

## Mercados

- ↳ A corrida atrás da curva
- ↳ Análise de Mercados e Perspectivas
- ↳ Empresas e Sectores
- ↳ Recomendações e Price Targets
- ↳ Serviço de Alertas

## Esta semana...

### ↳ Mercados emergentes - O modelo a longo prazo permanece intacto

...vemos os fluxos de saída verificados desde o início do ano como um indicador contrário a curto prazo, e acreditamos que os argumentos para uma nova atribuição estrutural a longo prazo se mantêm em vigor.

## Ranking

- ↳ Fundos
- ↳ Certificados

Mais 



## Research Invista no Conhecimento

Visite a área de Bolsa do millenniumbcp.pt

## Mercados

### A corrida atrás da curva

#### Uma inflação estrutural...

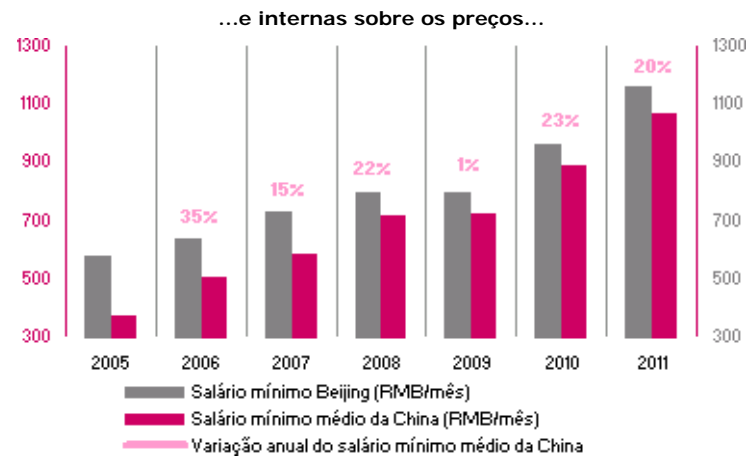
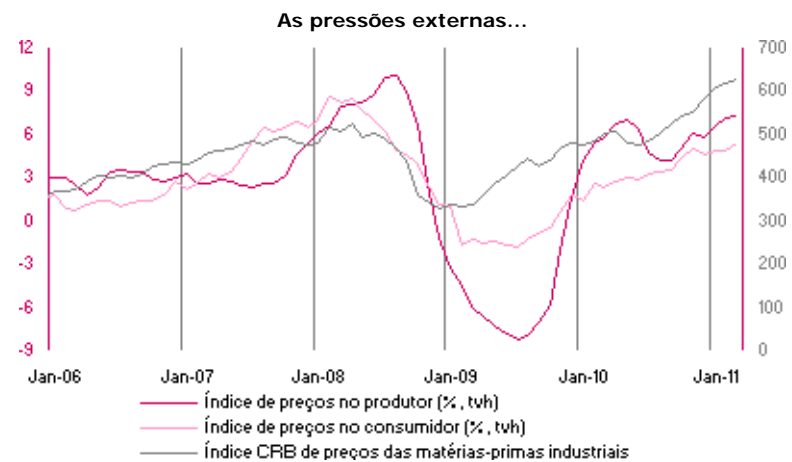
No primeiro trimestre de 2011, a escalada dos preços das *commodities* não deu trégua aos responsáveis pela política económica da China. A política monetária excepcionalmente acomodatória nas principais economias, e sobretudo nos EUA, e a própria política económica praticada na China entre 2009 e 2010, alimentaram uma espiral inflacionista, inundando os mercados financeiros internacionais e a economia doméstica com um volume excessivo de liquidez. Ainda que o Banco Central da China tenha alterado o curso da sua política, as pressões inflacionistas a montante dos preços no consumidor continuaram a acumular-se, com reflexo nos índices de preços no produtor e na componente dos custos do índice de sentimento empresarial. Em paralelo a estas pressões sobre os materiais está a transformação estrutural do mercado de trabalho, ilustrada pelos primeiros sinais de escassez do que, durante décadas, pareceu ser uma fonte inesgotável de mão-de-obra de baixo custo. A consequente subida dos salários reais, que correspondeu a um aumento de cerca de 20% do salário mínimo em 2011, deverá reforçar estas pressões sobre os preços. Apesar de compatível com os objectivos políticos de longo prazo do Governo - que assentam no reequilíbrio da economia de modo a garantir uma maior importância do consumo - a subida do rendimento mínimo é uma grande fonte de incerteza, ao ameaçar a competitividade do sector de bens transaccionáveis (baseada em baixos custos laborais) e, consequentemente, a sustentabilidade dos actuais níveis de crescimento económico.

## ...e uma resposta atrasada?

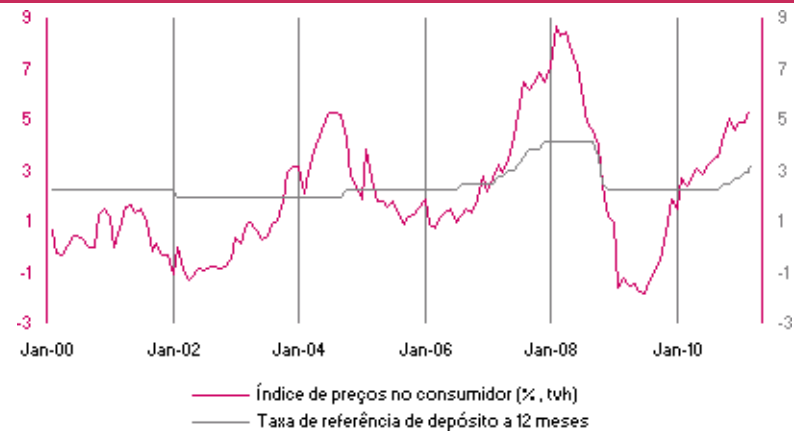
Considerando a gravidade destas pressões, que têm esta componente essencialmente estrutural, é possível que o novo ciclo de política monetária adquira um carácter ainda mais agressivo. O Banco Central voltou a subir as taxas de referência da economia e o rácio de reservas de depósitos exigido aos principais bancos, um instrumento que tem desempenhado um papel crucial na redução da liquidez no mercado monetário. No entanto, além dos sinais de esgotamento destas restrições quantitativas, os ajustes das taxas de referência permaneceram desfasados, ou atrás da curva, relativamente ao avanço da inflação, com a taxa de remuneração real dos depósitos a manter-se em terreno negativo.

## Banco Central terá que reforçar o seu arsenal

As medidas quantitativas e os inúmeros limites administrativos impostos ao mercado imobiliário e à expansão do crédito tiveram algum êxito na contenção do crescimento dos agregados monetários. A contrapartida disso poderá ser um grau de abrandamento da actividade, já sinalizado pelo índice de sentimento empresarial. No entanto, os indicadores de Março, os primeiros isolados do efeito sazonal do período festivo, confirmaram o avanço da inflação, o que parece justificar uma postura mais assertiva do Banco Central na gestão das pressões inflacionistas. Isto poderá implicar novos ajustes das taxas de referência e uma maior adesão às operações de mercado aberto. Na batalha contra estes desequilíbrios nominais, acreditamos que a revalorização cambial possa ter um papel fundamental.



...aumentam o desafio à política monetária



Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

No millenniumbcp.pt encontra mais informação sobre os principais Mercados Financeiros.

Joana Freire  
Research Mercados Financeiros do Millennium bcp

Topo 



Mercados

## Análise de Mercados e Perspectivas

A *Earnings Season* continuou com surpresas positivas e a Reserva Federal norte-americana manteve inalterada a taxa directora e o compromisso de a deixar em níveis reduzidos por um longo período de tempo. Estes factores resultaram em mais uma semana de ganhos para os mercados accionistas, numa semana marcada por ter sido mais curta que o habitual na Europa, com as bolsas encerradas na segunda-feira após a Páscoa e com o índice britânico encerrado também na sexta-feira devido ao casamento real. O EURO STOXX ganhou 1,2% e o DAX 3%, o S&P 500 2% e o DOW JONES 2,4%.

A Reserva Federal norte-americana manteve inalterada a taxa de referência no intervalo entre 0% e 0,25% e manteve o compromisso de deixar a taxa em níveis reduzidos durante um longo período de tempo. O Presidente da Fed, Bernanke, referiu que a economia norte-americana está a recuperar moderadamente, que o mercado de trabalho apresenta melhorias graduais e que o mercado imobiliário continua deprimido. O aumento das pressões inflacionistas deverá ser transitório, com a inflação de longo prazo a continuar estável. O programa de compra de \$600 mil milhões de obrigações deverá continuar em curso até ao final de Junho, como inicialmente estabelecido, não sendo esperado um efeito significativo nos mercados aquando do seu término.

A Fed reviu em baixa das previsões de crescimento do PIB para o triénio 2011-2013 e prevê uma taxa de desemprego menos acentuada para 2011 e 2012. No que diz respeito à inflação, a maior alteração prende-se com a revisão em alta da inflação para o ano corrente, mantendo-se estáveis as expectativas para 2013.

A agência de *rating* Standard & Poor's cortou o *outlook* sobre a dívida soberana do Japão de Estável para Negativo, de modo a reflectir a possibilidade de reduzir o *rating* do país caso se verifique uma deterioração fiscal mais acentuada que o previsto.

O Banco do Japão manteve a taxa de juro inalterada nos 0,1%, sem surpresas para o mercado.

Na zona euro, a estimativa da inflação ficou acima do previsto em Abril nos 2,8%, a Taxa de Desemprego permaneceu nos 9,9% em Março e as Novas Encomendas à Indústria aumentaram 0,9% em Fevereiro e 1,2% em Janeiro (revisão em alta face a 0,1%).

A Taxa de Desemprego da Alemanha ficou inalterada nos 7,1% em Abril, quando era esperado um recuo de 10pb para ao 7%.

A primeira estimativa do PIB britânico apontou para uma expansão de 0,5% no 1º trimestre face ao último trimestre de 2010 e de 1,8% face ao 1º trimestre de 2010, sem surpresas.

Nos EUA, as Encomendas de Bens Duradouros e as Vendas de Casas Pendentes (número de contratos de promessa compra e venda assinados para comprar casas usadas) subiram mais que o previsto em Março, o indicador de clima económico Philadelphia Fed Index apontou para um crescimento da actividade industrial significativamente mais moderado que o previsto em Abril e o PIB norte-americano cresceu menos que o esperado no 1º trimestre (+1,8% vs. consenso +2%).

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



## Empresas e Sectores

O índice nacional avançou 1,1% para os 7678 pontos, especialmente beneficiado pela Galp (+3%) e pela Jerónimo Martins (+2%). Em termos percentuais, a Mota-Engil foi quem mais subiu, ao valorizar 4%, seguida do BES (+3,4%), por oposição ao Banif (-3,5%) e à Sonae Indústria (-1,6%), que registaram as maiores quedas.

Empresa	Tipo de Risco	Preço* (Eur)	Preço Alvo final 2011 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	1,49	4,00	168%
Cofina	Alto	0,53	0,90	70%
Novabase	Alto	3,10	4,80	55%
Mota-Engil	Alto	1,79	2,75	53%
Sonae	Médio	0,81	1,20	48%

\* Preço de Fecho de 29/04/2011

### Portucel

**Manter, Risco Médio, Preço Alvo final de 2011 2,60 EUR**

A Portucel publicou o relatório e contas referente ao exercício de 2010 e respectiva proposta de distribuição de resultados.

Tal como anunciado, a Portucel não vai distribuir mais dividendos referentes ao exercício de 2010, atendendo à antecipação de 120 milhões de EUR distribuídos pelos accionistas em Dezembro de 2010. Desta forma, a administração propõe a aplicação total do resultado de 2010, no valor de 210,8 milhões de EUR em reservas.

Contando com o dividendo antecipado pago em 2010, a Portucel distribuiu um total de 23,89 EUR por acção durante 2010 e, caso não antecipe o dividendo referente ao ano de 2011, não deverá preceder a qualquer pagamento durante o presente ano.

As nossas estimativas actuais já prevêem o não pagamento de dividendos durante o ano de 2011.

### Jerónimo Martins

**Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2011 13,85 EUR**

Actualizámos as estimativas e a avaliação da Jerónimo Martins.

O Preço Alvo foi revisto em ligeira baixa de 13,90 EUR para 13,85 EUR, reflectindo alterações de estimativas e na metodologia de cálculo do custo de capital (WACC) o que não foi compensado por uma taxa de câmbio Euro/Zloty mais favorável.

Em termos globais, as receitas foram revistas em ligeira baixa, tanto em Portugal (menos compras ou substituição por produtos mais baratos, de marca própria, efeitos que poderão não ser compensados pela inflação) como na Polónia (reflexo de ajustes na estimativa de abertura de lojas, mas vendas convertidas em Euros acabaram por registam uma ligeira subida).

Relativamente às margens, estas foram revistam em baixa em Portugal (reflectindo um ambiente económico mais difícil) e em ligeira alta na Polónia (continua a ganhar escala sem que se tenha agravado o ambiente concorrencial).

O negócio da Polónia (Biedronka) continua a aumentar o seu peso na avaliação da JM, pelo que uma eventual (forte) degradação do cenário económico em Portugal acaba por ter pouco impacto na avaliação da Jerónimo Martins.

Mantemos a nossa confiança na empresa, a qual continua a beneficiar de uma forte equipa de gestão, aliando um modelo de negócio consistente com uma gestão criteriosa de custos e de dívida.

A empresa continua a transaccionar com múltiplos mais elevados que as suas congéneres retalhistas Europeias, mas consideramos que tal se justifica face ao seu perfil "Growth" devido ao crescente peso da unidade de negócio Polaca. A Jerónimo Martins irá apresentar os resultados do 1º trimestre de 2011 no dia 04 de Maio antes da abertura do mercado.

Para mais informação consulte *Snapshot: Jerónimo Martins - Valuation update & 1Q11 earnings preview - Portuguese situation: limited effect - Buy, Medium Risk (Target YE11: EUR13,85)*.

João Flores  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

### Semapa

**Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 9,90 EUR**

A Semapa publicou os resultados referentes ao 1º trimestre de 2011.

Os resultados operacionais (EBITDA) do 1º trimestre de 2011 ficaram 7,8% abaixo da nossa estimativa. O EBITDA ficou 25% acima face ao trimestre homólogo, exclusivamente baseado no crescimento da Portucel, uma vez que a Secil apresentou uma queda superior a 43%, com um corte de 9.1pp na margem.

O mau desempenho do negócio do cimento aconteceu em todas as regiões da Secil, em face não só dos elevados custos de energia, mas também de outras razões específicas de cada país.

Os proveitos ficaram 0,9% abaixo da nossa estimativa para o 1º trimestre de 2011, 19,9% acima do homólogo, por via do crescimento na Portucel e apesar da queda na Secil. A queda homóloga de 3,6%

nas receitas da Secil foi influenciada pela redução nas vendas domésticas em Portugal e em Angola, apesar do crescimento na Tunísia, Líbano e exportações portuguesas.

A nossa expectativa é de melhoria na margem da Secil para os próximos trimestres dado o desempenho negativo no 1º trimestre de 2011 ter sido fortemente influenciado por razões pontuais e sazonais. Além disso, o mercado interno em Angola está a voltar a níveis de crescimento interessantes.

A dívida líquida consolidada diminuiu 5,5% durante o 1º trimestre de 2011, exclusivamente à custa da redução na Portucel, apesar de um modesto aumento de 0,8% na dívida consolidada proveniente das restantes actividades do grupo.

João Mateus  
Analistas de Acções  
Millennium investment banking

#### Novabase

**Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 4,80 EUR**

Os accionistas Pais do Amaral e Fernando Fonseca Santos, que detêm respectivamente 10,1% e 6,5% do capital da Novabase, requereram a inclusão na agenda da Assembleia Geral do próximo dia 5 de Maio a proposta de distribuição de um dividendo extraordinário de 0,17 EUR/ acção. A proposta consiste em efectuar uma operação harmónio, redução do capital social seguida de aumento de capital por incorporação de reservas, o que permitiria proceder à devolução de capital aos accionistas no valor de 0,17 EUR/ acção.

Lembramos que o Conselho de Administração vai propor o pagamento em 2011 de um dividendo (recorrente) de 0,13 EUR/ acção, que corresponde a 31% do resultado líquido de 2010 e a um *dividend yield* de 4,2% a preços actuais. O Conselho de Administração pretende implementar uma política estável de distribuição de dividendos, com o pagamento de um dividendo entre 30% e 40% do resultado líquido consolidado (sujeito às condições de mercado).

A aprovação do pagamento de um dividendo extraordinário de 0,17 EUR/ acção iria elevar o *dividend yield* para 9,7% a preços actuais. A Novabase terminou o ano de 2010 com uma posição líquida positiva de 21,1 milhões de EUR, pelo que tem flexibilidade para pagar o dividendo ordinário (4,1 milhões de EUR) bem como o valor de 5,3 milhões de EUR relativo à devolução de capital aos accionistas.

No entanto, como a política de dividendos acima descrita foi anunciada há pouco menos de dois meses pelo Conselho de Administração, comprometendo-se com um valor sustentável no médio prazo e já considerando eventuais aquisições que permitam aproveitar oportunidades de crescimento, não nos parece que o *management* da Novabase seja favorável a esta proposta.

Considerando que os membros do Conselho de Administração tinham em conjunto, no final de 2010, 36% do capital social da Novabase e que são necessários 2/3 dos votos para aprovar a proposta em causa, não nos parece provável que tal aconteça.

Alexandra Delgado  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

#### BPI

**Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 1,70 EUR**

O BPI divulgou seus resultados.

Os resultados situaram-se abaixo das nossas estimativas em termos de margem financeira, pressionada pelos custos mais elevados dos depósitos em Portugal.

A margem financeira, em percentagem dos activos médios geradores de juros, caiu (8pb) para 1,42% a nível consolidado. No entanto, salientamos alguns pontos positivos: redução de custos (embora ainda com margem para melhorias), não recorre ao Banco Central Europeu em termos de financiamento, melhoria do rácio *Core Tier 1*; posição de liquidez relativamente confortável (BPI tem 0,5 mil milhões de EUR de resgates de dívida de longo prazo até ao final de 2011 e para os próximos cinco anos um total de 4,2 mil milhões de EUR. Estes valores comparam com os 5,9 mil milhões de EUR em activos elegíveis ainda disponíveis para desconto junto do BCE).

O custo do risco de crédito permaneceu estável nos 39bp (36pb em Portugal; 123pb em Angola). O rácio do malparado (>90 dias) aumentou de 1,9% para 2,1%. O rácio crédito sobre depósitos melhorou, passando de 129% para 125% a nível consolidado. Os depósitos cresceram 2% no trimestre e 6% em termos homólogos - o que é bastante positivo, dado que o BPI não apresenta as taxas mais altas do mercado em termos de depósitos.

Rita Silva  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## BES

**Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 4,05EUR**

O BES anunciou a venda de 4,1% dos direitos de voto que tinha no Bradesco (de um total de 4,26%, excluindo fundo de pensões, que corresponde aos 2,13% que detinha na carteira de "disponíveis para venda" no final de 2010) por 2 mil milhões de reais, i.e., cerca de 850 milhões de EUR (à cotação e câmbio de ontem), à Cidade de Deus Companhia Comercial de Participações. As mais valias potenciais desta operação, são de cerca de 130 milhões de EUR, que serão reflectidas nos resultados do 2º trimestre de 2011. Esta transacção irá ter um impacto positivo de 60pb no Tier 1 e de 30pb no Core Tier 1, via aumento dos fundos próprios e da redução dos activos ponderados pelo risco (RWA).

Face aos rácios de final do ano, o *Core Tier 1* elevar-se-ia para 8,2% e o *Tier 1* para 9,4%. De acordo com a empresa, este é já um primeiro passo no sentido de Basileia 3. De facto, as participações financeiras em Basileia 2 não eram deduzidas em termos de *Core Tier 1*, mas com as novas regras estas irão penalizar os rácios de solvabilidade. A principal razão para esta venda, no nosso entender, terá sido a geração de liquidez que esta operação provoca, uma vez que o BES irá encaixar cerca de 850 milhões de EUR numa altura em que os mercados grossistas estão disfuncionais para a banca portuguesa. De forma a diminuir a dependência dos mercados grossistas, para além de poder vender mais participações financeiras, o BES poderá ainda acelerar o processo de desalavancagem em curso. O BES tem ainda outras participações financeiras relacionadas com parcerias estratégicas, nomeadamente EDP e Portugal Telecom. Não foram, no entanto, reveladas intenções de aliená-las. Todas estas participações estão na carteira de "disponíveis para venda". O Bradesco, por seu lado, não revelou intenção de vender a participação que tem no BES (6,1%).

Impacto: positivo. Esta operação reforça os rácios de solvabilidade e a posição do BES em termos de liquidez, tendo um impacto irrelevante a nível de avaliação.

Rita Silva  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## GALP

**Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 17,30EUR**

A Galp apresentou os resultados do 1º trimestre.

Gostaríamos de destacar que o EBITDA ajustado (que desceu cerca de 24% face ao período homólogo, vindo 10% abaixo das nossas expectativas) foi afectado por uma *performance* menos boa da área de

Refinação & Distribuição (margens de refinação menores por barril, maiores custos operacionais por barril, menor nível de crude processado devido à paragem na refinaria de Sines e também a um menor nível de vendas).

Gostaríamos também de destacar que neste trimestre a área de Gás & Electricidade deu o maior contributo para o EBITDA ajustado, o que não é usual (normalmente a área de Refinação & Distribuição é a maior contribuinte para o EBITDA ajustado). Apesar de um primeiro trimestre mais fraco, acreditamos que os próximos trimestres serão melhores nas áreas de Exploração & Produção e Refinação & Distribuição. Adicionalmente, de acordo com a Bloomberg, a Galp afirmou que existem vários interessados na área de Exploração & Produção no Brasil e que receberam algumas *non-binding offers* para o negócio de infra-estruturas de gás em Portugal.

Para mais informação consulte *Snapshot: Galp - 1Q11 Earnings Highlights - Poor performance from R&M activities*).

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

#### EDP Renováveis

**Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2011 6,25EUR**

Actualizámos as nossas estimativas e o nosso Preço Alvo de 6,75 EUR para 6,25 EUR, mantendo a nossa recomendação de Compra (Risco Baixo).

Em termos de principais ajustamentos destacamos a actualização das estimativas (menos 55 cêntimos), dos quais 25 cêntimos são relativos à actualização dos *load factors* nas diversas geografias, de modo a reflectir a média dos últimos anos. Adicionalmente, a introdução do novo método de custo médio ponderado de capital levou a um aumento de 20 cêntimos e a actualização da taxa de câmbio EUR/USD levou a uma diminuição de 15 cêntimos em termos de *price target*. Na nossa opinião, a empresa continua muito focada em crescer nos mercados onde a rentabilidade é mais atractiva e a reduzir o ritmo de desenvolvimento nos mercados em que a rentabilidade não é tão atractiva.

Acreditamos que a empresa está a entrar numa nova fase, uma vez que depois de uma fase de grande crescimento, parece-nos que a empresa está mais focada na geração de *cash flow* e no controlo do nível de dívida.

Para mais informação consulte *Company Update: EDPR - Entering a new stage*.

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

#### EDP

**Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2011 3,35EUR**

Actualizámos as nossas estimativas e o nosso Preço Alvo de 3,25 EUR para 3,35 EUR (preço final de ano de 2011), mantendo a nossa recomendação de Compra (Risco Baixo). Os principais ajustamentos derivam da introdução de um novo método de custo ponderado de capital (mais 25 cêntimos) e da actualização das estimativas (menos 15 cêntimos).

O decréscimo em consequência da actualização da EDP Renováveis (-5 cêntimos) de modo a reflectir a nossa avaliação foi totalmente anulado pelo aumento em consequência da actualização da Energias do Brasil (+ 5 cêntimos de acordo com o seu valor de mercado). Na nossa opinião, o *management* da EDP está muito consciente dos seus principais desafios e ao mesmo tempo tem uma boa visibilidade em termos de curto prazo (até 2012).

A partir de agora, acreditamos que a empresa se focará mais nas opções para além de 2013. Devido ao ambiente macroeconómico que se vive em Portugal, não ficaríamos surpreendidos se a empresa decidisse adiar alguns investimentos em barragens ou até abrandar o ritmo de novas instalações na área da energia eólica. Um menor plano de investimentos poderia ajudar a gerar mais *cash flow* e a reduzir as necessidades de financiamento.

Para mais informação consulte: *Company Update: EDP - Great Visibility over short-term.*

Vanda Mesquita  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## Portugal Telecom

Manter, Risco Médio, Preço Alvo final de 2011 8,95 EUR

A Oi divulgou os resultados relativos ao 1º trimestre de 2011. As receitas e o EBITDA vieram abaixo das nossas estimativas.

As receitas consolidadas do trimestre foram cerca de 6,9 mil milhões de Reais, o que representa uma queda de 7,1% face ao período homólogo. O EBITDA foi cerca de 2 mil milhões de Reais, e a margem EBITDA de 28,6%.

As receitas líquidas do segmento fixo caíram 8,7% face ao período homólogo, registando uma quebra superior ao trimestre anterior (-7,8% YoY no 4º trimestre de 2010).

As receitas líquidas do segmento móvel passaram de um crescimento homólogo de 8,4% no 4º trimestre de 2010 para uma quebra de 1,3% no 1º trimestre de 2011. A Oi teve um bom desempenho no trimestre em termos de aquisição de novos clientes, tendo aumentado a sua quota de 19,4% para 19,7%. No entanto, esta boa *performance* assentou em promoções significativas o que impactou a evolução da receita líquida, com o ARPU a cair 5,0% no trimestre face ao período homólogo.

A margem EBITDA excluindo impactos não recorrentes foi 3,7% abaixo da do 1º trimestre de 2010 e 1% abaixo da margem registada no 4º trimestre de 2010. A margem irá continuar pressionada devido à estratégia de crescimento da base de clientes e enquanto o crescimento do móvel não acelerar.

Para mais informação consulte o *Snapshot: Portugal Telecom - Oi's 1Q11 Earnings Comment - Worsening trends* de 29/04/2011.

Alexandra Delgado  
Analista de Acções  
Millennium investment banking

## 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 PSI20
- 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](#) 

## Mercados

### 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)
KBW	27-04-2011	Underperform	0,50
Nomura	11-04-2011	Neutral	0,70
Santander	31-03-2011	Hold	0,60
Goldman Sachs	01-03-2011	Neutral	0,60
BBVA	02-02-2011	Underperform	0,52
ESER	25-01-2011	Neutral	0,71
BPI	24-01-2011	Hold	0,60
Caixa BI	15-12-2010	Buy	0,85
Merrill Lynch	14-12-2010	Underperform	0,71

### Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '11 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP <sup>1</sup>	0,54	-	-	-	-
BES	2,84	4,05	42%	Compra	Alto
BPI	1,21	1,70	40%	Compra	Alto
Portugal Telecom	8,24	8,95	9%	Manter	Médio
Zon Multimedia	3,83	4,90	28%	Compra	Médio
Sonaecom	1,56	2,05	32%	Compra	Alto
Impresa	0,96	1,05	9%	Manter	Alto
Media Capital <sup>2</sup>	3,08	3,70	20%	-	-
Cofina	0,53	0,90	70%	Compra	Alto
Novabase	3,10	4,80	55%	Compra	Alto
EDP	2,76	3,35	21%	Compra	Baixo
EDP Renováveis	5,20	6,25	20%	Compra	Baixo

REN	2,57	3,20	25%	Compra	Baixo
Brisa	4,52	5,55	23%	Compra	Baixo
Sonae	0,81	1,20	48%	Compra	Médio
Semapa	8,50	9,90	16%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,36	0,46	28%	Compra	Alto
Jerónimo Martins	11,08	13,85	25%	Compra	Médio
Sonae Industria	1,49	4,00	168%	Compra	Alto
Altri	1,63	2,30	41%	Compra	Alto
Portucel	2,53	2,60	3%	Manter	Médio
Cimpor	4,67	6,80	46%	Compra	Médio
Mota-Engil	1,79	2,75	53%	Compra	Alto
Martifer	1,43	1,60	12%	Compra	Alto
Galp Energia	15,11	17,30	15%	Compra	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

\*Valores à data de 29/04/2011

### Europa

Empresa	Revisão	De(Eur)	Para(Eur)	Entidade
UCB	Recomendação	Sell	Neutral	UBS
Hal Trust	Recomendação	Hold	Accumulate	KBC
Hal Trust	Preço Alvo	100,00	110,00	KBC
Umicore	Recomendação	Accumulate	Buy	KBC
Umicore	Preço Alvo	39,00	43,00	KBC
EDF	Recomendação	Hold	Buy	Societe Generale
Merck KgaA	Recomendação	Hold	Add	Commerzbank
Peugeot	Recomendação	Hold	Buy	RPS
Renewable Energy	Recomendação	Hold	Buy	RPS
Fiat	Preço Alvo	11,00	11,80	Mediobanca
Eni	Preço Alvo	21,00	22,50	JP Morgan
Generali	Recomendação	Underweight	Neutral	JP Morgan
Alzo Nobel	Preço Alvo	60,00	63,00	ING
Mobistar	Recomendação	Hold	Reduce	KBC
Sanofi	Preço Alvo	57,00	61,00	Natixis
Roche	Recomendação	Neutral	Buy	Natixis
Nokia	Recomendação	Sell	Hold	Unicredit
Societe General	Recomendação	Removed from "Most Preferred" List	-	Morgan Stanley
Iberdrola Renovables	Recomendação	Buy	Hold	Unicredit
Iberdrola Renovables	Preço Alvo	-	3,10	Unicredit
Suez Environnement	Recomendação	-	Neutral	Exane BNP
Suez Environnement	Preço Alvo	-	16,00	Exane BNP
SAP	Recomendação	Buy	Hold	S&P
SAP	Preço Alvo	-	45,00	S&P



Esta semana...

## Mercados emergentes - O modelo a longo prazo permanece intacto

As acções do mercado emergente têm ficado atrás das acções dos mercados desenvolvidos nos últimos três meses, mas, ainda assim, a previsão a longo prazo para os mercados emergentes permanece positiva.

Apesar dos efeitos dos tumultos no Norte de África e do trágico sismo no Japão, os últimos meses trouxeram encorajantes notícias para o mundo desenvolvido. Após um abrandamento no último Verão que fez temer uma dupla recessão, os indicadores dos gestores de compras voltaram a acelerar em parte do mundo desenvolvido. Nos EUA, a maioria dos dados económicos subjacentes melhorou, enquanto a Alemanha produziu fortes dados industriais. Entretanto, o abrandamento nos principais índices de preços no consumidor do mundo desenvolvido parece ter parado - pelo menos de momento. Por conseguinte, os riscos de recaída e de deflação parecem ter sido evitados nos mercados desenvolvidos.

Acreditamos que estas melhorias ligeiras nos dados estão entre as principais razões pelas quais os mercados desenvolvidos começaram a ter um desempenho superior aos mercados emergentes nos últimos três meses. Vemos isto como um período de desempenho inferior tácito, mas que poderá prolongar-se por vários meses. As valorizações relativas dos mercados emergentes face aos desenvolvidos sugerem um empate a curto prazo, particularmente tendo em conta o facto de que as melhorias das variáveis fundamentais nos mercados emergentes sugerirem que os descontos de valorização deveriam ser actualmente inferiores aos do passado. Há um maior ímpeto ascendente nas expectativas de ganhos intercalares e a longo prazo para o mundo desenvolvido, dado que as percepções apontam para que estas economias estejam a regressar do precipício. Ao mesmo tempo que o crescimento melhorou no mundo desenvolvido, surgem mais preocupações quanto ao risco de inflação nos mercados emergentes.

### A ameaça da inflação

A avaliação do risco de inflação é uma tarefa muito mais fácil para o mundo desenvolvido que para os mercados emergentes: no primeiro, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico faz estimativas abrangentes de intervalos de produção utilizando dados relativamente harmonizados. Na ausência de estimativas formalizadas para os mercados emergentes, é razoável tomar uma abordagem alternativa - comparar o crescimento do PIB realizado nos últimos cinco anos com as nossas melhores estimativas à data de um potencial crescimento económico (conforme julgado pelo crescimento do trabalho, do capital e do factor total de produtividade).

Os dados sugerem que a inflação nos mercados emergentes permanece como um problema relativo e não sistémico, com apenas alguns países em risco. Não obstante, no mundo de hoje não é só a posição de um país no seu ciclo de actividade que dita as pressões inflacionárias, mas também se as suas autoridades estão dispostas a permitir que a moeda valorize à medida que a política é restringida.

Entre os mercados nos quais estamos mais focados no que respeita aos riscos de inflação - Brasil à margem e Indonésia, Índia e China - a política monetária pode ser um factor de complicação na China. Combinando todos os métodos de análise, a conclusão que podemos retirar é que dos quatro mercados que parecem mais vulneráveis à inflação, Índia é discutivelmente o menos atractivo, seguido pela Indonésia. A China e o Brasil parecem mais atractivos dado que as expectativas não se desligaram tanto e as valorizações são razoáveis.

### Valorizações - ainda em médias de longo prazo

Olhando de forma mais abrangente para as valorizações, acreditamos que, em termos absolutos, as

acções dos mercados emergentes pairam sobre, senão ligeiramente abaixo, o meio das metas de justo valor. Numa base preço-valor contabilístico, a classe de activos ainda negocia em cerca de 2x, com a nossa regra de ouro de que aos 1,5x é altura de comprar agressivamente e aos 2,5-3 é altura de ser cauteloso. Enquanto isso, os múltiplos dos ganhos a prazo mantêm-se no intervalo 11,5-12x. Isto é em redor da média de cinco anos, mas abaixo da média de longo prazo e bastante abaixo do nível 14,5x que consideramos ser um múltiplo de justo valor para a classe de activos.

Juntando estas modestas valorizações às nossas expectativas de boa saúde dos ganhos estratégicos nas acções do mercado emergente, continuamos a prever uma tendência de retorno entre os 10,5-11% em termos de dólar dos EUA nos próximos cinco anos - um retorno atractivo num mundo de baixo crescimento nominal.

### Fluxos de capital em contexto

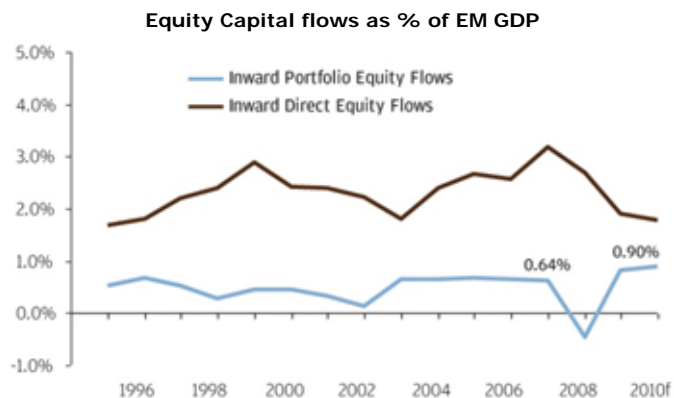
Ultimamente, os investidores começaram a preocupar-se sobre se os fluxos para os mercados emergentes estão, finalmente, a reverter para os mercados desenvolvidos. Mas é importante olhar mais de perto para a dimensão e contexto dos fluxos para os mercados emergentes, tendo em conta a nossa opinião de que os investidores se mantêm em processo de atribuições estratégicas a longo prazo para os mercados emergentes.

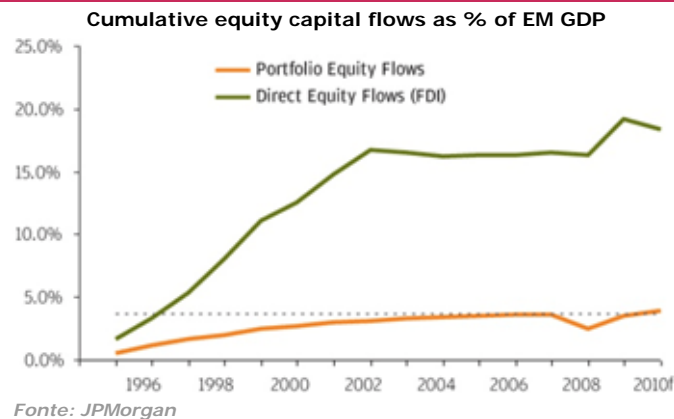
Os fluxos de entrada para os mercados emergentes aumentaram de uma taxa típica de cerca de 0,6% do PIB para cerca de 0,9% ao longo dos últimos dois anos. Em parte, isto ofuscou simplesmente o êxodo a que a maioria dos mercados accionistas assistiu em 2008. As taxas de fluxos regressaram aos máximos anteriores, mas não estão significativamente fora de alcance face ao registo histórico.

Entretanto, enquanto o PIB dos mercados emergentes continuar a crescer mais do que o PIB do mundo desenvolvido, e uma melhor disciplina do capital das empresas possibilitar lucros para participar de forma mais eficaz nesse crescimento económico, a quota dos mercados emergentes nos lucros globais poderá continuar a subir. A parte dos lucros globais correspondente aos mercados emergentes tem assistido a uma ascensão plurianual atingindo 15,5% no final de 2010.

Desde que a parte dos lucros globais correspondente aos mercados emergentes continue a crescer, julgamos que os investidores estarão à procura de um alvo em crescimento nas suas atribuições estratégicas aos mercados emergentes. Os investidores institucionais nos EUA e no Japão, em particular, estão ainda numa posição de reforço. Deste modo, as aquisições nos mercados emergentes parecem longe de ser excessivas. Na realidade, julgamos que estamos na primeira metade ou mesmo apenas no primeiro terço de uma reatribuição estratégica da classe de activos por partes dos investidores institucionais.

Por conseguinte, vemos os fluxos de saída verificados desde o início do ano como um indicador contrário a curto prazo, e acreditamos que os argumentos para uma nova atribuição estrutural a longo prazo se mantêm em vigor.





Saiba mais sobre os Fundos da JPMorgan na área de Fundos do millenniumbcp.pt



[Topo](#)

### ★★★★★ Ranking

### Fundos

#### Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º Morgan Stanley European Property	19,18%	(5)
2º Pictet Security EUR	16,58%	(6)
3º Pictet Security USD	16,00%	(6)
4º Fidelity Euro Blue Chip	15,93%	(5)
5º BlackRock World Gold	14,66%	(6)

#### Top 5 subscrições (semana de 2011/04/25 a 2011/04/29)

- 1º BlackRock Latin American
- 2º UBS (LUX) Emerging Economies
- 3º Millennium Prestige Conservador
- 4º Fidelity European High Yield
- 5º BlackRock World Gold

As rendibilidades apresentadas foram actualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2011/04/29 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2010/04/29 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 rendibilidade (últimos 12 meses)

Os mais rentáveis		Os menos rentáveis	
Trigo	58,77%	NIKKEI225	-9,84%
BRENT	44,87%	Banca	-9,58%
Ouro	32,78%	Utilities	0,60%
DAX30	22,29%	IBEX35	4,19%
EPRA Europe	18,75%	PSI20	4,61%

### Top 5 negociação (semana de 2011/04/25 a 2011/04/29)

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

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	Abr-11	Mar-11	Dez-10	Set-10	Jun-10	Mar-10	Dez-09	Set-09	Jun-09	Mar-09	Dez-08	Dez-07	Dez-06	Dez-05	Dez-04
Compre	76%	79%	79%	79%	77%	70%	63%	41%	59%	56%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	21%	14%	7%	11%	7%	11%	15%	15%	7%	0%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	19%	11%	4%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	0%	4%	4%	7%	3%	0%	4%	11%	0%	0%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	3%	4%	11%	4%	13%	11%	11%	15%	22%	41%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	-1.0%	2.2%	1.1%	6.3%	-1.3%	-4%	0%	19%	15%	-3%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 2C	7,678	7,755	7,588	7,508	7,064	8,102	8,464	8,472	7,111	6,172	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.*

[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