

## Mercados

- Donde vem o dinamismo da economia norte-americana?
- Análise de Mercados e Perspectivas
- Empresas e Sectores
- Recomendações e Price Targets
- Serviço de Alertas

## Esta semana...

- **Barris à vista**  
O 3º trimestre de 2010 foi digno de nota por ter marcado um novo recorde na procura global de petróleo...

Mais 

## Ranking

- Fundos
- Certificados



Visite a área de Bolsa do millenniumbcp.pt

## Mercados

### Donde vem o dinamismo da economia norte-americana?

O dinamismo da economia norte-americana parece estar a acentuar-se e a alastrar-se aos vários sectores de actividade. Tanto o desempenho do índice qualitativo da indústria transformadora, como o do seu análogo referente aos serviços, sugerem taxas de crescimento da economia em cerca de 4% em termos homólogos, para os próximos trimestres. A maioria dos indicadores avançados da actividade corrobora essa tendência para lá das previsões do FMI, que estima um crescimento de 2,6%, em 2011.

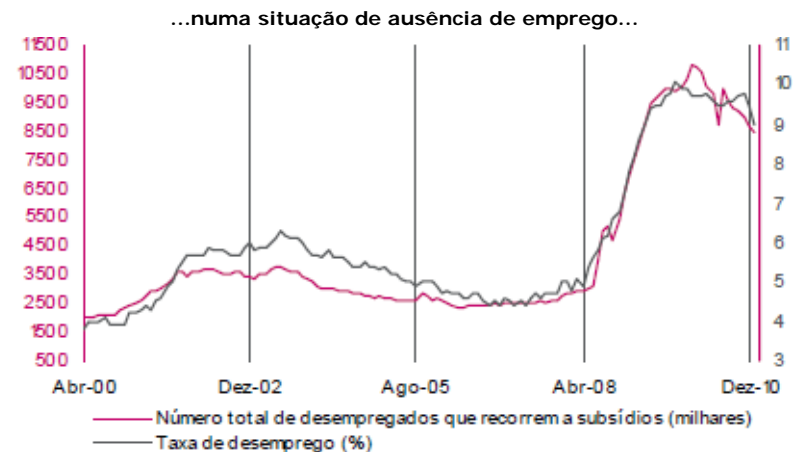
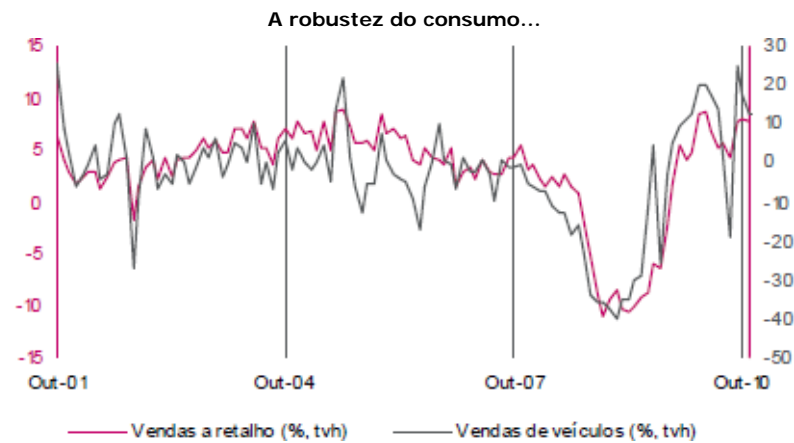
#### Do consumo...

Contudo, o vigor da retoma continua a encerrar algumas incongruências, em especial na evolução do consumo que foi a componente que mais impulsionou o PIB do 4º trimestre (3,2% face a 2,6% no 3º trimestre), com um contributo de 4,4%. Este ritmo de crescimento, que foi o mais acentuado desde o 1º trimestre de 2006, tem vindo a contrastar com uma estabilização dos índices de confiança dos consumidores, desde meados de 2009, em sintonia com um ambiente de desemprego elevado. Esta dicotomia é especialmente visível quando comparamos a evolução das vendas a retalho com o índice de confiança dos consumidores, da Universidade de Michigan. Para tal têm vindo a contribuir, por um lado, as vendas de veículos que beneficiaram de promoções muito agressivas (efeito volume) e, por outro, as vendas de combustíveis na sequência da subida do preço das *commodities* (efeito preço). Contudo, quando retiramos estas duas componentes, as vendas a retalho continuam a mostrar um dinamismo significativo, em sintonia com taxas de poupança decrescentes nos últimos seis meses. A confirmar esta maior propensão para despende também esteve uma ligeira melhoria do crédito concedido ao consumo, desde Outubro passado, ainda que em patamares próximos da estagnação, em termos mensais. Da decomposição do rendimento dos particulares, referente a Dezembro, sobressaiu a

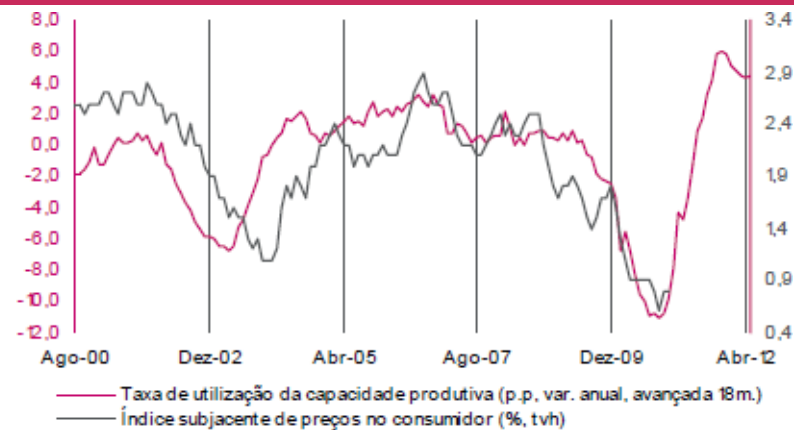
expansão dos rendimentos provenientes dos activos financeiros, nos últimos três meses do ano passado. Contudo, a consistência do aumento do consumo nos próximos meses deverá manter-se dependente da evolução do emprego e dos salários, com características mais sustentáveis.

### ...em antecipação à recuperação do emprego?

Nos últimos dois meses, os dados do emprego registaram uma aparente evolução benéfica, especialmente incidente na queda muito acentuada da taxa de desemprego de 9,8%, em Novembro, para 9,0%, em Janeiro, tendo-se aproximado do patamar inferior do intervalo de projecções da Fed para 2011 (8,9%). A agregação das componentes referentes ao emprego dos relatórios qualitativos dos serviços e da indústria transformadora tem vindo a apontar para uma aceleração da criação de emprego desde o início de 2010, em torno de 150 000 postos de trabalho em termos médios mensais, o que compara com os 52 000 efectivos nesse mesmo período. Desde que se iniciou a retoma (no 2º semestre de 2009), o número total de desempregados caiu 12,5%, enquanto que o número de empregados caiu 0,29%, reflectindo a ausência da recuperação do mercado laboral. Uma das principais causas para a queda da taxa de desemprego tem sido a redução da população activa, quer por motivos de desmotivação em procurar emprego, quer por ajustes técnicos periodicamente efectuados pelo Bureau of Labor Statistics.



...deverá ser testada pela subida da inflação



Quadro de previsões

	Actual	Mar-11	Jun-11	Set-11	Dez-11
PIB (tvv)	0,8 <sup>(a)</sup>	0,6	0,4	0,2	0,1
T. desemp. (%)	9,0 <sup>(c)</sup>	9,3	9,0	8,9	8,7
Inflação (tvh)	1,5 <sup>(b)</sup>	1,7	2,0	2,6	2,8
Inflação subj. (tvh)	0,8 <sup>(b)</sup>	1,0	1,1	1,2	1,2
Taxa fed funds (%)	0,0 <sup>(d)</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0
Taxa 3 meses (%)	0,6 <sup>(d)</sup>	0,7	1,1	1,3	1,4
Swap 2 anos (%)	1,0 <sup>(d)</sup>	1,2	1,4	1,7	1,9
Swap 10 anos (%)	3,7 <sup>(d)</sup>	3,9	4,1	4,3	4,3
Eur/Usd	1,35 <sup>(d)</sup>	1,40	1,42	1,45	1,48

Nota: Valores fim de período. (a) 4º trim. 10; (b) Dezembro; (c) Janeiro; (d) Fevereiro

Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

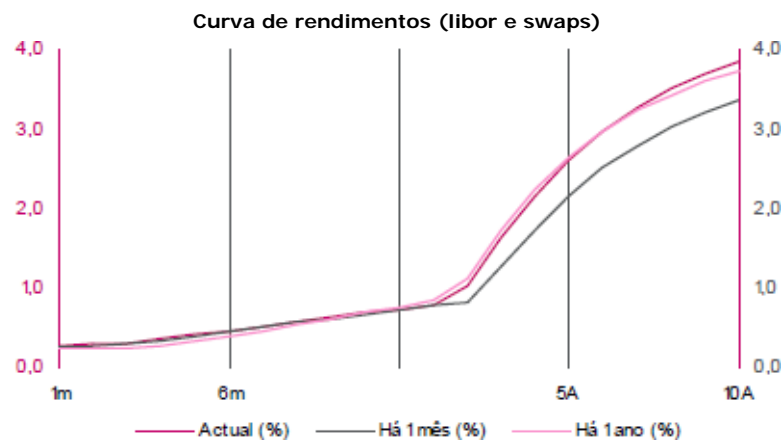
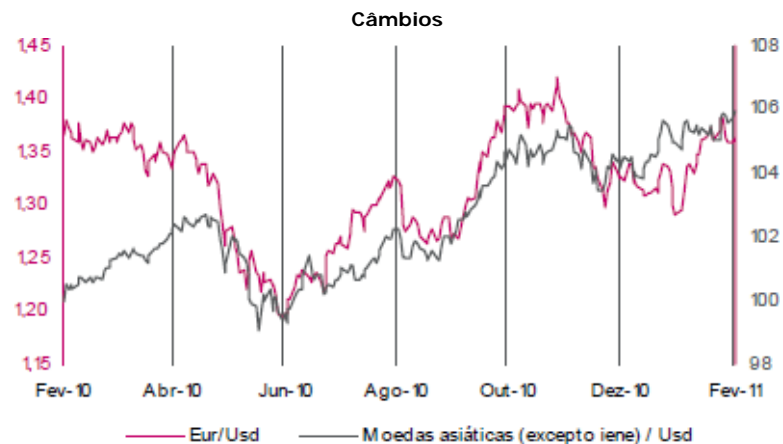
## A inflação...

Desde Setembro passado que a subida do preço das *commodities* tem tido reflexo no aumento dos índices de preços no produtor e nas importações. Se por um lado, esta pressão nos preços a montante da actividade produtiva ainda não se manifestou na inflação, por outro, a generalidade dos índices de sentimento dos empresários começaram, há cerca de dois meses, a reflectir a intenção de transmitir esse custo nos consumidores finais. Tal sugere uma subida da inflação, a muito breve trecho. Apesar do reconhecimento desta possibilidade, explícito no comunicado da reunião de Janeiro, a Fed tem relegado para segundo plano essa preocupação relacionada com o seu objectivo de estabilidade de preços. A principal razão para a actual política de *quantitative easing* tem-se baseado na sub-utilização dos factores produtivos, com especial atenção na ausência da recuperação do mercado laboral. Segundo a autoridade monetária, um desemprego elevado e uma utilização ainda baixa da capacidade produtiva instalada continuam a exercer pressões descendentes na inflação subjacente. A questão é que, na nossa opinião, os dados actuais parecem sugerir que a sub-utilização dos factores produtivos poderá estar a ser sobrevalorizada pela Fed. Um dos sinais refere-se à aceleração dos salários, em Janeiro, que parece espelhar o carácter estrutural do desemprego. Tal significa que, após a grave crise económica, as competências dos actuais desempregados já não se adequam às necessidades das empresas sobreviventes, levando os trabalhadores que as possuem a auferir remunerações mais elevadas. Se esta tendência se confirmar, a subida dos salários deverá exercer uma pressão ascendente na inflação subjacente. Neste caso, e ao contrário do que muitos advogam, uma taxa de desemprego elevada poderá ser compatível com uma subida da inflação. Por outro lado, apesar de se situar em níveis baixos, a aceleração da taxa de utilização da capacidade produtiva também sugere um aumento da inflação subjacente (ver gráfico "...deverá ser testada pela subida da inflação"). Se assim for, a maturidade da retoma económica, entendida como uma situação próxima da plena afectação dos

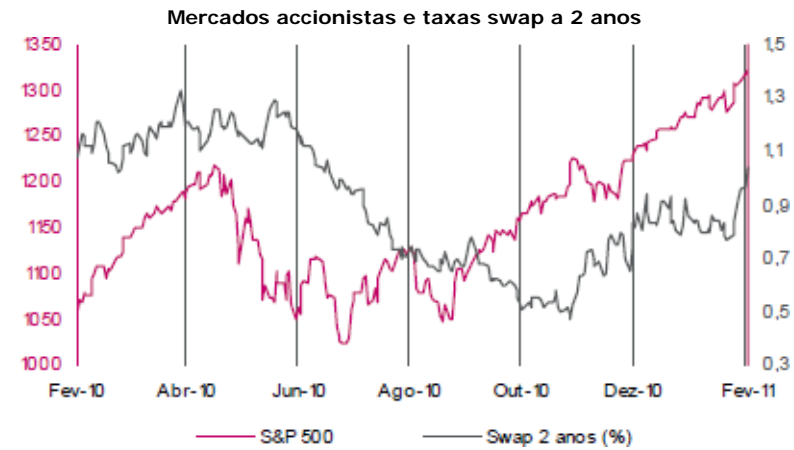
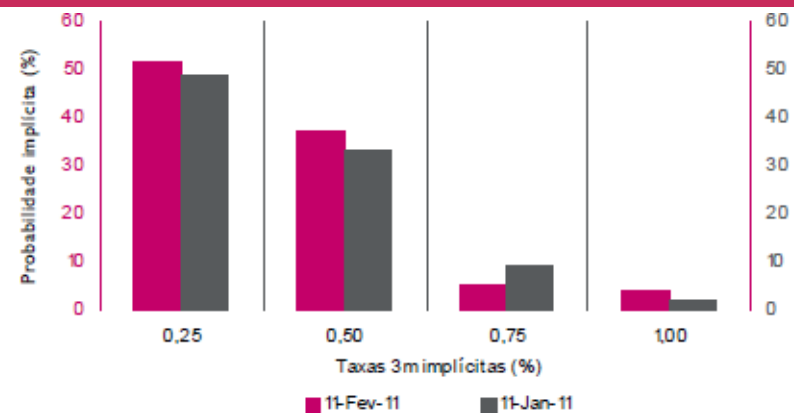
recursos produtivos, poderá estar mais próxima do que inicialmente estimada.

### ...deverá ser o derradeiro teste à recuperação

Contudo, a subida da inflação poderá ser um travão ao consumo (um dos motores do crescimento económico), ainda estruturalmente fragilizado. Se por um lado há trabalhadores a ganharem mais, por outro, persiste um número elevado de desempregados. No processo da retoma, os consumidores têm sido especialmente sensíveis à questão dos preços baixos. O retorno à normalidade vislumbra-se difícil. Um dos desafios para a remoção do cariz ultra-expansionista da política monetária, por parte da Fed, relaciona-se com o risco que a subida de taxas de juro acarreta para a recuperação do mercado imobiliário, ainda em patamares muito próximos dos registados na crise.



**Taxas de juro 3m implícitas para Junho 2011**



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

Saiba mais sobre os principais Mercados Financeiros na área de Research do millenniumbcp.pt

Maria Luís Borges de Castro  
Millennium investment banking

[Topo](#)

Mercados

**Análise de Mercados e Perspectivas**

Os principais índices bolsistas estiveram em recuperação durante grande parte da semana passada, suportados pelos sinais positivos de vários dados macro-económicos, nomeadamente os relativos ao mercado de trabalho europeu e norte-americano e os indicadores qualitativos norte-americanos ISM Indústria e Serviços. No entanto, a última sessão da semana anulou os ganhos dos índices europeus devido às tensões vividas nos países árabes e consequentes receios envolvendo o fornecimento de petróleo. Ainda pela negativa esteve a perspectiva de que o Banco Central Europeu poderá aumentar a taxa directora no próximo mês, o que penalizou a dívida pública. O EURO STOXX caiu 0,8%, o DAX 0,1%, o S&P subiu 0,1% e o DOW JONES 0,3%.

O Banco Central Europeu manteve a taxa de juro inalterada em 1%, em linha com o esperado pelo consenso. Trichet, presidente do BCE, afirmou que os riscos relacionados com a inflação aumentaram, pelo que é necessária uma vigilância apertada e deixou em aberto a possibilidade de aumentar a taxa de referência na próxima reunião, mas referiu que uma eventual subida não implica o início de uma série de aumentos. O BCE prevê que um crescimento do PIB europeu de 1,3%-2,1% este ano (melhor que a anterior estimativa de 0,7%-2,1%) e de 0,8%-2,8% em 2012 (acima da anterior previsão de 0,6%-2,8%).

No seu discurso semestral sobre Política Monetária, Bernanke reiterou que a taxa directora norte-americana deverá continuar em níveis reduzidos por um longo período de tempo e afirmou que os riscos para a inflação são reduzidos e que o emprego continua a crescer a um ritmo muito lento. Bernanke admite que a subida do preço das *commodities* poderá resultar no aumento das pressões inflacionistas, no entanto tal não deverá ser permanente. O presidente da Fed voltou a declarar que é necessário um período sustentado de criação de emprego para garantir a recuperação económica e declarou que não quer ver a economia voltar para a recessão, deixando em aberto a possibilidade de uma terceira onda de medidas de estímulo.

O *Beige Book* da Fed aponta para a melhoria modesta do mercado de trabalho norte-americano. A maioria dos distritos da Fed reportaram algum tipo de crescimento e a economia num geral está a recuperar a um ritmo modesto a moderado.

Na zona euro, o PMI Serviços aumentou menos que o previsto e o Indústria ficou em linha com o esperado em Fevereiro, a Taxa de Desemprego caiu inesperadamente 10pb para os 9,9% e a segunda estimativa do PIB do 4º trimestre ficou inalterada face ao valor já avançado.

Nos EUA, o indicador de clima económico Philadelphia Fed Index e as Casas em Início de Construção subiram muito mais que o esperado. Pelo contrário, as Vendas a Retalho subiram a um ritmo menos acelerado que o estimado e o Índice de Preços no Consumidor apontou para maiores pressões inflacionistas que o previsto em Janeiro.

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Mercados

Empresas e Sectores

O índice nacional caiu 1% para os 7903 pontos. Os títulos que deram a maior contribuição para as perdas nacionais foram a Portugal Telecom (-2,3%) e o BCP (-3,1%), enquanto o BES (+0,8%) e a Sonaecom (+6,6%) limitaram as desvalorizações. A Sonaecom também liderou os ganhos percentuais, especialmente animada por ter apresentado receitas e resultado operacional acima do esperado e por ter anunciado o pagamento de um dividendo de 0,05/acção, decisão que esperávamos apenas em 2013.

Empresa	Tipo de Risco	Preço* (Eur)	Preço Alvo final 2011 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	1,74	4,00	130%
Novabase	Alto	3,02	4,80	59%
Sonae	Médio	0,82	1,30	59%
EDP Renováveis	Baixo	4,30	6,75	57%
Cofina	Alto	0,58	0,90	55%

\* Preço de Fecho de 04/03/2011

## Sonaecom

**Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 2,05 EUR**

A Sonaecom divulgou os resultados do 4º trimestre de 2010. As receitas operacionais atingiram os 240,2 milhões EUR no trimestre, aumentando 1,5% em relação ao mesmo período do ano passado. O resultado operacional (EBITDA) aumentou 15%, atingindo os 45 milhões de Euros no trimestre.

Em 2010 as receitas caíram 2,9%, mas o EBITDA aumentou 10,4%, com a empresa a gerar uma margem EBITDA de 20,9% (+2.5%).

As receitas do negócio móvel caíram apenas 2,1% no trimestre, atingindo os 161 milhões EUR. A descida das receitas deve-se ao impacto da descida das tarifas de terminação móvel. As receitas de clientes cresceram 0,6% face ao 4º trimestre de 2009, o que é positivo. A margem EBITDA do negócio móvel surpreendeu pela positiva: 26,7%, aumentando 5,2% em relação ao 4º trimestre de 2009.

As receitas do negócio fixo caíram 4,6% comparativamente ao 4º trimestre de 2009, em linha com as nossas estimativas. Apesar da perda significativa de acessos, as receitas em 2010 caíram apenas 3,4%.

O segmento de *Software* e Sistemas de Informação (SSI) registou um crescimento de 18,0% das receitas face ao 4º trimestre de 2009, com a evolução positiva das receitas de serviços e das vendas de equipamentos. A margem em 2010 manteve-se estável nos 5,9% (+0,3%).

O Público registou uma quebra das receitas de 1% no 4º trimestre e 1,2% em 2010, principalmente devido ao decréscimo pronunciado das receitas de publicidade. O EBITDA gerado no trimestre foi negativo, mas apenas metade do de 2009.

Em resumo, as receitas do móvel foram positivas e mostraram resiliência das receitas de clientes. O segmento fixo continua a sofrer devido ao ambiente adverso no mercado residencial mas as receitas caminham para a estabilização. A margem EBITDA no móvel continua a avançar de forma consistente, o que juntamente com a estabilidade do *capex* permitiu a expansão da geração de *cash flow*. A empresa gerou *cash flow* positivo pela segundo ano consecutivo.

A empresa anunciou o pagamento de um dividendo de 0,05/acção, o que representa um *dividend yield* de 3,5% e um *payout* de 44,4%. Esta decisão surpreendeu-nos, já que esperávamos que a empresa iniciasse o pagamento de dividendos apenas a partir de 2013. A decisão de pagar dividendos mostra confiança no negócio e na *performance* da empresa.

Alexandra Delgado  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

A Sonae Capital divulgou os resultados do 4º trimestre de 2010. De uma forma geral os resultados vieram abaixo das nossas estimativas, essencialmente devido à má prestação operacional do negócio da Sonae Turismo, não somente na área do Troia Resort mas surpreendentemente no negócio de exploração hoteleira. Os projectos em desenvolvimento no Troia Resort foram formalmente cancelados. O nível de dívida líquida, no final de 2010, de acordo com a empresa era 277.2Mn EUR perto da nossa estimativa de 281Mn EUR e compara com 282Mn EUR no final de 2009.

Em resumo, uma má prestação nos negócios relacionados com o Turismo, surpreendentemente na hotelaria, parcialmente compensado com uma forte contenção em termos de investimentos e consumo de "cash". A política de alienação de activos não "core" manter-se-á, nomeadamente activos imobiliários e do nosso ponto de vista a alienação da participação na Norscut, 36%.

António Seladas, CFA  
Millennium investment banking

A Cimpor publicou os resultados relativos ao 4º trimestre de 2010.

A margem operacional (EBITDA) veio em linha com a nossa estimativa para o 4º trimestre de 2010. Ficou 1,5 pp abaixo face ao 4º trimestre de 2009 e 2pp abaixo face ao 3º trimestre de 2010, prejudicada pelo aumento global dos custos com energia. Apesar da queda na margem em termos homólogos, os resultados operacionais (EBITDA) aumentaram 3,9%, principalmente devido a aumentos de proveitos no Brasil, China, Turquia e Moçambique, apesar das reduções em Espanha, Egipto e Portugal. Face ao 3º trimestre de 2010, os resultados operacionais (EBITDA) diminuíram 12%, essencialmente devido à queda em Portugal, seguida da queda no Brasil e também a uma menor margem sazonal na Turquia.

Os proveitos ficaram 2,2% abaixo da nossa estimativa para o 4º trimestre de 2010, 9,4% acima do homólogo e 5,9% abaixo do 3º trimestre de 2010. O crescimento homólogo resultou em boa parte da depreciação do euro e do aumento do preço médio no grupo. Face ao 3º trimestre de 2010, o volume de vendas consolidado caiu 6%, em linha com a queda nos proveitos. De uma forma geral, a fraqueza da procura é sazonal em todas as regiões que reduziram vendas.

João Mateus  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

Galp comunicou a perfuração de um poço na área de Iara.

O consórcio para explorar o bloco BM-S-11 formado pela Galp (10%), Petrobras (65%) e BG (25%) comunicou a perfuração de um poço (denominado Iara Horst) na área de Iara que comprovou a existência de petróleo leve de boa qualidade. De acordo com o comunicado, as informações obtidas neste poço permitiram confirmar as estimativas de 3 a 4 mil milhões de barris de petróleo leve e gás natural recuperável.

Para o Iara consideramos cerca de 3.5 mil milhões de barris (valor intermédio entre o limite inferior e superior avançado pelo consórcio) e um NPV de \$3.5 por barril. Esta notícia não nos traz surpresas, mas vem sim corroborar as nossas expectativas relativas ao Iara.

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## EDP

**Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2011 3,25 EUR**

A EDP publicou os resultados do 4º trimestre de 2010. Gostaríamos de destacar, que tal como no trimestre anterior, estes resultados foram impulsionados pelo crescimento das actividades de energia eólica (maior produção), mas ao mesmo tempo penalizados pela pior *performance* nas actividades liberalizadas (menores margens).

A margem bruta desceu cerca de 1% face ao período homólogo (abaixo das nossas expectativas) e os custos operacionais desceram cerca de 9% face ao período homólogo (melhor do que as nossas expectativas). A evolução dos custos operacionais prende-se principalmente com a evolução das outras receitas operacionais que demonstrou uma tendência positiva (parcialmente explicado pelas receitas de antecipação de um contrato de venda de energia na subsidiária renovável).

O EBITDA no trimestre aumentou cerca de 3% face ao período homólogo (3% acima das nossas expectativas). Abaixo da linha do EBITDA, as amortizações e depreciações desceram face ao período homólogo (devido a um ajustamento da vida útil de algumas das barragens em Portugal) e os custos financeiros aumentaram (apesar de um menor custo médio da dívida, estes custos aumentaram devido ao aumento da dívida). Neste trimestre, os ganhos de capital duplicaram face ao período homólogo, devido aos ganhos obtidos com a venda da DECA. Finalmente, o resultado líquido aumentou cerca de 10% face ao período homólogo.

No que diz respeito à dívida, esta aumentou de 14 mil milhões EUR no final do ano passado para 16.3 mil milhões EUR no final deste ano, devido à política intensiva de investimento, do crescimento dos activos regulatórios e também as diferenças de ordem cambial. A empresa confirmou a sua intenção de propor à assembleia um dividendo de 17 cêntimos (de acordo com as nossas expectativas) e referiu que pretende alienar activos em 2011.

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## Sonae

**Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2011 1,30 EUR**

De acordo com notícia publicada no site do "Jornal de Negócios", a Sonae apresenta no próximo dia 14 de Março, em Lisboa, o novo posicionamento da marca Continente. A ideia será a Sonae fundir a marca "Modelo" (130 supermercados) na marca "Continente" (40 hipermercados), passando a usar apenas a marca "Continente" nos hipermercados e supermercados. Apesar dos custos de *rebranding* que tal operação irá acarretar (a par da perda de segmentação), acreditamos que será uma medida potencialmente positiva: i) racionalização de custos com uma marca única no retalho alimentar; ii) maior projecção da marca, aproveitando a maior notoriedade da marca Continente; iii) maior facilidade na internacionalização da marca, em particular para os PALOP (recorde-se que caso se confirme a expansão para Angola será através da marca Continente). Recorde-se que a concorrente Jerónimo Martins também adoptou uma estratégia de marca única para Portugal, embora tenha sido a marca dos supermercados "Pingo Doce" a ser adoptada como marca única (face ao abandono da marca dos hipermercados "Feira Nova"), dado que neste caso a maior notoriedade era da marca "Pingo Doce" utilizada nos supermercados.

João Flores  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

A Oi (Tele Norte Leste Participações) anunciou os resultados do 4º trimestre de 2010. Tanto as receitas como o EBITDA vieram abaixo das nossas estimativas. As receitas líquidas caíram 0,7% no 4º trimestre face ao período homólogo, com o crescimento no móvel a não compensar a quebra das receitas do fixo. Em 2010 as receitas líquidas caíram 1,7%, com o móvel a crescer 10,7% e o fixo a cair 5,6%. A margem EBITDA recorrente em 2010 avançou 2,3% para os 34,9%.

A Oi terminou o ano com 20.025 mil linhas fixas, 4.354 mil clientes de Banda Larga e 275 mil clientes de TV por subscrição, tendo perdido 1.268 linhas fixas e adicionado 143 mil clientes de banda Larga e 41 mil clientes de TV por subscrição. A receita média mensal por cliente (ARPU) caiu 5,8% em 2010 e o ARPU de Banda Larga caiu 1,2% no mesmo período. De notar que em 2010 a Oi perdeu mais linhas fixas e adicionou menos clientes de Banda Larga e de TV por subscrição que em 2009.

A Oi adicionou 3.190 mil novos clientes móveis, terminando o ano com 19,4% de quota de mercado de clientes (menos 1,4% que no final de 2009). No entanto, a evolução tem sido positiva em termos de quota de mercado de receitas: subiu 1,9% para 19,3% nos primeiros 9 meses do ano. Esta *performance* é observável na evolução do ARPU móvel, que subiu 4,4% em 4T10 para os 23,5 Reais.

O EBITDA recorrente aumentou 5,4% em 2010, beneficiando de sinergias geradas com a integração da Brasil Telecom. A evolução da margem foi bastante positiva em 2010, sendo que a melhoria da margem era um dos principais objectivos da empresa em 2010. O CFO alertou no entanto na *conference call* que a margem deverá diminuir em 2011.

A empresa reduziu a sua dívida líquida em 2010, terminando com 18.711 milhões de Reais, o que corresponde a um rácio de 1.8x EBITDA. O aumento de capital a decorrer em Março, e que resultará na entrada da Portugal Telecom no capital da Oi, vai reforçar o capital da empresa e permitir o reforço do investimento no próximo ano. O CFO da Oi disse estimar que o aumento de capital seja de cerca de 7 mil milhões de Reais (valor máximo era de 12 mil milhões de Reais).

A Oi comunicou que pretende investir entre 5 e 6 mil milhões de Reais em 2011, ou seja o *capex* pode duplicar em 2011 (em 2010 *capex* foi 3 mil milhões de Reais). O *capex* será direccionado para o crescimento da Banda Larga e da cobertura móvel.

Alexandra Delgado  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

[Topo](#) 

## Serviço de Alertas

Esteja sempre atento para não perder oportunidade de Investimento

Por SMS ou email, subscreva o serviço de **Alertas** e receba a informação sobre:

- **Cotações dos Títulos do PSI 20**
- **Situação das suas Ordens de Bolsa**

O envio de Alertas via SMS tem um valor associado de 0,125 EUR + IVA. Consulte o preçário em [millenniumbcp.pt](http://millenniumbcp.pt).

[Topo](#) 

## Recomendações e Price Targets

Em resultado da sua política de identificação e gestão de conflitos de interesses, o Millennium bcp não elabora recomendações de investimento sobre o título BCP e que se destinem a canais de distribuição ou ao público. Assim sendo, apresentamos abaixo, algumas recomendações provenientes de Entidades Externas, sobre a acção BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
Goldman Sachs	01-03-2011	Neutral	0,60
ESER	25-01-2011	Neutral	0,71
BPI	24-01-2011	Hold	0,60
KBW	09-01-2011	Underperform	0,53
Caixa BI	15-12-2010	Buy	0,85
Merryl Lynch	14-12-2010	Underperform	0,71
Deutsche Bank	22-11-2010	Sell	0,50
Nomura	09-11-2010	Buy	0,75
JP Morgan	29-10-2010	Underweight	0,68
Macquarie	18-10-2010	Underperform	0,55

### Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '11 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP <sup>1</sup>	0,62	-	-	-	-
BES	3,23	4,50	39%	Compra	Alto
BPI	1,40	2,00	43%	Compra	Alto
Portugal Telecom	8,20	8,60	5%	Manter	Médio
Zon Multimédia	3,79	4,90	29%	Compra	Médio
Sonaecom	1,49	2,05	38%	Compra	Alto
Impresa	1,04	1,05	1%	Manter	Alto
Media Capital <sup>2</sup>	3,40	3,70	9%	-	-
Cofina	0,58	0,90	55%	Compra	Alto
Novabase	3,02	4,80	59%	Compra	Alto
EDP	2,75	3,25	18%	Compra	Baixo
EDP Renováveis	4,30	6,75	57%	Compra	Baixo
REN	2,51	3,40	36%	Compra	Baixo
Brisa	5,16	5,55	7%	Manter	Baixo
Sonae	0,82	1,30	59%	Compra	Médio
Semapa	8,88	13,70	54%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,43	0,46	6%	Manter	Alto
Jerónimo Martins	11,40	13,90	22%	Compra	Médio
Sonae Indústria	1,74	4,00	130%	Compra	Alto
Altri	1,68	2,30	37%	Compra	Alto
Portucel	2,54	3,25	28%	Compra	Médio
Cimpor	4,99	7,20	44%	Compra	Médio
Mota-Engil	1,98	2,75	39%	Compra	Alto
Martifer	1,40	1,60	15%	Compra	Alto
Galp Energia	15,22	17,00	12%	Compra	Alto

(1) Restrito  
 (2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista  
 \*Valores à data de 04/03/2011

## Europa

Empresa	Revisão	De(Eur)	Para(Eur)	Entidade
Telefonica	Recomendação	Buy	Neutral	Natixis
Telefonica	Preço Alvo	20,00	20,50	Natixis
Allianz	Preço Alvo	101,83	111,00	Exane BNP
Allianz	Preço Alvo	125,00	130,00	Merrill Lynch
Allianz	Preço Alvo	107,50	120,00	ING
Swedbank	Recomendação	Hold	Buy	Citigroup
Commerzbank	Preço Alvo	6,40	6,80	Nomura
Porsche	Recomendação	Outperform	Neutral	Exane BNP
Posche	Preço Alvo		68,00	Exane BNP
Henkel	Preço Alvo	58,00	54,00	Societe Generale
Henkel	Preço Alvo	50,00	48,00	Citigroup
RWE	Preço Alvo	49,00	45,00	Deutsche Bank
RWE	Preço Alvo	44,00	41,00	Citigroup
GDF Suez	Recomendação	Accumulate	Hold	KBC
GDF Suez	Preço Alvo	28,00	32,00	KBC
Telecom Italia	Preço Alvo	1,20	1,30	Citigroup
Allianz	Recomendação	Buy	Hold	Unicredit
Allianz	Preço Alvo		111,00	Unicredit
HSBC	Recomendação	Buy	Hold	Deutsche Bank
HSBC	Recomendação	Buy	Neutral	UBS
RWE	Recomendação	Sell	Strong Sell	S&P
SAP	Recomendação	Not Covered	Underweight	Exane BNP
ENI	Preço Alvo	20,70	20,00	Credit Suisse
Telecom Italia	Preço Alvo	1,46	1,45	Deutsche Bank
Nestlé	Recomendação	Buy	Hold	RBS
BNP Paribas	Recomendação	Not Covered	Sell	RBS
Societe Generale	Recomendação	Not Covered	Sell	RBS
GDF Suez	Recomendação	Buy	Neutral	UBS
Iberdrola	Recomendação	Neutral	Sell	UBS
Bouygues	Recomendação	Sell	Hold	S&P
Bouygues	Preço Alvo		35,00	S&P
AB InBev	Recomendação	Hold	Accumulate	KBC
AB InBev	Preço Alvo	45,00	47,00	KBC
Ericsson	Recomendação	Neutral	Buy	UBS
Ericsson	Preço Alvo	80,00	95,00	UBS
Swiss Life	Preço Alvo	144,00	160,00	Societe Generale
ASML	Recomendação	Not Covered	Buy	Societe Generale
Popolare di Milano	Recomendação	Not Covered	Underperform	Merrill Lynch
Standard Chartered	Recomendação	Reduce	Neutral	Nomura
Ahold	Recomendação	Accumulate	Hold	KBC
Ahold	Preço Alvo	11,30	10,50	KBC
Swiss Life	Preço Alvo	150,00	145,00	Goldman Sachs
France Telecom	Recomendação	Neutral	Conviction Sell	Goldman Sachs

H&M	Recomendação	Neutral	Sell	Goldman Sachs
Holcim	Preço Alvo	80,00	77,00	Merrill Lynch
Prudential	Recomendação	Not Covered	Overweight	Barclays
Carrefour	Recomendação	Hold	Sell	Citigroup
Carrefour	Preço Alvo	37,00	30,00	Citigroup
GDF Suez	Recomendação	Buy	Neutral	Natixis
Ahold	Recomendação	Buy	Sell	S&P

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Esta semana...

## Barris à vista

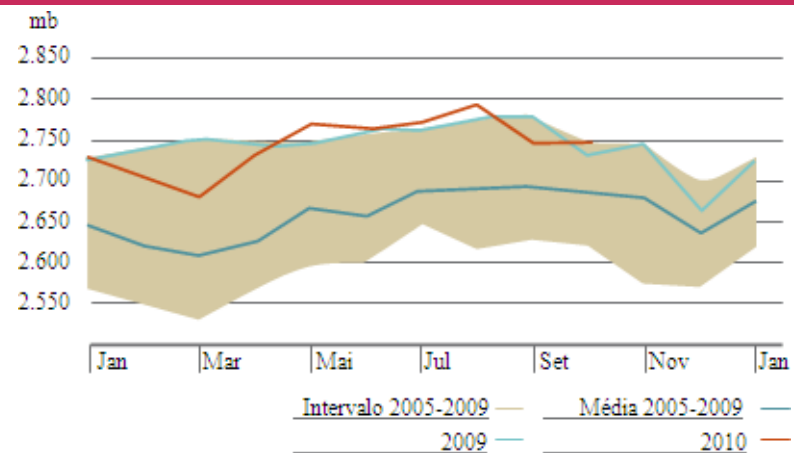
Os investidores do mercado energético poderão estar um pouco desiludidos com o desempenho do sector em 2010. Muitos dos factores que estimulam os sectores mineiro e do ouro também deviam beneficiar o sector energético, nomeadamente a melhoria no panorama económico, a fraqueza do dólar, o aumento da procura de activos reais e preocupações inflacionárias. Contudo, o sector energético teve um desempenho inferior, tanto ao do mercado mais amplo como ao de outras áreas de recursos naturais. Enquanto o BGF World Energy Fund subiu 16,8% (em termos de USD) durante o ano, o sector energético global apenas subiu 11,8%, que se compara com o HSBC Global Mining Index, o FTSE Gold Mines Index e o S&P 500, que subiram uns impressionantes 29,5%, 29,0% e 15,1%, respectivamente. Então por que é que o sector energético teve um comportamento tão lento em 2010, e poderá 2011 vir a ser o seu ano?

### Por que é que o sector ficou para trás em 2010?

O desempenho inferior do sector energético por oposição ao resto do universo das acções dos recursos naturais em 2010 explica-se pela sorte relativa das mercadorias subjacentes. A subida de 15% do petróleo no último ano foi ofuscada por fortes ganhos tanto nos metais preciosos (p. ex., o Ouro subiu 29% e a Prata 80%) como nos metais comuns (p. ex., Cobre +31%, Estanho +60%).

A diferença na magnitude do desempenho derivou dos receios do mercado tanto em relação à capacidade de produção desactivada da OPEP como à existência de substanciais *stocks* de petróleo, factores que serviram de tecto para os preços do petróleo. São receios legítimos. Os actuais *stocks* de petróleo dos países da OCDE situam-se nos valores mais altos do intervalo histórico de preços negociados. Além disso, após o corte na produção de petróleo em 2008 em resposta à crise económica global, a OPEP tem estado a adiar uma decisão sobre a sua capacidade de reserva de cerca de 6 milhões de barris por dia (mb/d). Isto representa cerca de 7% da procura global de petróleo que teoricamente pode ser colocada no mercado a qualquer altura, o que não é um pensamento reconfortante para os investidores da energia.

**Gráfico 1: Total de stocks da indústria petrolífera dos países da OCDE**

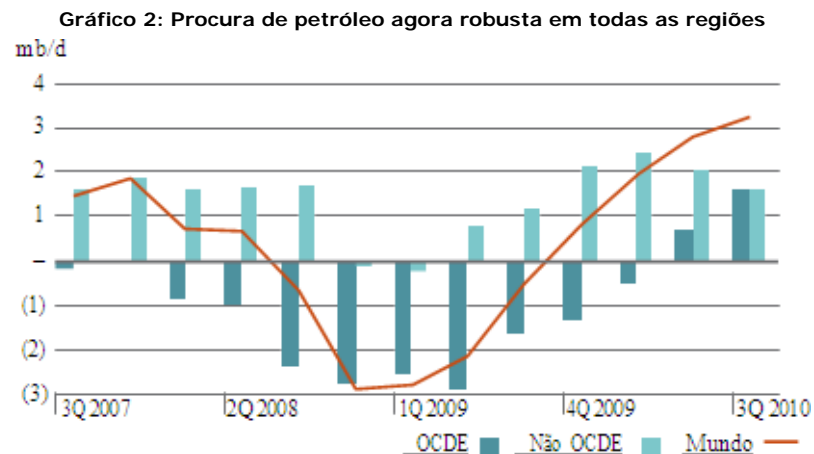


Fonte: AIE Janeiro 2010

### Por que é que 2011 poderá ser diferente?

A situação parece que vai mudar nos próximos 12 a 24 meses, à medida que os dados económicos vão melhorando. Aliás, há indícios que sugerem que essa recuperação já está em curso, com a procura global de petróleo a exceder as expectativas nos últimos meses. Relativamente ao ano como um todo, parece provável que o total da procura de petróleo incremental em 2010 tenha sido o dobro do esperado no início do ano, atingindo cerca de 2,8 mb/d. A procura superior ao previsto já está a começar a abalar os níveis de *stock* - uma extracção líquida global de 1,3 mb/d no 3º trimestre de 2010 foi a maior desde o último trimestre de 2007.

O 3º trimestre de 2010 também foi digno de nota por ter marcado um novo recorde na procura global de petróleo, com uma distinta melhoria da procura nos países da OCDE a aumentar o forte crescimento continuado em mercados não membros da OCDE, como a China, a antiga União Soviética e o Médio Oriente. A procura está agora robusta em todas as regiões, conforme demonstrado no gráfico abaixo.



Fonte: AIE

Este crescimento deverá continuar, com a procura do petróleo nos países não membros da OCDE a superar os níveis da procura nos países da OCDE até 2013.

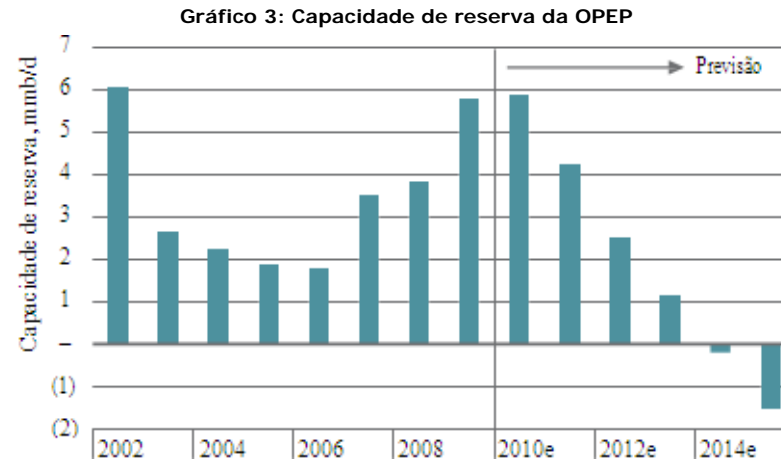
Examinando os dados atractivos da procura de petróleo nos mercados emergentes, a China é um bom exemplo. O consumo de petróleo *per capita* do país é actualmente inferior a um quinto do nível dos

Estados Unidos. No sector dos transportes (um mercado final importante para o petróleo), o diferencial é ainda mais acentuado. Em 2008, a China tinha apenas 36 automóveis por 1000 habitantes. O número equivalente nos Estados Unidos era 842 automóveis.

Dada a expectativa de um forte crescimento continuado da procura nos países não membros da OCDE e partindo do princípio de que a recuperação económica da OCDE se mantém no bom caminho, julgamos que a capacidade de reserva da OPEP atingiu agora o pico.

Na nossa opinião, estamos a entrar numa fase em que os mercados energéticos deverão começar a retrair-se, o que consequentemente vai manter a pressão altista sobre os preços do petróleo.

Outros participantes do mercado estão a começar a sentir o mesmo. Num relatório recente, a Morgan Stanley estabeleceu a fundamentação por trás da sua previsão de US\$100/barril para o preço do petróleo em 2011. De acordo com os pressupostos da Morgan Stanley, a capacidade de reserva da OPEP vai cair para os 2,5 mb/d em 2012, comparável aos níveis de 2007 e 2008! Este resultado teria, sem dúvida, uma consequência altista para as acções energéticas.



Fonte: Morgan Stanley

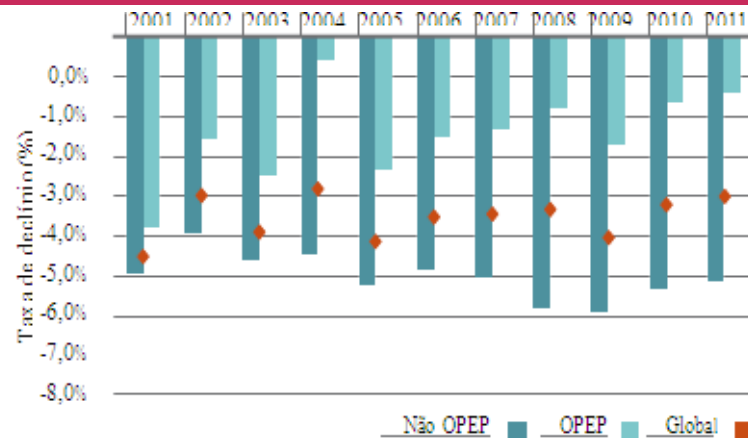
#### **As novas ofertas de petróleo serão suficientes para manter o mercado em equilíbrio?**

Embora tenha havido muito alarido à volta de algumas das recentes descobertas gigantescas de petróleo ao largo do Brasil e da África Ocidental, a realidade é que o sector tem de encontrar jazidas desta magnitude só para compensar os declínios de produção nos campos petrolíferos existentes.

De acordo com a consultora do sector Wood Mackenzie, a produção de petróleo mundial existente está em declínio a uma taxa de 4-5% ao ano.

Isso significa que, só para manter a produção, é preciso encontrar e pôr em marcha um aumento de produção de 3-4 mb/d todos os anos. Para pôr isto em contexto, o tão falado campo petrolífero Tupi da Petrobras ao largo do Brasil está preparado para produzir uns impressionantes 1,2 mb/d no seu pico, embora isso seja só a partir de 2020.

#### **Gráfico 4: Taxas anuais do declínio global do petróleo**

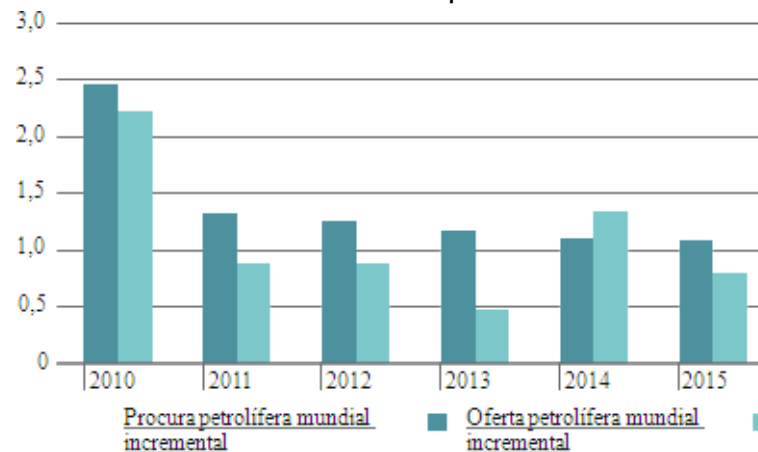


Fonte: Wood Mackenzie

De acordo com as estimativas da AIE, a oferta dos países não membros da OPEP deverá aumentar apenas 0,4% ao ano até 2015, em comparação com a estimativa de crescimento da procura de 1,3%. O crescimento previsto na América Latina (nomeadamente no Brasil e na Colômbia), África Ocidental e antiga União Soviética é encarado como sendo largamente compensado por declínios noutras pontas, em particular, no Mar do Norte e no México. Não obstante um investimento significativo e algumas grandes descobertas nos últimos anos, este ritmo de crescimento é mais lento do que o alcançado na última década, em que a oferta dos países não membros da OPEP subiu 1,3% ao ano.

O facto de se alargar o panorama da oferta, de modo a incluir os países da OPEP, não altera este cenário. Tanto a AIE como a Wood Mackenzie prevêem uma queda efectiva na capacidade petrolífera da OPEP em 2011, não se prevendo que a esperada expansão no Iraque tenha impacto até meados da década. Apesar de a formação de um novo governo no país ser um bom augúrio para o crescimento da produção, ainda há enormes desafios a superar, incluindo a falta de uma importante infra-estrutura no solo, problemas técnicos e obstáculos logísticos. Além disso, há outros países da OPEP onde a oferta poderá desiludir. As sanções no Irão, por exemplo, poderão afectar adversamente a produção e as eleições planeadas na Nigéria podem originar alguma agitação civil e consequentes perturbações na oferta.

Gráfico 5: Oferta de petróleo mundial (não OPEP e OPEP) e crescimento da procura



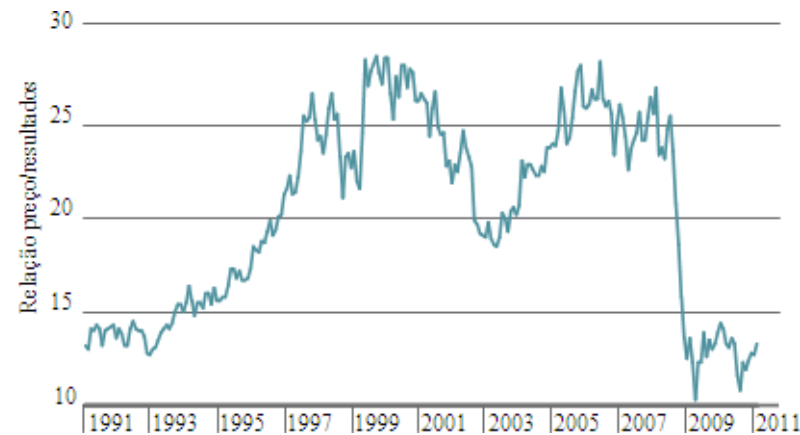
Fonte: AIE

O que é que isto significa para os investidores em acções?

No nosso entender, estamos a assistir a uma viragem no sector energético e estamos nas primeiras fases de um novo ciclo alta nos mercados petrolíferos. Os ventos contrários que as acções energéticas enfrentaram em 2010 deverão diminuir um pouco em 2011 e parece que nos preparamos para uma retracção nos mercados petrolíferos globais nos próximos 12 a 24 meses. Isto faz lembrar a conjuntura macroeconómica a que assistimos em 2007 e 2008, um período prolífico para os investidores do sector energético.

Não obstante a melhoria nos dados económicos, as valorizações das acções energéticas são pouco exigentes. O gráfico que se segue traça o múltiplo da relação preço/resultados do sector energético ao longo do tempo. Tentámos reduzir o impacto da ciclicidade dos mercados petrolíferos nos resultados fazendo a média dos mesmos com base nos 10 anos anteriores, ajustada à inflação. Recorrendo a esta medida, o sector parece estar a negociar a níveis historicamente baixos e com valorizações semelhantes às verificadas no auge da crise bancária.

**Gráfico 6: Preço do DataStream Oil Shares Index dividido pela média dos resultados efectivos nos 10 anos anteriores**



Fonte: DataStream, BlackRock

Parece que o mercado não aprecia totalmente o poder do sector de gerar resultados. Como exemplo, se examinar o S&P 500, as acções energéticas representam cerca de 12% do índice, mas espera-se que a sua prestação ronde os 17% dos resultados este ano.

Neste ambiente, os investimentos do BGF World Energy Fund estão centrados nas empresas que (1) tenham catalisadores individuais específicos para libertar mais valor; e (2) mais beneficiarão de uma melhoria no ambiente macroeconómico, através de um aumento do preço do petróleo ou de um aumento das despesas de capital do sector. Como resultado, cerca de metade da carteira está investida em empresas de exploração e produção (E&P) e também estamos sobrecarregados no sector dos serviços petrolíferos. Na altura da redacção deste texto, o preço do petróleo à vista situava-se nos US \$91,65/barril, a curva a prazo de 2011 nos US\$94,91, ao passo que as estimativas de analistas consensuais ficavam para trás nos US\$87/barril. A respeito do sector dos serviços petrolíferos, um recente estudo por parte do Barclays Capital prevê um aumento das despesas globais de E&P de 2011 em 11% para US\$490 mil milhões. Isto significa que 2011 deverá ser um ano tanto de uma dinâmica de resultados positivos como de revisões de resultados em alta.

Embora o cenário de revisões dos resultados ocasionadas pelo preço do petróleo seja positivo, há muitos factores específicos de cada empresa que poderiam beneficiar o Fundo mesmo num ambiente de preço fixo. O Fundo está a visar empresas que sejam produtoras de baixos custos, tenham boas posições de recursos, tenham programas de exploração de alto impacto e que tenham uma valorização atractiva. As empresas com estas características são, muitas vezes, empresas de pequena e média capitalização. De facto, quase 30% do Fundo está investido em empresas com uma capitalização de mercado inferior a US\$10 mil milhões (por oposição ao valor de referência de 12%).

A cada dia que passa, estamos a ficar com uma tendência cada vez mais altista em relação às perspectivas para o sector energético. É óbvio que há incertezas, nomeadamente quanto ao ritmo da recuperação económica e ao potencial de destruição da procura como resultado dos preços mais altos. Contudo, em geral, os riscos parecem acumular-se cada vez mais a favor do sector energético. Assim, 2011 poderá provar-se o ano de glória do sector.

Para mais informações sobre os Fundos da BlackRock visite a área de Fundos do [millenniumbcp.pt](http://millenniumbcp.pt)

Robin Batchelor e Poppy Allonby  
Equipa de Recursos Naturais de BlackRock (Londres)

# BLACKROCK

[Topo](#) 

★★★★★ Ranking

Fundos

### Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º Pictet Security Cap EUR	32,78%	(6)
2º Pictet Security Cap USD	32,26%	(5)
3º Morgan Stanley US Property	30,49%	(6)
4º BlackRock World Energy	28,95%	(5)
5º BlackRock World Gold	27,01%	(6)

### Top 5 subscrições (semana de 2011/02/28 a 2011/03/04)

- 1º BlackRock World Gold
- 2º Millennium Disponível
- 3º Morgan Stanley European Property
- 4º BlackRock World Energy
- 5º BlackRock World Mining

As rendibilidades apresentadas foram actualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2011/03/04 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2010/03/04 para um ano. Toda a informação relativa aos Fundos mencionados pode ser consultada em [www.millenniumbcp.pt](http://www.millenniumbcp.pt).

Corresponde à Classe de Risco para o período de 1 ano.

As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rendibilidade futura, porque o valor das unidades de participação pode aumentar ou diminuir em função do nível de risco que varia entre 1 (risco mínimo) e 6 (risco máximo). As rendibilidades indicadas apenas seriam obtidas caso o investimento fosse efectuado durante a totalidade do período em referência.

Fonte: Interactive Data

[Topo](#) 

★★★★★ Ranking

## Ranking de Certificados

### Top rentabilidade (últimos 12 meses)

Os mais rentáveis		Os menos rentáveis	
Trigo	63,20%	Banca	-9,24%
BRENT	47,66%	IBEX35	-2,29%
Ouro	25,92%	Utilities	-0,96%
DAX30	23,87%	Telecomunicações	-0,22%
Recursos Naturais	22,26%	PSI20	1,41%

### Top 5 negociação (semana de 2011/02/28 a 2011/03/04)

- 1º Certificado S&P 500
- 2º Certificado EURO STOXX 50
- 3º Certificado DAX
- 4º Certificado BRENT
- 5º Certificado Ouro

Fonte: Millennium bcp

[Topo](#) 

#### DECLARAÇÕES ("DISCLOSURES")

#### DIVULGAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

1 - O Millennium bcp procede à divulgação de relatórios de análise financeira ou qualquer outra informação em que se formule, directa ou indirectamente, uma recomendação ou sugestão de investimento ou desinvestimento sobre um emitente de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros e que se destinem a canais de distribuição ou ao público ("recomendações de investimento"). As recomendações de investimento divulgadas pelo Millennium bcp são elaboradas e previamente publicadas pelas entidades referidas em 3.

2 - O Millennium bcp, tem por norma, não efectuar qualquer alteração substancial às recomendações de investimento elaboradas pela (s) entidade(s) referida(s) em 3. Caso o Millennium bcp, por qualquer circunstância, proceda à sua alteração, designadamente através de rectificação ao sentido original da recomendação de investimento, efectuará referência ao facto e cumprirá com todos os deveres de informação expressos na legislação em vigor em Portugal, nomeadamente as disposições do Código dos Valores Mobiliários relacionadas com recomendações de investimento.

3 - A informação divulgada pelo Millennium bcp relacionada com recomendações de investimento e desde que sejam elaboradas pela (s) entidade(s) abaixo indicadas, são publicadas na Newsletter de Investimentos. A Newsletter de Investimentos, é efectuada e remetida com periodicidade semanal via e-mail para os Clientes do millenniumbcp.pt seleccionados. Todas as recomendações aqui apresentadas encontram-se devidamente identificadas pela Entidade responsável da sua divulgação - Millennium BCP Gestão de Activos - Sociedade Gestora de Fundos de Investimento, S.A., Blackrock Merrill Lynch Investment Managers, Fidelity International, JPMorgan Fleming Asset Management, Schroder Investment Management Limited.

#### ELABORAÇÃO DE RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO

4 - Este relatório foi elaborado em nome de Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S. A. (Millennium bcp).

5 - O Millennium bcp é regulado pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.

6 - Recomendações:  
Comprar, significa mais de 10% retorno absoluto;  
Manter, significa entre 0% e 10% retorno absoluto;

Reduzir, significa entre -10% e 0% retorno absoluto;  
Vender, significa menos de -10% retorno absoluto.

7 - Em termos gerais o período de avaliação incluído neste relatório é o fim do ano corrente ou o fim do próximo ano.

8 - Risco é definido pelo analista em termos qualitativos.

9 - Normalmente, actualizamos as nossas valorizações entre 6 e 18 meses.

10 - O Millennium bcp proíbe os seus analistas e os membros dos respectivos agregados familiares ou situações legalmente equiparadas de deterem acções das empresas por eles cobertas.

11 - O Millennium bcp pode ter relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório.

12 - O Millennium bcp espera receber ou tenciona receber comissões por serviços de banca de investimento prestados às empresas mencionadas neste relatório.

13 - As opiniões expressas acima, reflectem opiniões pessoais dos analistas. Os analistas não recebem e não vão receber nenhuma compensação por fornecerem uma recomendação específica ou opinião sobre esta(s) empresa(s). Não existiu ou existe qualquer acordo entre a empresa e o analista, relativamente à recomendação.

14 - A remuneração dos analistas é parcialmente suportada pela rentabilidade do grupo BCP, a qual inclui proveitos de banca de investimento.

15 - O grupo BCP detém mais de 2% da EDP.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Cimpor.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Sonaecom.

- O grupo BCP detém mais de 2% da Cofina.

- Um membro do Conselho de Administração Executivo do Millennium bcp é membro do Conselho Geral e de Supervisão da empresa EDP - Energias de Portugal, S.A..

- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (actualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "joint global coordinator", de IPO (Initial Public Offering) da EDP Renováveis.

- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (actualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "Co-leader", da operação de aumento de capital do BES, realizada em Abril 2009.

16 - Recomendações s/empresas analisadas pelo Millennium bcp (%)

Recomendação	Fev-11	Jan-11	Dez-10	Sep-10	Jun-10	Mar-10	Dez-09	Sep-09	Jun-09	Mar-09	Dez-08	Dez-07	Dez-06	Dez-05	Dez-04
Comprar	75%	79%	79%	79%	77%	70%	63%	41%	59%	56%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	14%	14%	7%	11%	7%	11%	15%	15%	7%	0%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	4%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	19%	11%	4%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	0%	0%	4%	7%	3%	0%	4%	11%	0%	0%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	7%	7%	11%	4%	13%	11%	11%	15%	22%	41%	42%	18%	16%	20%	25%
Varição	2.3%	3.0%	1.1%	6.3%	-13%	-4%	0%	19%	15%	-3%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	7,995	7,819	7,588	7,508	7,066	8,102	8,464	8,475	7,111	6,175	6,341	13,019	11,198	8,619	7,600

#### PREVENÇÕES ("DISCLAIMER")

A informação contida neste relatório tem carácter meramente informativo e particular, sendo divulgada aos seus destinatários, como mera ferramenta auxiliar, não devendo nem podendo desencadear ou justificar qualquer acção ou omissão, nem sustentar qualquer operação, nem ainda substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos actos e omissões que pratiquem. Assim e apesar de considerar que o conjunto de informações contidas neste relatório foi obtido junto de fontes consideradas fiáveis, nada obsta que aquelas possam, a qualquer momento e sem aviso prévio, ser alteradas pelo Banco Comercial Português, S.A.. Qualquer alteração nas condições de mercado poderá implicar alterações neste relatório. As opiniões aqui expressas podem ser diferentes ou contrárias a opiniões expressas por outras áreas do grupo BCP, como resultado da utilização de diferentes critérios e hipóteses. Não pode, nem deve, pois, o Banco Comercial Português, S.A. garantir a exactidão, veracidade, validade e actualidade do conteúdo informativo que compõe este relatório, pelo que o mesmo deverá ser sempre devidamente analisado, avaliado e atestado pelos respectivos destinatários. Os investidores devem considerar este relatório como mais um instrumento no seu processo de tomada de decisão de investimento. O Banco Comercial Português, S.A. rejeita assim a responsabilidade por quaisquer eventuais danos ou prejuízos resultantes, directa ou indirectamente da utilização da informação referida neste relatório independentemente da forma ou natureza que possam vir a revestir. A reprodução total ou parcial deste documento não é permitida sem autorização prévia. Os dados relativos aos destinatários que constam da nossa lista de distribuição

*destinam-se apenas ao envio dos nossos produtos, não sendo susceptíveis de conhecimento de terceiros.*

*Banco Comercial Português, S.A., Sociedade Aberta com Sede na Praça D. João I, 28, Porto, o Capital Social de 4.694.600.000 Euros, matriculada na Conservatória do Registo Comercial do Porto sob o número único de matrícula e de pessoa colectiva 501 525 882*

[www.millenniumbcp.pt](http://www.millenniumbcp.pt)

707 50 24 24 / 91 827 24 24 / 93 522 24 24 / 96 599 24 24

Atendimento telefónico personalizado 24 horas