

Mercados

- ❖ Os optimistas vivem sempre mais, mesmo quando estão errados...
- ❖ Análise de Mercados e Perspectivas
- ❖ Empresas e Sectores
- ❖ Recomendações e Price Targets
- ❖ Serviço de Alertas

Esta semana...

- ❖ **JAPÃO - A estrada da recuperação**
... em apenas oito semanas depois de sentirem o seu maior terremoto de que há memória, o Japão está claramente de volta ao seu caminho de recuperação.

[Mais](#)

Ranking

- ❖ Fundos
- ❖ Certificados

Construa os seus Investimentos e desfrute de um fim-de-semana



Visite a área de Bolsa do millenniumbcp.pt

Mercados

Os optimistas vivem sempre mais, mesmo quando estão errados...

Os mercados accionistas continuam a registar ganhos em 2011, com a generalidade dos índices europeus a prolongarem os ganhos do ano anterior. Apesar da turbulência em torno da dívida pública da zona euro ter transitado para 2011, onde Portugal não resistiu à subida dos juros sobre as obrigações de dívida soberana e solicitou 78 mil milhões EUR de ajuda internacional a 6 de Abril, este ano o PSI20 está a acompanhar o optimismo dos congéneres e segue igualmente em alta. Esta boa *performance* dos mercados é justificada pelos bons resultados que as empresas estão a apresentar na *earnings season* do 1º trimestre e pelo ritmo de recuperação da economia. Por essa razão, decidimos analisar dois rácios que medem a relação dos mercados com as perspectivas de resultados das empresas: O PER e o PEG. Segundo ambos, os mercados de acções estão a transaccionar a valores justos.

O PER (*price to earnings ratio*) traduz a relação entre o preço do activo e os lucros que o mesmo gera, englobando o risco percebido para a sua *performance* futura. Quanto mais elevado for o PER, maior é o preço que os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade de resultados por acção (EPS). Este rácio tem pouco significado se analisado isoladamente, mas ganha relevância quando comparado com PER's de activos do mesmo universo. Neste âmbito, podemos concluir que um activo está "caro", ou sobreavaliado, face aos seus congéneres se apresentar um PER mais alto ou vice-versa. Para não limitar a análise ao passado, utilizamos um PER ajustado estimado, cujo EPS resulta de uma ponderação do EPS dos próximos doze meses, e com a relação entre este e a sua média dos últimos dois anos obtemos o *upside fair value*, que quantifica o potencial de valorização do activo em análise:

$$\text{Upside Fair Value} = \text{MM24} / \text{PER ajustado} - 1,$$

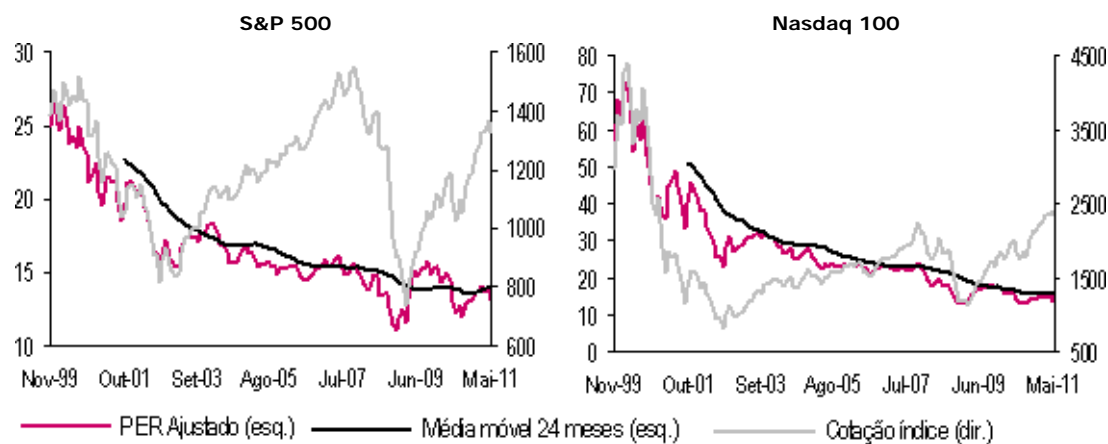
sendo *MM24* a média móvel de 24 meses do PER ajustado.

No gráfico abaixo podemos verificar que tanto o Euro Stoxx como o PSI20 estão a transaccionar abaixo do PER ajustado médio dos últimos dois anos. Ressalta também o facto da série de cotação se estar a afastar da série que representa a evolução do PER, em especial no Euro Stoxx. Tal facto representa que os mercados estão a incorporar boas perspectivas de crescimento de resultados. Caso contrário, se a cotação estivesse a subir e o PER também reagisse na mesma direcção e dimensão, era sinal de que essa evolução não estava a ser acompanhada por revisões em alta das estimativas de crescimento (pela própria definição do rácio de PER).



Fonte: Millennium investment banking, FactSet

O cenário é idêntico para os índices norte-americanos. As cotações do S&P 500 e do Nasdaq 100 têm registado uma forte recuperação, com o PER em níveis estáveis.



Fonte: Millennium investment banking, FactSet

A tabela abaixo traduz as variações percentuais entre os mínimos de Março de 2009 e 20 de Maio de 2011 (cerca de um ano e meio), estabelecendo a analogia com o período de recuperação desde os mínimos de Março de 2003 a Maio de 2005. Analisámos também o PER ajustado e o *upside fair value* em 20 de Maio de 2005 e 2011.

	2003-2005			2009-2011		
	Preço (%var.)	PER Ajustado	Upside Fair Value	Preço (%var.)	PER Ajustado	Upside Fair Value
	Mar03 a Mai05	Mai05	Mai05	Mar09 a Mai11	Mai11	Mai11
Euro Stoxx	68.5%	12.7	4.4%	68.0%	10.6	14.2%
PSI 20	44.7%	13.6	10.6%	34.7%	13.8	7.3%
S&P 500	47.9%	15.7	7.1%	97.1%	13.2	6.1%
Nasdaq 100	57.4%	24.2	14.8%	125.3%	14.0	11.0%

Fonte: Millennium investment banking, FactSet

O que se verifica é que embora a subida tenha sido mais acentuada no período 2009-2011, os índices estão a transaccionar a um PER ajustado mais baixo que aquele a que negociavam em Maio de 2005 e no caso do Euro Stoxx com um maior *upside* face ao seu PER médio ajustado dos últimos dois anos. A excepção é o índice nacional PSI20, que transacciona agora a um PER ajustado estimado de 13.8x, ligeiramente acima do verificado em 2005 (13.6x) e com menor *upside* face ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos (7,3% vs. 10,6%).

O que está a sustentar a subida dos mercados, para que o PER se mantenha em níveis estáveis?

Para responder a essa questão vamos analisar outro rácio - o PEG (*Price/Earnings to Growth Ratio*). O PEG complementa a análise de PER, pois leva em conta as estimativas de crescimento de resultados do activo na determinação do seu valor justo. À semelhança do PER, quanto mais elevado for aquele rácio mais "caro", ou sobreavaliado, está o activo em estudo, sendo também aconselhada a sua comparação com PEG's de activos semelhantes. Em termos absolutos, o PEG deve situar-se entre 1 e 2, sendo que valores de 1 representam que o activo está avaliado ao valor justo, tendo em conta as suas perspectivas de crescimento. O PEG é dado por

$$\text{PEG} = \text{PER}/g,$$

sendo *g* uma taxa de crescimento de longo prazo, para um horizonte temporal de 3-5 anos.

Vamos agora relacionar o PER do Euro Stoxx e do S&P 500 com as expectativas de crescimento dos seus resultados, ou seja, analisar o PEG a que transaccionam estes índices. Para obtermos o PEG de ambos os índices vamos considerar duas estimativas distintas para o cálculo do numerador, ou seja do PER.

Numa primeira análise consideramos uma estimativa de resultados para os próximos 12 meses, obtendo assim a relação entre a actual cotação e as perspectivas de resultados a um ano (*PER next 12m*). Dividindo pela taxa de crescimento (*g*) temos como resultado o *PEG next 12m*. De modo análogo, consideramos para o cálculo do PER o preço actual face aos resultados do último ano (conhecido como *trailing EPS*, o mais vulgar). Ao dividir este rácio pela taxa de crescimento obtemos o *PEG last 12 months*.

A diferença entre as métricas reside no facto da primeira considerar um crescimento esperado face às estimativas que existem para os próximos doze meses, considerando que o preço actual já reflecte também essas estimativas, enquanto a segunda considera o crescimento face ao histórico dos últimos doze meses.

Euro Stoxx

S&P 500



Fonte: Millennium investment banking, FactSet

Como demonstrado pelos gráficos acima, neste momento o DJ Euro Stoxx transacciona com um PEG de 1,34 se considerarmos as estimativas actuais para os próximos doze meses, abaixo do seu PEG médio dos últimos dois anos, de 1,70, e com um PEG de 1,52 se tivermos em conta os resultados dos últimos doze meses. Em ambos os casos, o PEG está no intervalo desejável, indicando que o índice transacciona a valores justos.

As conclusões são semelhantes para o índice S&P 500, uma vez que transacciona com um PEG de 1,22 se considerarmos as estimativas actuais para os próximos doze meses, em linha com seu PEG médio dos últimos dois anos de 1,27 e com um PEG de 1,43 se tivermos em conta os resultados dos últimos doze meses.

Pelo que se conclui que a valorização dos mercados de acções tem sido sustentada pelas boas perspectivas de crescimento de resultados das empresas. Afinal de contas, segundo apontam os estudos, os optimistas vivem sempre mais, mesmo quando estão errados.

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

Ramiro Loureiro, Analista de Acções
Sónia Martins, Analista de Acções
Millennium investment banking

[Topo](#) 

 Mercados

Análise de Mercados e Perspectivas

Os mercados de acções viveram uma semana de alguma indefinição, terminando divididos entre ganhos e perdas ligeiras.

Pela positiva destacamos os bons resultados apresentados por empresas de referência como a Dell nos EUA, que contrastaram com as fracas previsões das retalhistas Gap e Aeropostale.

Em sentido inverso, o mercado imobiliário deu sinais de fraqueza, com vários indicadores a ficarem aquém do previsto. O EURO STOXX perdeu 1,3%, o DAX recuou 1,8%, o S&P 500 -0,3% e o DOW JONES -0,7%.

Os Ministros das Finanças da zona euro aprovaram o pacote de 78 mil milhões EUR de ajuda a conceder a Portugal, com 12 mil milhões EUR destinados ao sector bancário. Dois terços do pacote serão disponibilizados pela União Europeia e o restante montante será concedido pelo FMI. A primeira tranche deverá ser disponibilizada no final deste mês ou início do próximo, deverá rondar os 18 mil milhões EUR e ter uma taxa de juro de 5,1%.

O FMI irá enviar 1,58 mil milhões EUR à Irlanda, no âmbito do pacote de ajuda acordado em 2010, depois de ter verificado que o país está a fazer progressos em lidar com os efeitos da crise.

O Governo grego vai apresentar um novo plano de austeridade, a rondar os 6 mil milhões EUR, depois dos 26 mil milhões EUR propostos a 15 de Abril. O Governo pretende encaixar 50 mil milhões EUR até 2015 com privatizações, numa altura em que os mercados debatem a possibilidade do país ter de reestruturar a sua dívida, que segundo Jean-Claude Juncker, líder do Eurogrupo, pode passar pelo alargamento dos prazos e redução de juros.

No plano macro-económico, a inflação homóloga na zona euro terá atingido os 2,8% em Abril, ficando acima dos 2% pelo 5º mês consecutivo.

Nos EUA, o Empire Manufacturing, indicador de actividade industrial em Nova Iorque, caiu mais que o previsto em Maio, a Produção Industrial ficou inalterada em Abril, quando era previsto um aumento de 0,4%, penalizada pela queda na produção automóvel, devido ao *tsunami* no Japão que causou uma interrupção no fornecimento de peças.

O índice Philadelphia Fed apontou para um crescimento da actividade industrial norte-americana significativamente mais moderado que o previsto em Maio.

Ainda nos EUA, o mercado imobiliário voltou a dar sinais de fraqueza, com o NAHB a permanecer inalterado (mercado antecipava subida ligeira) e o número de Casas em Início de Construção, Venda da Casas Usadas e Licenças de Construção a recuar inesperadamente.

De positivo a diminuição dos Pedidos de Subsídio de Desemprego na semana terminada a 13 de Maio. Segundo as actas da última reunião da FED, o Banco Central reviu em baixa as estimativas de crescimento para a economia norte-americana.

No Japão, a economia contraiu 3,7% (taxa anualizada) no 1º trimestre de 2011, de forma mais acentuada que o previsto (-1,9%) e 0,9% face ao trimestre anterior.

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 

O PSI20 caiu 1% para os 7689 pontos. O BES (-5,3% para os 2,78 EUR) foi o mais penalizado, na semana em que pediu autorização ao Banco de Portugal para emitir dívida não subordinada de até 1,25 mil milhões EUR com garantia do Estado com maturidade de 3 anos.

As empresas do Grupo Sonae também estiveram fracas - Sonae (-2,6% para os 0,815 EUR), Sonae Indústria (3,6% para os 1,462 EUR) e Sonaecom (-4,6% para os 1,56 EUR). Pela positiva salientamos a Cimpor, que liderou os ganhos, ao avançar 7,8% para os 5,259 EUR e a EDP Renováveis (+0,78% para os 4,81 EUR).

Nos resultados nacionais, a Mota-Engil apresentou números operacionais do 1º trimestre de 2011 abaixo das nossas estimativas, tal como a Martifer, ainda que neste caso tenham sido compensados pela realização de mais-valias na venda de alguns activos não estratégicos.

Empresa	Tipo de Risco	Preço* (Eur)	Preço Alvo final 2011 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	1,46	3,30	126%
Cofina	Alto	0,50	0,90	80%
Novabase	Alto	2,87	4,80	67%
Mota-Engil	Alto	1,72	2,75	59%
BES	Alto	2,78	4,05	46%

* Preço de Fecho de 20/05/2011

BES

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

O BES pediu autorização ao Banco de Portugal para emitir dívida não subordinada de até 1,25 mil milhões EUR, com maturidade de 3 anos. Por sua vez, o Banco de Portugal exigiu ao Banco a alteração de estatutos de forma a permitir que o Conselho de Administração possa aprovar um aumento de capital caso a garantia seja executada. Para tal irá realizar uma Assembleia Geral extraordinária no dia 9 Junho.

A alteração de estatutos servirá ainda para dar mais flexibilidade à aprovação de eventuais emissões de dívida adicionais e/ou aumentos de capital nos próximos 5 anos. A eliminação do valor nominal das acções será igualmente proposto. No caso de ser accionada a garantia o crédito será totalmente convertido em acções que serão atribuídas na totalidade ao Estado português via acções preferenciais, à semelhança do que já acontecia com as emissões com recurso à garantia do Estado definidas pela portaria 1219-A/2008.

O BES já recorreu à emissão de dívida em 2009 no montante de 1,8 mil milhões EUR. Por esta emissão o BES pagou ao Estado uma comissão de cerca de 94bp. A forma de cálculo desta comissão alterou-se sendo agora calculada da seguinte forma: para instituições financeiras com *rating* inferior a A- aplica-se o CDS relevante + 90pb (vs. anteriores 50pb). O CDS relevante será o mínimo entre a mediana dos CDS 5 anos para o período entre 1/1/2007 e 31/8/2008 e a mediana dos CDS de uma amostra de instituições financeiras com o mesmo *rating* para o mesmo período.

Estimamos que a comissão paga ao Estado será agora cerca de 130bp, representando um custo de 17 milhões EUR. O cupão que será pago ainda não está definido (na emissão anterior foi de MS+100bp). Do ponto de vista de liquidez, os 1,25 mil milhões EUR representam 74% das necessidades de financiamento para 2011. Numa altura em que os mercados *wholesale* não estão a funcionar para os bancos portugueses, esta é uma forma de financiamento alternativa.

No entanto, será mais cara que aceder ao BCE (com maior pressão na margem), pelo que admitimos que um dos interesses desta emissão reside no facto destas obrigações servirem para reforçar o colateral para financiamento junto do BCE.

BPI

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 1,55 EUR

O Presidente do BPI, Fernando Ulrich, afirmou que não está a considerar recorrer à emissão de dívida com garantia do Estado, não descartando, no entanto, essa possibilidade. Impacto: neutral. O BPI tem uma posição relativamente confortável em termos de liquidez. Tem 0,5 mil milhões EUR de dívida de médio longo prazo até ao final de 2011; para os próximos 5 anos, tem um total de 4,2 mil milhões EUR (que correspondem a 1,6 mil milhões EUR líquidos das obrigações da carteira de disponíveis para venda cuja maturidade termina). Estes valores comparam com 5,9 mil milhões EUR em activos elegíveis ainda disponíveis para serem descontados junto do BCE.

Rita Silva
Analista de Acções
Millennium investment banking

Sonae Capital

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 0,46 EUR

A organização da Ryder Cup 2018, será realizada pela França.

Recordamos que Portugal tinha concorrido a país organizador tendo sido escolhida a zona da Comporta, para a disputa do torneio.

A Sonae Capital seria obviamente beneficiada caso a escolha tivesse recaído em Portugal, na medida que o Troia Resort teria uma visibilidade acrescida e nesse sentido é de admitir que o ritmo de vendas dos apartamentos e terrenos poderia aumentar. A nossa avaliação não incorporava este torneio e nesse sentido não mudamos as nossas estimativas, no entanto não estranharíamos uma reacção adversa em Bolsa.

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Sonae

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2011 1,10 EUR

Atualizámos a avaliação da Sonae, tendo sido revisto em baixa o Preço Alvo para o final de 2011 de 1,20 EUR para 1,10 EUR, mantendo a recomendação de Compra, Risco Médio.

Esta revisão em baixa do Preço Alvo reflecte a revisão em baixa de estimativas tanto das receitas como de margens, reflectindo um ambiente económico mais difícil. Fizemos também alguns ajustamentos para reflectir a subida do prémio de risco sobre Portugal (subida das *yields*), o que também penalizou a avaliação sobre a Sonae.

Os números de *capex* e de dívida foram ajustados em baixa, reflectindo um plano expansionista baseado em *joint-venture/franchisings* (menos consumo de capital, tendo como reverso o facto de não potenciar tanto o crescimento das vendas como se fosse em lojas próprias) e reflectindo a continuação da realização de operação de *Sales & Lease Back* baseadas em imóveis das unidades de retalho (centro logístico, supermercados, ...).

Acreditamos numa progressiva estabilização das *yields* no imobiliário, enquanto que o Preço Alvo utilizado na avaliação da unidade de telecomunicações manteve-se nos 2,05 EUR.

Dado que se mantém inalteradas as participações nas unidades imobiliárias (Sonae Sierra) e de

telecomunicações (Sonaecom), decidimos continuar a aplicar um desconto de *holding* de 10%.

A estratégia da Sonae continua assente numa maior internacionalização (através da unidade de retalho especializado / não-alimentar e dos Centros Comerciais / Sonae Sierra) ao mesmo tempo que pretende reduzir os investimentos/dívida.

Refira-se que a Sonae irá apresentar os resultados do 1º trimestre no próximo dia 24 de Maio após o fecho do mercado.

Para mais informação consulte o nosso *Company Report: "Challenging times ahead"- Buy, Medium Risk (Target YE11 1,10 EUR)*.

João Flores
Analista de Acções
Millennium investment banking

Mota-Engil

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 2,75 EUR

A Mota-Engil divulgou os resultados do 1º trimestre de 2011.

De uma forma geral os resultados operacionais vieram abaixo das nossas estimativas essencialmente devido à actividade de Construção, uma vez que o desempenho da actividade de Amb. & Serviços, superou as estimativas, particularmente devido à consolidação da GeoVision, uma empresa brasileira na área de resíduos adquirida parcialmente (50%) o ano passado pela Suma. A inclusão da Geovision teve como efeito negativo um crescimento importante da rubrica de minoritários.

Relativamente à evolução da dívida, esta cresceu cerca de 50 milhões EUR no trimestre fruto de investimento de 25 milhões EUR e pressão de outras variáveis. Este é talvez o aspecto mais negativo dos resultados.

Para mais informação consulte "*Snapshot - Minorities 1 x Shareholders 0*".

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Brisa

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2011 5,10 EUR

Atualizámos a nossa avaliação de Brisa alterando a avaliação de 5,55 EUR final de 2011 para 5,10 EUR final de 2011, mantendo a recomendação de Compra, Risco Baixo.

A alteração de estimativas implicou uma redução de cerca de 44 cêntimos de euro. Apesar de termos mantido a principal hipótese que os próximos 10 anos serão de crescimentos modestos (crescimento anual composto de 0,6%) e qualquer recuperação só acontecerá dentro de 10 anos, reduzimos o crescimento de tráfego na BCR (Brisa Concessão Rodoviária) em 2011 e 2012 para 0,4% e -2,2% vs. 1,8% e 2,3% anteriormente.

Para mais informação consulte "*Company Update - Incorporating a tough environment*".

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Depois de ter anunciado a intenção de venda em mercado de até 14% de capital da EDP - Energias de Brasil, a EDP solicitou à Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (ANBIMA) o registo da oferta pública de distribuição secundária de acções ordinárias da EDP Brasil. A oferta é inicialmente de 19.919.510 acções, às quais depois é acrescentado um lote suplementar (*green shoe*) de 1.991.950 acções, a alienar com as mesmas condições que as acções iniciais. As condições de venda serão definidas de acordo com o processo de *bookbuilding* (intenções dos investidores).

Relembramos que esta intenção de venda enquadra-se na estratégia de venda de activos que tem um *target* de aproximadamente 500 milhões EUR para este ano.

Vanda Mesquita
Analista de Acções
Millennium investment banking

Martifer

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2011 1,60 EUR

A Martifer divulgou os resultados do 1º trimestre de 2011.

Em termos gerais os resultados operacionais vieram abaixo das nossas estimativas devido a um mau desempenho na unidade de produção e instalação de módulos foto voltaicos, no entanto foram compensados pela realização de mais-valias na venda de alguns activos não estratégicos.

Para mais informação consulte *Snapshot - "Solar is losing brightness"*.

António Seladas, CFA
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 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.

[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)
BPI	17-05-2011	Hold	0,57
Macquarie	13-05-2011	Underperform	0,44
KBW	27-04-2011	Underperform	0,50
Nomura	11-04-2011	Neutral	0,70
Santander	31-03-2011	Hold	0,65
Goldman Sachs	01-03-2011	Neutral	0,60
BBVA	02-02-2011	Underperform	0,52
ESER	25-01-2011	Neutral	0,71

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '11 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP ¹	0,53	-	-	-	-
BES	2,78	4,05	46%	Compra	Alto
BPI	1,14	1,55	36%	Compra	Alto
Portugal Telecom	8,71	8,95	3%	Manter	Médio
Zon Multimedia	3,58	4,90	37%	Compra	Médio
Sonaecom	1,56	2,05	31%	Compra	Alto
Media Capital ²	2,80	3,70	32%	-	-
Cofina	0,50	0,90	80%	Compra	Alto
Novabase	2,87	4,80	67%	Compra	Alto
EDP	2,61	3,35	28%	Compra	Baixo
EDP Renováveis	4,81	6,25	30%	Compra	Baixo
REN	2,47	3,40	38%	Compra	Baixo
Brisa	4,40	5,10	16%	Compra	Baixo
Sonae	0,82	1,10	35%	Compra	Médio
Semapa	8,09	9,90	22%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,34	0,46	36%	Compra	Alto
Jerónimo Martins	12,86	13,85	8%	Manter	Médio
Sonae Industria	1,46	3,30	126%	Compra	Alto
Altri	1,68	2,30	37%	Compra	Alto
Portucel	2,48	2,60	5%	Manter	Médio
Cimpor	5,26	6,90	31%	Compra	Médio
Mota-Engil	1,72	2,75	59%	Compra	Alto
Martifer	1,33	1,60	21%	Compra	Alto
Galp Energia	14,25	17,30	21%	Compra	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

*Valores à data de 20/05/2011

Europa

Empresa	Revisão	De(Eur)	Para(Eur)	Entidade
Lafarge	Recomendação	Neutral	Buy	Bank of America
Endesa	Recomendação	Not Covered	Overweight	Barclays
Endesa	Preço Alvo		28,00	Barclays
BG Group	Recomendação	Neutral	Buy	UBS
Enel	Preço Alvo	5,00	5,60	Barclays
Natixis	Recomendação	Sell	Hold	Citigroup
Holcim	Recomendação	Buy	Neutral	Bank of America
Iberdrola	Recomendação	Equal Weight	Underweight	Barclays
Iberdrola	Preço Alvo		6,10	Barclays
Hannover Re	Recomendação	Equal Weight	Overweight	Barclays
UniCredit	Recomendação	Neutral	Overweight	HSBC
UniCredit	Preço Alvo		2,00	Barclays
BNP Paribas	Recomendação	Equal Weight	Overweight	Morgan Stanley
Thyssen Krupp	Recomendação	Buy	Hold	Societe Generale
Popolare Milano	Preço Alvo	2,10	2,00	Citigroup
Credit Agricole	Recomendação	Overweight	Equal Weight	Morgan Stanley
EADS	Recomendação	Underweight	Neutral	HSBC
EADS	Preço Alvo	13,60	24,50	HSBC
ThyssenKrupp	Preço Alvo	35,00	40,00	Nomura
Commerzbank	Recomendação	Reduce	Neutral	Nomura
Gazprom	Recomendação	Overweight	Neutral	JP Morgan
Banco Popolare	Preço Alvo	2,20	2,15	UBS
Brisa	Recomendação	Buy	Neutral	Nomura

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Esta semana...

JAPÃO - A estrada da recuperação

Introdução

O Japão é tradicionalmente visto pelo Ocidente por um curioso prisma - um arquipélago de uma população densa, mas também misteriosa, que é uma fusão entre uma cultura moderna e ancestral. Deslumbrantes vistas noturnas de luzes néon justaposta com templos de madeira de cedro e de jardins cheios de flores, comboios de alta velocidade futuristas a passarem por arrozais e florestas de bambu, a ciência moderna e o centenário *Shinto* (espiritualidade tradicional do Japão e dos japoneses). Estes são apenas algumas das imagens clichê que foram tragicamente substituídas em Março pelas imagens de total destruição.

Um desastre "antinatural"

Vale a pena salientar o simples facto que o Japão foi atingido em 11 de Março de 2011 por um invulgar e massivo duplo desastre natural. Foi o mais forte tremor de terra que atingiu o Japão, atingindo na escala de Richter o nível 9.0 e um dos cinco maiores tremores de terra no mundo desde que se iniciou o registo destes em 1900. A força do terremoto moveu a ilha japonesa de Honxu 2.4 metros para Este e gerou um *tsunami* que atingiu 38m de altura, abatendo-se na costa nordeste do Japão e entrando até cerca de 10km pela terra dentro em alguns lugares.

Luzes no Japão vão continuar ligadas

Uma das principais preocupações que surgiram nos primeiros dias foi a escassez de energia e se poderia o Japão ser afectado por sucessivos cortes de energia no pico dos meses com maior procura do Verão.

Em particular, isto seria um grande problema para as instalações industriais que requerem constante fornecimento de energia, como as fábricas dos semicondutores. No entanto, parece cada vez mais provável que isto não se verifique uma vez que a Tokyo Electric Power aumentou a sua capacidade de fornecimento de energia em várias vezes. Esta tem conseguido voltar a pôr a laborar centrais térmicas, já desactivadas, mais rapidamente do que previsto, mas é necessário passarem os meses de Verão, onde o consumo de energia é mais intensivo, para estar confiante que o pior da escassez de energia já tenha passado.

Os economistas foram rápidos em reduzirem as perspectivas de crescimento do PIB para 2011, em parte devido ao efeito da escassez de energia mas parece cada vez mais provável que não irá haver nenhuns cortes de energia, especialmente desde que o Governo requereu aos consumidores e empresários que sejam mais cuidadosos do que nunca no uso de energia. Esperamos por isso que as perspectivas de crescimento do PIB sejam revistas, em certa medida, nos próximos meses.

O espírito indomável do Japão

Enquanto que o terremoto e o *tsunami* atingiram fortemente o nordeste do Japão, todo o país foi afectado. A realidade de ver um dos países mais ricos do mundo pedir ajuda internacional para lidar com este desastre humanitário, físico e nuclear, foi impressionante e um choque para o sentimento nacional, mas rapidamente o espírito indomável do Japão brilhou novamente.

Enquanto o país experimentava incontáveis réplicas e a grande Tóquio estava a enfrentar uma das maiores ameaças, em termos de radiação vinda dos reactores nucleares afectados, a sua população, na sua maioria, continuou incrivelmente calma nas circunstâncias mais adversas. Notavelmente, não se verificaram saques, praticamente nenhum pânico em comprar provisões e apenas uma limitada saída das áreas de maior risco. Pelo contrário, houve uma dignificante determinação em voltar ao trabalho e começar o processo de recuperação tão depressa quanto possível.

Um bom exemplo da reunião de esforços foi a abordagem auto-imposta por consumidores e empresas no consumo de energia. Os aparelhos e sistemas de ar-condicionado foram desligados tanto quanto possível, as cadeias de lojas de conveniência aceleraram a adopção de sistemas de iluminação com base em LED (30% mais eficientes que sistema iluminação convencionais) e os comboios e o metro adoptaram horários menos frequentes.

Acreditamos que a unidade nacional do Japão é uma força poderosa e que pode ser aproveitada, com inovação e ambição, pelas suas empresas cada vez mais internacionais e que a velocidade da recuperação vai ser mais rápida do que inicialmente imaginado.

Papel determinante na oferta global

A complexidade da cadeia produtiva global foi talvez subvalorizada antes de 11 de Março 2011 e actualmente surge interesse em compreendê-la com maior detalhe. Alguns estrangulamentos muito específicos na produção global emergiram após esta crise e é cada vez mais claro que os fabricantes globais não compreenderam a sua vulnerabilidade a um choque na oferta global.

Indiscutivelmente o maior problema surgiu na indústria automóvel, onde a empresa Renesas Electronic Corporation viu várias das suas fábricas de semicondutores severamente afectadas pelo terremoto. Como a Renesas tem cerca de 40% da quota mundial de microcontroladores para os motores automóveis, esta situação teve repercussão na produção mundial do sector automóvel.

Um grande número da falta de materiais derivou-se de instalações fabris danificadas e de cortes de energia - os mais afectados incluem os 300 milhões de pastilhas de silício, os condensadores de alumínio e a resina BT para o fabrico de componentes dos telémoveis. Os investidores ficaram chocados em verificarem que apenas um componente, entre milhares, pode parar uma linha de produção e, por isso, os produtores mundiais têm agora um dever de diligência para com os seus accionistas em tentarem construir cadeias de fornecedores mais robustas.

Apesar das empresas japonesas terem sido muito proactivas em localizar a produção para fora do Japão, estas historicamente concentraram esta deslocalização em produtos de baixo valor, mas agora têm também de considerar em levar para fora os seus produtos de maior valor. Isto tem sido resistido durante vários anos devido aos receios de fuga de conhecimento tecnológico, mas cada vez mais têm

de construir fábricas no exterior ou correm o risco de perderem contratos de fornecimento extremamente valiosos.

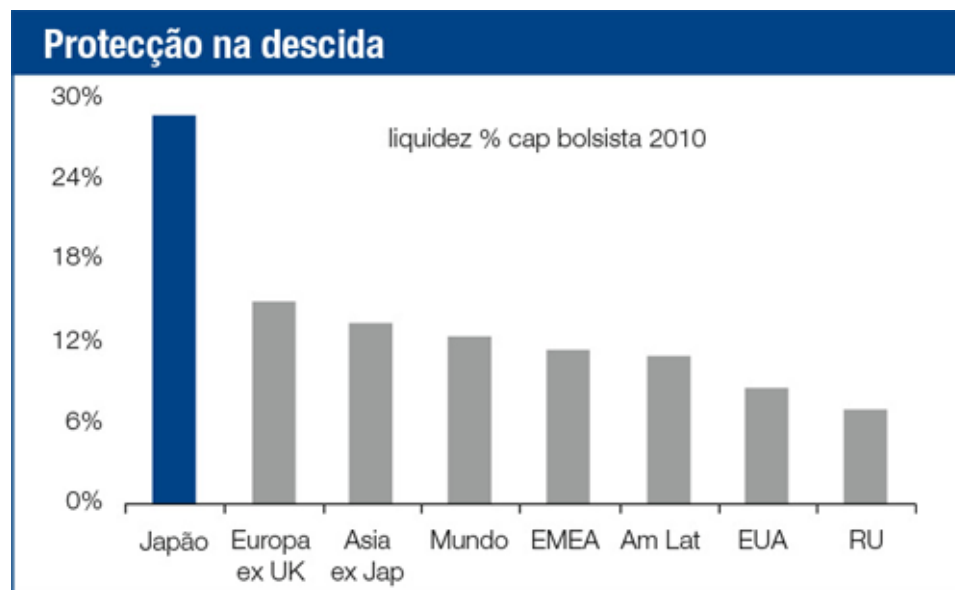
Perspectivas de Resultados

Pensamos que os resultados por acção (EPS) não serão um bom indicador para avaliar as empresas japonesas no ano fiscal de 03/12, uma vez que a generalidade do universo empresarial incorreu em custos extraordinários neste período. As empresas registraram já perdas no ano fiscal de 2011, terminado em Março (03/11), e os gestores têm adoptado uma postura ultra-conservadora nas perspectivas para ano fiscal 03/12 (existindo mesmo quem não apresente quaisquer perspectivas). Suspeitamos que seja muito provável que estas empresas irão, progressivamente durante o ano fiscal, rever em alta os seus números e previsões, à medida que for ficando claro que o impacto industrial terá uma escala inferior à anteriormente receada.

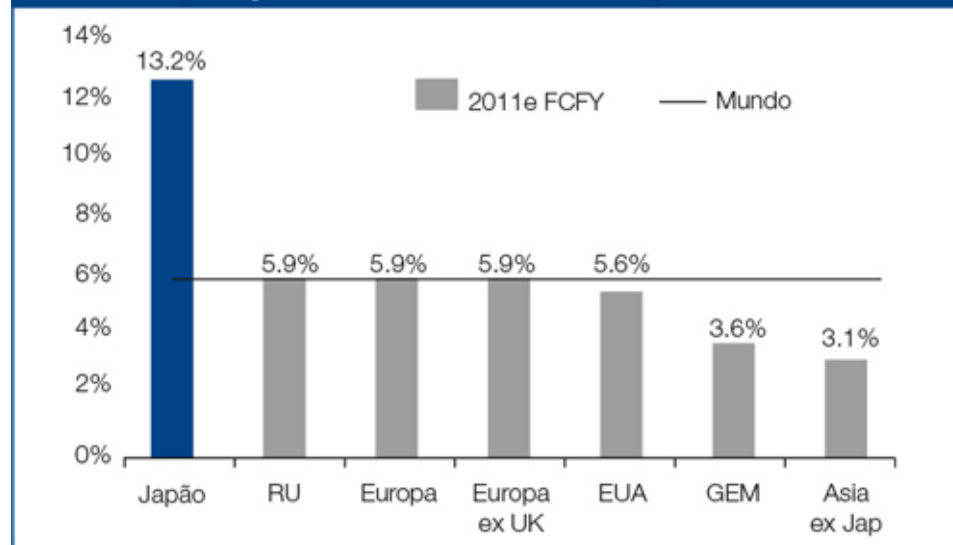
Em consequência, não estamos a relevar o impacto nos resultados que irá ocorrer na primeira metade do ano fiscal de 2012 e estamos-nos assim a focar nos resultados potenciais e normalizados do ano fiscal 2013, que já devem evidenciar o retorno no caminho da recuperação.

Japão está claramente subavaliado

Numa perspectiva de avaliação, para nós o Japão está actualmente muito atractivo, apesar dos seus continuados problemas. Este é especialmente o caso quando tentamos olhar através das distorções que os resultados do curto prazo apresentam, devido ao impacto do terremoto, e também quando olhamos para medidas de avaliação mais tangíveis.



Taxa de geração free cash flows no Japão é muito alta



Dados mensais últimos 20 anos, var. % anual
 Fonte: CS

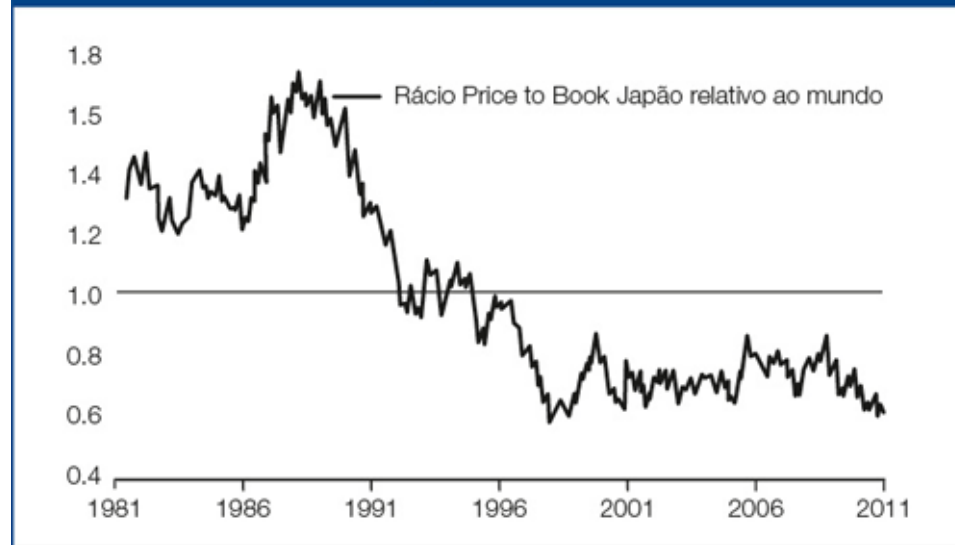
O que vimos é uma genuína protecção a desvalorizações, nomeadamente quando o rácio de liquidez face à capitalização estar ao nível elevado de 29%, e ainda um potencial de efeito mola face à persistente participação na subida em ciclos de crescimento global. Acreditamos que em particular quando este apresenta uma taxa de geração de *free cash flow* de 13% para 2013 (face à média de 6% nos restantes mercados desenvolvidos) e ainda apresenta rácios relativos de *price/book* (preço sobre valor contabilístico) e de *PER 12m* (preço sobre lucros) aos níveis mínimos de sempre.

Protecção na descida

País/Região	Beta EPS para PI Global
Japão	5.9
Mercados Emergentes	4.0
Europa Continental	3.5
Mundo	3.5
EUA	3.0
RU	2.8

Dados mensais últimos 20 anos, var. % anual

Rácio P/B relativo do Japão mínimos históricos



Fonte: CS

Conclusão

A mensagem principal é que em apenas oito semanas depois de sentirem o seu maior terremoto de que há memória, o Japão está claramente de volta ao seu caminho de recuperação. Apesar de ainda estarem a emergir implicações deste desastre catastrófico, tentámos demonstrar que o Japão está relativamente bem preparado para reagir a um choque na capacidade de geração de energia e na sua base produtiva e, ainda, que perdeu pouco tempo em lidar com as questões críticas enfrentadas e em encontrar soluções apropriadas.

Existem riscos inerentes a estes argumentos - especialmente relacionados com a direcção do ciclo económico global - mas a geração de liquidez do sector empresarial no Japão oferece uma tremenda protecção na desvalorização num cenário de abrandamento do crescimento global e proporciona também às empresas japonesas a flexibilidade estratégica se a economia global mantiver a sua trajetória de recuperação.

Saiba mais sobre os Fundos da F&C Investments 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	32,70%	(4)
2º BlackRock World Mining	26,63%	(6)
3º JP Morgan Europe Equity	23,81%	(5)
4º Pictet Biotech EUR	22,04%	(6)
5º JP Morgan Euroland Equity	21,22%	(5)

Top 5 subscrições (semana de 2011/05/16 a 2011/05/20)

- 1º BlackRock World Mining
- 2º Morgan Stanley European Property
- 3º JPMorgan Euroland
- 4º Millennium Eurofinanceiras
- 5º Millennium Prestige Conservador

As rendibilidades apresentadas foram actualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2011/05/20 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2010/05/20 para um ano. Toda a informação relativa aos Fundos mencionados pode ser consultada em 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	71,69%	NIKKEI225	-4,22%
BRENT	56,44%	Banca	-2,52%
EPRA Europa	30,78%	Utilities	5,74%
Value Growth US	30,08%	Telecomunicações	8,17%
MSCI Emerging Markets	29,25%	IBEX35	10,31%

Top 5 negociação (semana de 2011/05/16 a 2011/05/20)

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

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
Comprar	76%	79%	79%	79%	77%	70%	63%	41%	59%	56%	54%	41%	37%	30%	63%
Mantêr	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	7,751	7,588	7,508	7,064	8,102	8,464	8,471	7,111	6,171	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 5.805.147.000 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

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

Atendimento telefónico personalizado 24 horas