,68
(2) Earnings Yield Brisa	7,32	5,66
Yield Spread (2)-(1)	0,51	-4,78
Yield Ratio (desc. Equity vs Bond)	0,93	1,84

Fig. 7. Bonds vs. Equity – Brisa

EUR Mn	Brisa	Abertis
Receitas	658	3811
EBITDA	461	2454
Margem EBITDA	73,1%	64,4%
EBIT	267	1519
Resultado Líquido	-82	720
CAPEX	-76	-263
Dívida Líquida	3517	14154
Liquidez	14,9%	1,7%
D/E	300,1	474,7
Dívida Líquida/EBITDA	7,62	5,77
Cap. Próprio/Activo	20,4%	19,4%
Capitalização bolsista	1475	8101
YTD %	-3,4%	-15,4%
Credit Rating (S&P)	N/A	BBB *-

Fig. 8. Indicadores Financeiros

EUR Mn	2010	2011	Var.
BCR	2584,0	2450,0	-134
Obrigações	1157	1210	53
Securitização	158	80	-78
BEI	772	734	-38
Outros	497	426	-71
Project Finance	948,0	2016,0	1068
Brisal	516	513	-3
AEDL	-	1107	1107
Atlântico (@50%)	175	162	-13
NWP	257	234	-23
Other CO's	23,0	20,0	-3
<b>Total</b>	<b>3555,0</b>	<b>4486,0</b>	<b>931</b>
Cash	1356	969	-387
Dívida Líquida	2199	3517	1318

Fig. 9. Estrutura da dívida da Brisa por área de negócio

CONTACTOS

Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
joacabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Maria Almaça  
Maria.Almac@bancobig.pt

## Análise Macroeconómica

O período recente ficou marcado por um agravamento da tensão observada no mercado de dívida Soberana em resultado do incremento, bastante significativo, do nível das taxas de juro ao longo da curva por parte de Espanha. Esta situação em conjunto com a vitória de Hollande nas presidenciais Francesas acabou por extremar o decurso das negociações na Europa sobre a importância vital do reforço da arquitetura do Euro. A própria oposição veemente do bloco germânico tem vindo a perder suporte, até porque se afigura evidente um progressivo isolamento das políticas preconizadas pela Alemanha - basicamente austeridade e União Orçamental - como únicas medidas e claramente insuficientes para debelar a crise vigente, a qual tomou proporções demasiado sistémicas tendo em conta a ameaça/incerteza que continua a pairar sobre Espanha e Itália. O agravar da percepção de risco da economia espanhola é justificado pela incerteza em torno do sucesso do esforço de consolidação orçamental do Governo - tendo em conta o endividamento expressivo de algumas das principais regiões e a subcapitalização do sector financeiro (resultado do colapso do mercado imobiliário) que obrigou mesmo o Executivo espanhol a requerer junto das entidades europeias um pacote de auxílio financeiro para a banca no valor de EUR 100 mn, montante que terá impacto nas rúbricas de endividamento e défice orçamental.

A incapacidade de formação de um Governo de maioria parlamentar na Grécia impôs o cenário de novas eleições naquele país (17 de Junho), ainda que não seja de todo evidente que o novo sufrágio possa desbloquear o actual impasse político no país, exponenciando os receios de uma eventual vitória do partido de esquerda radical (Siryza) que manifesta oposição aos termos do resgate externo concedido ao país, pelo que subsiste o risco da ocorrência de um eventual cenário extremo - saída da Zona Euro e novo default do país que envolva o sector Privado e Oficial - ainda que pensemos que a probabilidade de um evento disruptivo desse género se mantenha globalmente reduzida.

Todo este agravar da instabilidade/incerteza ao nível dos países da Zona-Euro voltou a empurrar as *yields* da economia germânica para novos mínimos históricos. Estamos em crer que os indicadores macroeconómicos que continuam a demonstrar a resiliência da economia alemã, nomeadamente os últimos valores do PIB, não justificam o movimento protagonizado por esta classe de activos, sendo que num período mais recente as *yields* da economia germânica registaram um agravamento face aos mínimos históricos, acompanhando o aumento das *yields* de Itália e Espanha.

Ao nível nacional realce para o comportamento positivo demonstrado pelas obrigações nacionais face ao agravamento das condições de financiamento das economias espanhola e italiana, assim como face à crescente incerteza observada ao nível da economia grega. Realce igualmente para os dados relativos ao PIB em Portugal, que se revelaram bastante menos negativos que o antecipado pelo mercado, com o Produto Interno Bruto a recuar apenas 0,1% no 1T12, quando se aguardava um recuo de 1% no período. Mais recentemente, a última avaliação da Troika foi novamente positiva e permitiu a libertação de mais uma tranche do pacote de assistência financeira.

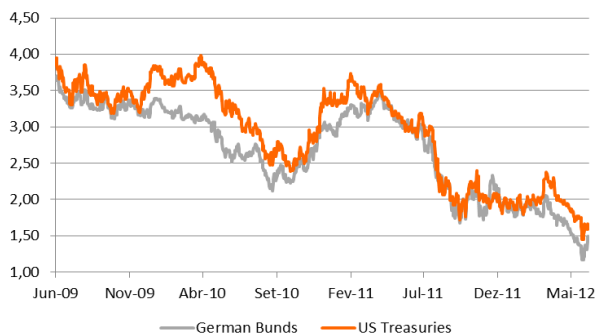


Fig. 10. Obrigações (%)

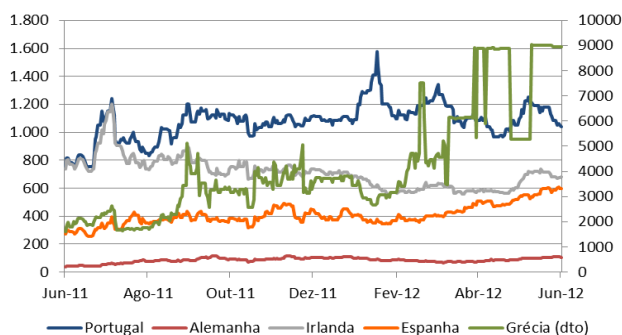


Fig. 11. Evolução CDS Soberanos

### CONTACTOS

#### Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
joacabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Maria Almaça  
Maria.Almac@bancobig.pt

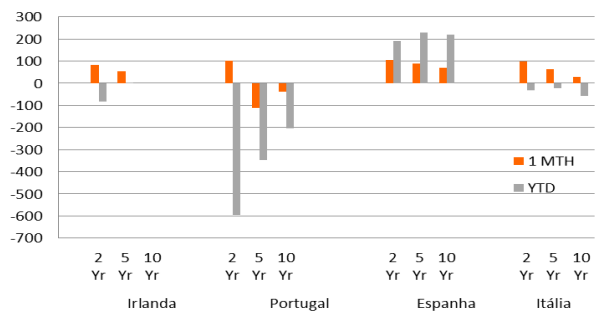


Fig. 12. Evolução Spreads periferia vs. Bunds (bps)

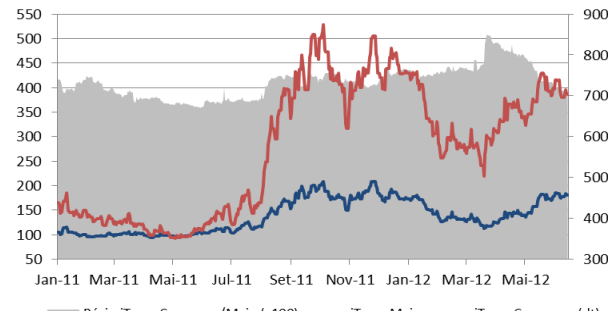


Fig. 13. Evolução Índices iTraxx

ANEXOS

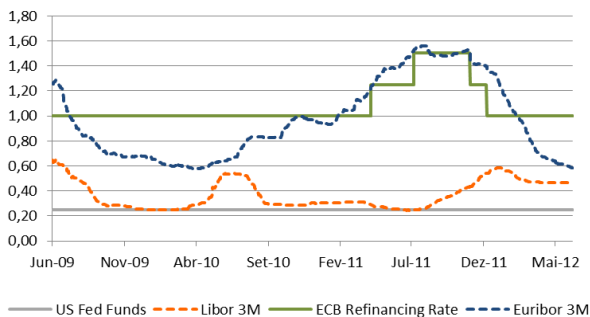


Fig. 14. Taxas interbancárias vs. Bancos Centrais (%)

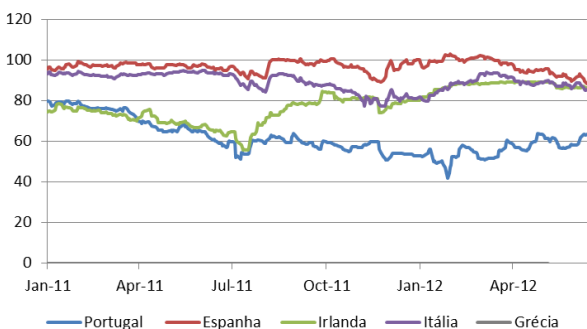


Fig. 16. Evolução do preço das obrigações soberanas a 10 anos (% par)

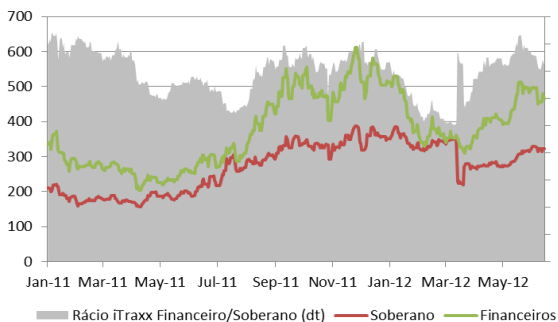


Fig. 18. Evolução Índices iTraxx – Soberano vs. Financeiros

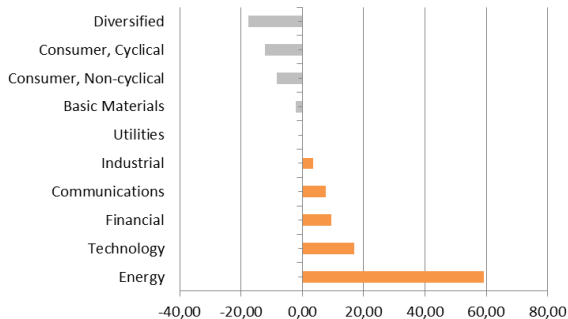


Fig. 20. Evolução CDS pool sectorial YTD

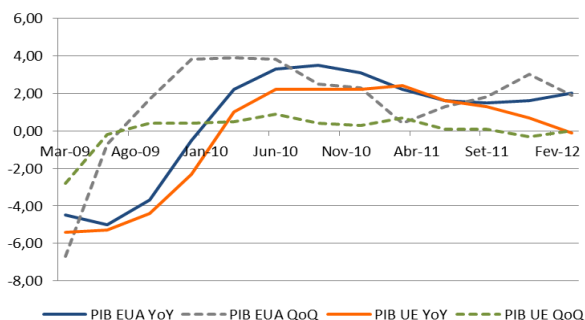


Fig. 15. PIB EUA vs. EU (%)

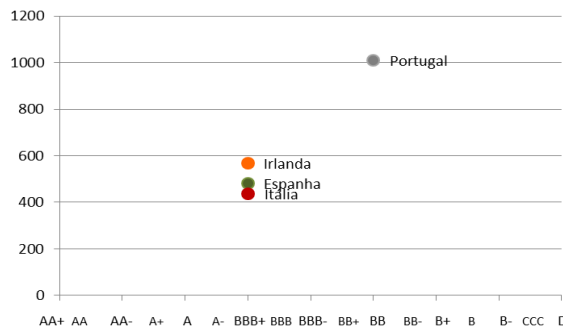


Fig. 17. CDS periferia em função do rating

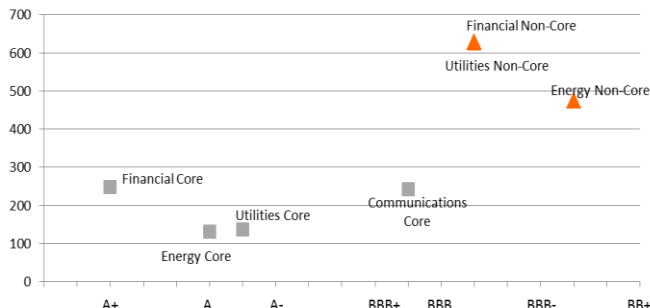


Fig. 19. Spreads Sectoriais Core vs. Periferia

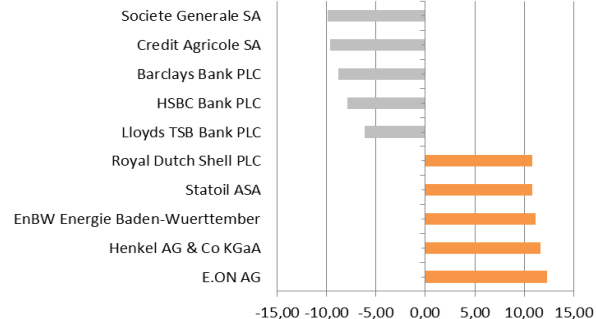


Fig. 21. Best/Worst performance MTD (%)

CONTACTOS

Research

João Lampreia  
jlampreia@bancobig.pt

João Cabeçana  
joacabecana@bancobig.pt

Filipa Almeida  
Filipa.almeida@bancobig.pt

Maria Almaça  
Maria.Almac@bancobig.pt

Fonte: Bloomberg & BiG Research