

Mercados

- ❖ [Democracia versus eurocracia](#)
- ❖ [Análise de Mercados e Perspectivas](#)
- ❖ [Empresas e Sectores](#)
- ❖ [Recomendações e Price Targets](#)
- ❖ [Serviço de Alertas](#)

Esta semana...

- ❖ **Uma rara oportunidade nas obrigações empresariais**
Pre vemos que a procura de obrigações de empresas se mantenha sólida, uma vez que o crédito com *investment grade* proporciona um relativo "refúgio" e oferece menor volatilidade do que as acções e o alto rendimento...

Ranking

- ❖ [Fundos](#)
- ❖ [Certificados](#)

[Mais +](#)



Visite a área de Bolsa do millenniumbcp.pt

Mercados

[Democracia versus eurocracia](#)

Os limites da eurocracia

O défice democrático é uma das falhas mais comumente apontada à União Europeia. Esta não é uma crítica desprovida de substância: todos os anos jorram das instituições comunitárias torrentes de legislação que, apesar do impacto que geram na vida dos cidadãos, é mecanicamente vertida pelos parlamentos nacionais para as ordens jurídicas respectivas. Recentemente, no âmbito da turbulência financeira que se abateu sobre a área do euro, esta questão adquiriu contornos severos pela dimensão dos recursos envolvidos nas políticas de superação da crise da dívida soberana. Agora, como sempre, a sanção democrática conferida pelos parlamentos nacionais às medidas aprovadas supranacionalmente é mera formalidade; qualquer tentativa de resistência é automaticamente epitetada de boicote à Europa, ónus que país algum esteve ainda para assumir. Numa acepção muito idiossincrática que radica na herança legada pela história tumultuosa do século passado, o défice democrático da acção política europeia é colmatado por um princípio abstracto de solidariedade que corporiza a ideia que o projecto europeu detém uma legitimidade própria, que se sobrepõe aos interesses nacionais de cada Estado-membro. Mas a solidariedade tem limites, pelo que o desafio dos líderes europeus é manter a integridade da União sem alienar os seus eleitorados, sob pena de implosão do sonho europeu. É esta tensão que explica o trajecto algo caótico da resposta das autoridades à degradação da situação financeira na área do euro.

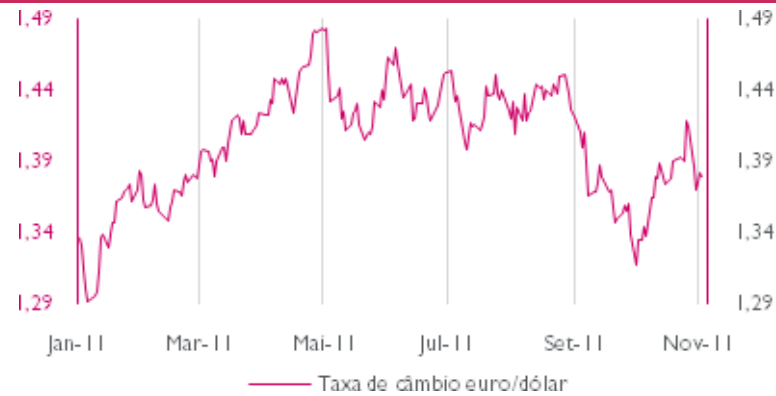
Economia política dos resgates

Uma peculiaridade da crise europeia reside no facto dos credores da "periferia" serem quase exclusivamente as instituições financeiras do "centro". Desse modo, a assistência financeira prestada a países como a Grécia tem como propósito resgatar essas economias e, assim, evitar a materialização de perdas nos bancos de países como a Alemanha. A "periferia" necessita do financiamento do "centro" para evitar a insolvência e o "centro" precisa da austeridade da "periferia" para maximizar o ressarcimento da dívida. Na Europa de hoje não há heróis nem vilões; todos os Estados são simultaneamente vítimas e agressores. Por outro lado, há limites para os sacrifícios que os líderes políticos podem exigir dos seus eleitorados. A resolução do problema de dívida, tal como qualquer fenómeno económico, obedece a uma lógica de custo-benefício. Para os países do "centro" só faz sentido disponibilizar fundos à "periferia" em caso de forte expectativa de recuperação do crédito. É por essa razão que economias menos expostas à dívida periférica, como a Finlândia e a Eslováquia, têm evidenciado maior relutância no suporte aos programas de assistência financeira. Para os países da "periferia", a austeridade só se justifica enquanto for possível evitar a insolvência, ou se os efeitos desta forem mais pesados do que os sacrifícios exigidos. A este propósito importa notar que, se por um lado, o programa de ajustamento que tem vindo a ser implementado pela Grécia tem evidenciado eficácia limitada na erosão da montanha de dívida pública, por outro, tem-se mostrado proficiente na redução do défice primário do Governo (exclui serviço da dívida) e do défice comercial, dotando os gregos de uma quase auto-suficiência financeira, que há muito lhes escapa. É nesta perspectiva que se enquadra a intenção de George Papandreou, posteriormente revertida, de plebiscitar as medidas adicionais de austeridade acordadas na cimeira de 26 de Outubro.

Democracia *versus* eurocracia

Na história da construção europeia, a democracia tem sido a variável residual. Enquanto houve convergência entre a vontade dos Estados individualmente considerados e os designios do projecto europeu, democracia e autocracia conviveram simbioticamente. Contudo, a vaga de eurocepticismo que se foi formando com o alargamento da "Europa" ao "Leste" veio ampliar a clivagem entre o aprofundamento do projecto europeu e os interesses dos Estados-membros, conduzindo a uma progressiva mutilação da democracia, necessária para fazer fluir a marcha das reformas institucionais que se impunham com a avalanche de novos membros. O exemplo emblemático nesta matéria consiste na "dispensa" dos referendos do processo de aprovação dos tratados constitucionais após o "Não" francês de 2005. Porém, a supressão silenciosa da democracia em matérias europeias está a tornar-se insustentável, manietando a capacidade de intervenção dos líderes políticos em prol da resolução da crise financeira. Para tal, num quadro que se pretende de sobrevivência do euro, impõe-se uma partilha de políticas e recursos sem paralelo. Isso requer amplo apoio dos Estados-membros, que porventura só virá quando a compreensão da gravidade da situação extravasar as ruas de Atenas e chegar às de Berlim. Independentemente do desfecho desta crise, uma coisa parece certa: a hegemonia da eurocracia está a dar lugar à reemergência da democracia como princípio orientador primaz na condução dos destinos da Europa. É que, na escala de valores do "velho continente", *demos* sobrepõe-se a *euro* como fonte de legitimidade da governação.





Fonte: Bloomberg, Research Mercados Financeiros Mib e Millennium bcp

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

José Maria Brandão de Brito
Responsável pelo Research de Mercados Financeiros do Millennium bcp

[Topo](#) 



Mercados

Análise de Mercados e Perspectivas

A semana foi marcada por alguma volatilidade nos mercados accionistas, que estiveram condicionados pelos desenvolvimentos da crise de dívida soberana da zona euro.

A Itália esteve no centro da turbulência, com as taxas das obrigações soberanas a registarem subidas expressivas, sugerindo que o país poderá ter que solicitar ajuda financeira externa.

O programa de austeridade de Itália foi aprovado, o que resultou na demissão de Berlusconi.

Por outro lado, após vários dias de conversações, Lucas Papademos foi nomeado Primeiro-Ministro da Grécia, após a saída de Papandreou.

O EUROSTOXX ganhou 0,9%, o DAX 1,5%, o S&P 500 0,9% e o DOWJONES 1,4%.

O relatório de execução orçamental italiano foi aprovado sem maioria absoluta no Parlamento, o que levou o Primeiro-Ministro Berlusconi a anunciar a sua demissão após a aprovação final das medidas orçamentais para 2012.

O Senado italiano aprovou estas medidas e a Câmara dos Deputados deu a aprovação final durante o fim-de-semana, o que resultou na demissão de Berlusconi.

O novo Primeiro-Ministro de Itália é Mario Monti.

George Papandreou concordou em abandonar o cargo de Primeiro-Ministro grego de modo a permitir a criação de um novo Governo de unidade nacional na Grécia e a garantir a ajuda financeira ao país e a sua manutenção na zona euro.

O antigo Vice-Presidente do Banco Central Europeu, Lucas Papademos, foi escolhido para o substituir.

A Comissão Europeia reduziu as previsões de crescimento económico da zona euro e alertou para o risco de uma nova recessão devido à falta de capacidade dos líderes europeus de controlar a crise de dívida.

O PIB da zona euro deve crescer 1,5% este ano (vs. 1,6%), 0,5% em 2012 (vs. 1,8%) e 1,3% em 2013; o PIB nacional deve contrair 1,9% este ano (sem alterações) e 3% em 2012 (vs. -1,8%), retomando o crescimento em 2013 (+1,1%); o PIB grego deve recuar 5,5% este ano, 2,8% no próximo e crescer 0,8% em 2013.

A economia dos EUA deve crescer 1,6% este ano (vs. 2,6%), 1,5% no ano de 2012 (vs. de 2,7%) e 1,3% no ano seguinte.

O Banco de Inglaterra manteve inalterada a taxa de referência do país nos 0,5% e o programa de compra de activos nos £275 mil milhões, sem surpresas para o mercado.

Os Ministros das Finanças da zona euro pretendem que o reforço do fundo de resgate europeu seja concretizado até ao final deste ano, o que exige que o trabalho legal e operacional seja concluído durante o mês corrente.

O Presidente da Fed de Philadelphia, Charles Plosser, acredita que a Fed devia adoptar um objectivo de 2% para a inflação no longo prazo, uma vez que tal contribuiria para a redução da incerteza acerca da sua política monetária e para tornar o seu compromisso mais credível.

O Presidente da Reserva Federal, Ben Bernanke, declarou que as obrigações norte-americanas continuam a ser um refúgio para os investidores, mesmo após o *rating* da sua dívida ter sido reduzido pela Standard & Poor's.

Bernanke afirmou que o corte de *rating* "não assustou os investidores" e não teve um "prejudicou de modo significativo" as condições económicas.

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Empresas e Sectores

O PSI20 caiu 2,9% para os 5582,63 pontos, sendo de destacar a notícia de que a Galp (-11,4% para os 13,25 EUR) chegou a acordo com a Sinopec para um aumento de capital no Brasil.

Ainda pela negativa estiveram o BPI (-14,4%) e o BCP (-14,2%), enquanto a Altri (+4,8%) e a EDP (+3,5%) limitaram as perdas nacionais.

Empresa	Tipo de Risco	Preço (Eur)	Preço Alvo final 2012 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	0,60	1,95	225%
BES	Alto	1,29	3,60	180%
Novabase	Alto	1,95	4,10	110%
Zon Multimédia	Médio	2,01	3,70	84%
Sonae*	Médio	0,50	0,87	75%

Preço de Fecho de 11/11/2011
* Preço Alvo final 2011

No 3º trimestre de 2011, os resultados operacionais (EBITDA) ficaram 5,2% acima da nossa estimativa, principalmente devido a um desvio na margem de 0,7 pp.

O EBITDA veio 8% acima face ao homólogo e 21% abaixo do trimestre anterior.

O crescimento homólogo veio essencialmente por via da recuperação de margens e receitas na Europa Central e a queda no trimestre deveu-se à redução na margem e proveitos na Península Ibérica.

Enquanto a recuperação homóloga se deveu à recuperação da procura e a ganhos de eficiência na Alemanha e França, a queda no trimestre aconteceu muito por causa das paragens técnicas de máquinas que ocorreram no 3º trimestre de 2011 na Península Ibérica e aos efeitos de uma mudança contabilística na alocação de custos fixos.

Os proveitos ficaram 3,8% abaixo da nossa estimativa para o 3º trimestre de 2011, vieram 4,2% acima do homólogo e 8,5% abaixo do 2º trimestre de 2011.

O crescimento homólogo deveu-se à recuperação da procura na Europa Central e ao crescimento de volumes de vendas na Ibéria, apesar da fraqueza da procura local, provando o posicionamento competitivo da empresa neste mercado.

No resto do mundo, a queda homóloga de 3,1% no 3º trimestre de 2011 deveu-se principalmente à fraqueza do mercado da construção na América do Norte.

Os custos financeiros líquidos do 3º trimestre de 2011 reduziram 7,7% face ao homólogo e 13% face ao 2º trimestre de 2011.

De qualquer forma, os juros líquidos aumentaram 23% face ao homólogo nos nove meses de 2011, devido ao aumento das taxas de juro.

A SI revelou uma melhoria na gestão do fundo de maneio com uma redução de 11 milhões EUR face ao 2º trimestre de 2011, nas dívidas de clientes.

A empresa investiu 21 milhões EUR nos nove meses de 2011, incluindo manutenção e começou já no 4º trimestre de 2011 a investir num novo projecto de expansão de capacidade na África do Sul.

De acordo com as nossas estimativas, a Dívida Líquida sobre EBITDA poderá chegar a pouco menos de 8x no final de 2012.

João Mateus
Analista de Acções
Millennium investment banking

Os resultados operacionais (EBITDAP) vieram 12% abaixo da nossa estimativa para o 3º trimestre de 2011, devido a um desvio de 1pp na margem e à queda no nível de actividade.

O EBITDAP veio 7,3% abaixo face ao homólogo, principalmente devido à queda de vendas em Portugal (-42%) e no Egipto (-58%).

A queda de 5,5%, face ao 2º trimestre de 2011, veio das reduções de margem no Egipto e Portugal e das reduções no nível de actividade na Tunísia, Marrocos, China, Índia e Turquia.

Os proveitos ficaram 9% abaixo da nossa estimativa para o 3º trimestre de 2011, e 0,3% abaixo face ao homólogo, principalmente devido à queda no Egipto e Península Ibérica.

O volume de negócios desceu 1,7% face ao 2º trimestre de 2011 por redução em todos os países do Mediterrâneo (entre 10% e 18%) excepto da Espanha e por reduções na China e na Índia.

Os custos financeiros líquidos vieram 57% acima face ao homólogo, devido aos aumentos nas taxas variáveis e aos *spreads* mais elevados por razão da renovação dos instrumentos de dívida contraída em 2007 e 2008.

O grupo pode atingir as 2,3 x de Dívida Líquida sobre EBITDA no final de 2011 e continuar a melhorar nos anos seguintes, apesar dos investimentos previstos para o Brasil.

João Mateus
Analista de Acções
Millennium investment banking

Semapa

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 9,35 EUR

A Semapa informou a decisão de apresentar ao Tribunal Arbitral de Paris, um requerimento para anular a decisão do mesmo face ao litígio com a CRH, relativo à participação na Secil.

A Semapa entende que a decisão do Tribunal enferma de vícios.

A decisão proferida pelo Tribunal de Paris tinha reconhecido o direito da Semapa em adquirir a totalidade da participação social da CRH na Secil.

Essa aquisição teria que ser efectuada no espaço de tempo de até 180 dias úteis e pelo valor de 574,28 milhões EUR .

Face à nossa actual avaliação dessa participação na Secil (321 milhões EUR) e face ao valor de mercado implícito nas acções da Semapa (aproximadamente 215 milhões EUR), o valor de aquisição definido no processo estava significativamente inflacionado, mais precisamente 79% acima da nossa avaliação e 167% acima do valor de mercado implícito nas cotações de fecho de ontem da Portucel (1,77 EUR) e da Semapa (5,49 EUR).

Sendo que consideramos positiva a detenção da totalidade da Secil pela Semapa, por razões de crescimento e desenvolvimento do negócio, a aquisição pelo valor estipulado teria um impacto negativo imediato na avaliação.

Desta forma, consideramos positiva esta decisão da Semapa em proceder à tentativa de anulação da decisão proferida pelo Tribunal Arbitral de Paris.

João Mateus
Analista de Acções
Millennium investment banking

Novabase

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 4,10 EUR

A Novabase divulgou os resultados do 3º trimestre de 2011.

Os resultados foram neutrais, com as receitas e o EBITDA em linha com o *guidance* dado pela empresa para o ano de 2011.

As receitas operacionais atingiram os 53,4 milhões EUR no trimestre, caindo 5,7% em relação ao período homólogo.

O EBITDA veio ligeiramente abaixo do que estávamos à espera, nos 3,48 milhões EUR, *i.e.*, uma margem de 6,5%.

As margens encontram-se pressionadas devido aos custos adicionais de internacionalização e principalmente pela pressão sobre os preços que afecta principalmente a componente de venda de produtos.

O resultado líquido foi de 1,18 milhões de EUR, caindo 46% em relação ao mesmo período do ano passado.

Para mais informação, por favor consulte o nosso "*Snapshot: Novabase - 3Q11 Earnings Comment – In line with guidance; domestic remains tough*" de 08/11/2011.

Alexandra Delgado
Analista de Acções
Millennium investment banking

Sonae Capital

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,28 EUR

Actualizámos a nossa avaliação de Sonae Capital, alterando a avaliação de 0,49 EUR final de 2011 para 0,28 EUR final de 2012.

A alteração na remuneração exigida pelo accionista, implicou uma redução de 8 cêntimos EUR, a alteração nas estimativas justificou uma revisão negativa de 15 cêntimos EUR e a passagem de ano adicionou 3 cêntimos EUR.

Relativamente às estimativas, postecipámos para 2017/18 um desempenho mais significativo nas vendas do Troia Resort e Efanor, admitimos que o desempenho em Portugal e na Europa registará níveis mais interessantes depois do forte ajustamento em curso.

Para mais informação ler relatório publicado no dia 9 de Novembro "*Lack of visibility...*".

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Galp

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 18,15 EUR

A Galp chegou a um acordo com a Sinopec para um aumento de capital na filial do Brasil (Petrogal Brasil).

A Petrogal Brasil fará um aumento de \$4,8 mil milhões (contravalor de 3,5 mil milhões EUR) que será totalmente subscrito pela Sinopec.

No âmbito desta operação, os activos são avaliados em \$12,5 mil milhões (contravalor de 9,2 mil milhões EUR), o que eleva o valor da empresa para \$17,3 mil milhões.

Após esta operação a Galp fica com uma participação de 70%, enquanto a Sinopec ficará com uma participação de 30%.

Comparando o valor dos activos desta operação (cerca de 9,2 mil milhões EUR) com a nossa avaliação (cerca de 10,2 mil milhões EUR), o valor dos activos implícito nesta operação é cerca de 10% abaixo, o que acaba por ser relativamente plausível tendo em linha de conta a conjuntura actual da economia mundial e dos mercados financeiros.

Caso apliquemos o valor dos activos implícito nesta operação, o nosso Preço Alvo reduz em cerca de 8%.

Apesar de termos um valor inferior na nossa avaliação, continuamos confortáveis com as nossas estimativas.

Gostaríamos de destacar que avaliamos os activos no Brasil usando o modelo de *discounted cash flow* (valorizamos o Lula e Cernambi, Iara e Júpiter) e também utilizando múltiplos (para os restantes activos).

De uma forma geral, esta operação permitiu à Galp Energia um *cash-in* de 3,5 mil milhões EUR, superior ao *target* inicial que a empresa tinha definido (cerca de 2 mil milhões EUR).

Esta operação permitirá uma estrutura de capital mais equilibrada, pelo que a empresa ficará menos *stressed* em termos financeiros.

Como o *cash inflow* foi cerca de \$4,8 mil milhões (contravalor de 3,5 mil milhões EUR), continuamos a acreditar que a venda de activos regulados (activos em Portugal) ficará excluída.

Para mais informação por favor consulte o nosso *Snapshot – Monetisation of Brazilian assets – Less financially stressed after this deal*.

Vanda Mesquita
Analista de Acções
Millennium investment banking

Mota-Engil

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

A Mota-Engil divulgou que a família Mota tinha reforçado a posição na Mota-Engil, através da compra de 1 015 837 acções entre os dias 3 e 9 de Novembro ao preço de 1,035 EUR.

Depois destas aquisições, a família Mota detém uma posição de 64,06% do capital social.

A família Mota tem ao longo do tempo, repetidamente reforçado a posição na empresa, tendo o ritmo aumentado com o ajustamento da cotação em bolsa.

Este tipo de actuação por parte dos principais accionistas é obviamente positivo.

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Brisa

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 3,35 EUR

O INE divulgou os dados relativos à inflação em Outubro.

Os valores apontam para um aumento de 4,36% se excluirmos a componente de habitação, exactamente, o valor de referência utilizado na definição do aumento de preços das auto-estradas para o próximo ano.

Assim sendo e apesar do impacto na Brisa ser ligeiramente inferior, cerca de 4%, combinação da fórmula (91,5% do CPI) e arredondamentos, o valor é, significativamente, acima das nossas estimativas, 2,3%.

Este factor positivo é parcialmente compensado pelas nossas estimativas de tráfego cerca de -3,7% em 2012 a qual corre o risco de ser relativamente optimista.

António Seladas, CFA
Millennium investment banking

Portugal Telecom

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2011 7,10 EUR

A Portugal Telecom anunciou que o Meo, serviço de TV por subscrição, superou um milhão de clientes, adicionando 26 mil novos clientes desde o final do 3º trimestre.

A empresa já tinha afirmado ter como objectivo superar o milhão de clientes até ao final deste ano.

Os 26 mil clientes adicionados em um mês e meio comparam com 55 mil novos clientes conseguidos no 3º trimestre.

A PT continua a aumentar a sua base de clientes de TV por subscrição a bom ritmo, o que tem tido um impacto positivo ao nível da fidelização de clientes de voz e internet e ao nível das receitas do segmento fixo residencial.

Alexandra Delgado, CFA
Analista de Acções
Millennium investment banking

EDP

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 3,05 EUR

Segundo a imprensa, o CEO da EDP referiu que o investimento em 2012 será 2 mil milhões EUR em 2012 e que poderá diminuir o investimento nos dois anos seguintes.

Este anúncio não nos surpreende, uma vez que na nossa opinião o corte do nível de investimentos face ao que foi efectuado no passado fará parte de um processo que ajudará uma maior desalavancagem.

Na nossa avaliação, incluímos um *capex* médio anual de 1,7 mil milhões EUR para o período de 2013 a 2015, o que contrasta com um *capex* médio anual mais alto de 2,8 mil milhões EUR para o período de 2008 a 2011.

Para 2012, o valor do investimento previsto pela empresa está em linha com o que temos na nossa avaliação.

Acreditamos que para além da política mais restritiva de investimentos, a empresa também adoptará uma política mais conservadora em termos de dividendos e fará um esforço para reduzir custos.

Relembramos que o novo accionista terá uma palavra a dizer em termos de futuro da empresa, nomeadamente em termos de modelo de crescimento e modelo financeiro.

Vanda Mesquita
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 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.

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)
Goldman Sachs	13-10-2011	Neutral	0,20
ESER	05-10-2011	Restricted	---
BPI	20-09-2011	Hold	0,31
Nomura	13-09-2011	Neutral	0,35
Merril Lynch	05-08-2011	Underperform	0,39
Macquarie	28-07-2011	Underperform	0,30
KBW	24-07-2011	Underperform	0,38
HSBC	14-07-2011	Underweight	0,31

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '12 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco
BCP ¹	0,10	-	-	-	-
BES	1,29	3,60	180%	Compra	Alto
BPI ⁴	0,42	-	-	-	-
Portugal Telecom ³	4,98	7,10	43%	Compra	Médio
Zon Multimédia	2,01	3,70	84%	Compra	Médio
Sonaecom	1,28	2,10	64%	Compra	Alto
Impresa	0,42	0,38	-10%	Reduzir	Alto
Media Capital ²	1,34	2,70	101%	-	-
Cofina	0,40	0,48	19%	Compra	Alto
Novabase	1,95	4,10	110%	Compra	Alto
EDP	2,35	3,05	30%	Compra	Baixo
EDP Renováveis	4,40	6,00	36%	Compra	Baixo
REN ⁴	2,00	-	-	-	-
Brisa	2,33	3,35	44%	Compra	Baixo
Sonae ³	0,50	0,87	75%	Compra	Médio
Semapa	5,59	9,35	67%	Compra	Alto
Sonae Capital	0,22	0,28	27%	Compra	Alto
Jerónimo Martins	12,81	15,85	24%	Compra	Médio
Sonae Indústria	0,60	1,95	225%	Compra	Alto
Altri ⁴	1,21	-	-	-	-
Portucel	1,83	2,60	42%	Compra	Médio
Cimpor ³	5,25	6,35	21%	Compra	Médio
Mota-Engil ³	1,04	1,60	55%	Compra	Alto
Martifer ⁴	1,05	-	-	-	-
Galp Energia	13,25	18,15	37%	Compra	Alto

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Preço Alvo Fim 2011

(4) Sob Revisão

*Valores à data de 11/11/2011

Europa

Empresa	Revisão	De(Eur)	Para(Eur)	Entidade
Telecom Italia	Preço Alvo		1,10	Unicredit
Telecom Italia	Recomendação	Hold	Buy	Unicredit
Volkswagen	Preço Alvo	135,00	165,00	Barclays
BMW	Preço Alvo	73,00	79,00	Barclays
BMW	Recomendação		Overweight	Barclays
Lufthansa	Recomendação	Sell	Hold	Deutsche Bank
Jerónimo Martins	Recomendação	Sell	Neutral	UBS
Carlsberg	Recomendação	Neutral	Buy	Goldman Sachs
Deutsche Bank	Recomendação	Not Covered	Underweight	Santander
EDP	Preço Alvo		2,75	Santander
EDP	Recomendação	Buy	Underweight	Santander
Fiat	Recomendação		Equal Weight	Barclays
Fiat	Preço Alvo	6,00	5,00	Barclays
Carrefour	Recomendação	Neutral	Sell	Citigroup
Banco Popolare	Preço Alvo	1,25	1,05	UBS

Banco Popolare	Recomendação		Neutral	UBS
Alcatel-Lucent	Recomendação		Equal Weight	Barclays
Alcatel-Lucent	Preço Alvo	3,00	2,00	Barclays
UniCredit	Recomendação		Neutral	Exane BNP
UniCredit	Preço Alvo	1,35	1,00	Exane BNP
UniCredit	Recomendação		Overweight	Barclays
Unicredit	Preço Alvo	1,80	1,40	Barclays
ING	Recomendação	Buy	Hold	Societe Generale
Intesa	Preço Alvo	1,86	1,60	Exane BNP
Intesa	Recomendação		Outperform	Exane BNP
Intesa	Preço Alvo	1,90	1,60	Barclays
Intesa	Recomendação		Equal Weight	Barclays
Banco Popolare	Recomendação		Underperform	Exane BNP
Banco Popolare	Preço Alvo	1,25	0,90	Exane BNP
Volvo	Recomendação	Not Covered	Underperform	Credit Suisse
Volvo	Preço Alvo		77,00	Credit Suisse
Metro	Recomendação		Neutral	Credit Suisse
Metro	Preço Alvo	45,00	40,00	Credit Suisse
Commerzbank	Recomendação	Hold	Sell	Societe Generale

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Esta semana...

Uma rara oportunidade nas obrigações empresariais

Os *spreads* das obrigações empresariais aumentaram consideravelmente no terceiro trimestre, que terminou sem que os responsáveis políticos, tanto nos EUA como na Europa, conseguissem chegar a consenso para resolver a crise da dívida soberana ou a estagnação do crescimento económico.

O último trimestre foi, por isso, o pior desde a segunda metade de 2008 em termos de rentabilidade adicional das obrigações de empresas face aos títulos de dívida pública. Mas nem tudo são más notícias: as avaliações do crédito a nível global estão agora apelativas e oferecem aos investidores uma rara oportunidade de regresso às obrigações de empresas mundiais.

Após quatro meses de aumentos dos *spreads* - equivalentes a 85% das descidas de Abril -, os mercados de crédito incorporaram um período prolongado de crescimento global anémico e as probabilidades consideravelmente elevadas de uma ligeira recessão. A um *spread* ajustado às opções (OAS) de +242 (a partir de 30 de Setembro), o índice de referência (Barclays Capital US Aggregate Global Corporate Index USD Hedged) encontra-se agora 111 pontos acima dos *spreads* de Abril deste ano, tendo regressado a níveis que não eram vistos desde Julho de 2009.

Os dados económicos recentemente divulgados nos EUA, incluindo os números relativos ao emprego, às vendas a retalho, consumo privado, bens duradouros e números do ISM relativos à indústria, apontam para um crescimento lento, com alguns riscos, mas não para uma recaída na recessão.

No entanto, mesmo que ela ocorresse, pensamos que seria provavelmente ligeira, uma vez que os excessos de produção não tiveram tempo para se acumular desde a última recessão e dado que as atuais avaliações já estão em grande parte a descontar a possibilidade desta ocorrência.

As perspetivas de recessão parecem mais prováveis na Europa do que nos EUA mas, ainda assim, existem

diversos fatores que podem atenuar o potencial impacto de uma recessão no mercado de obrigações com *investment grade*.

Fundamentos do crédito mundial mais fortes

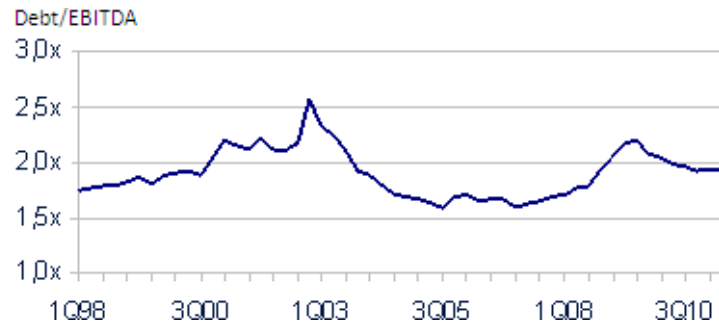
Os fundamentos do crédito mundial estão muito mais fortes do que no início das últimas três recessões.

Existem muitas formas de analisar os atuais níveis dos *spreads* do ponto de vista fundamental - por *rating*, sector ou exposição às regiões - e todas estas análises indicam que os *spreads* se situam muito longe de que diriam até mesmo as suposições mais severas de deterioração do crédito numa recessão.

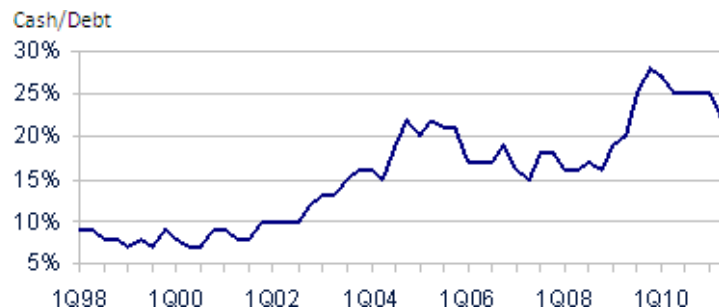
Os balanços das empresas continuam com abundante liquidez, a alavancagem permaneceu estável e os níveis de capital dos bancos nos EUA situam-se a um nível recorde. Além disso, é provável que a incerteza do cenário económico, político e regulatório leve as empresas a agir de uma forma conservadora no que diz respeito à gestão dos seus balanços.

Estamos a ver empresas a prosseguir no caminho da desalavancagem e os níveis de liquidez dos seus balanços mantêm-se elevados. Um perfil de liquidez tão forte das empresas reduz a probabilidade de um aumento acentuado do número de incumprimentos.

A alavancagem continua a baixar ligeiramente



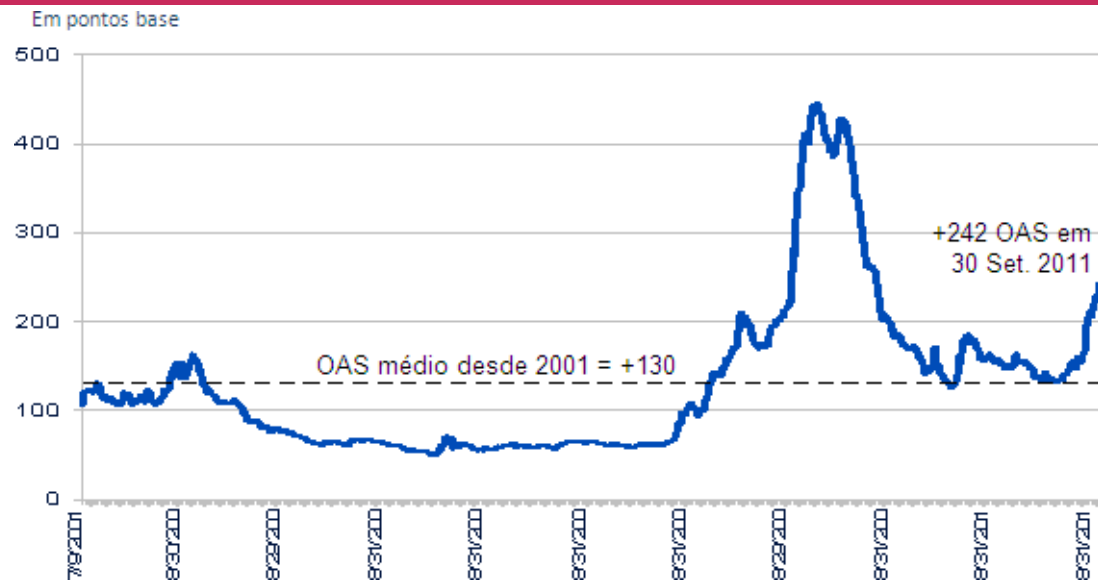
A liquidez nos balanços mantém-se a níveis elevados...



Fonte: JP Morgan e Morgan Stanley, dados até aos relatórios de lucros do segundo trimestre de 2011; os dados refletem os emitentes não financeiros não financeiros com dívida de taxa fixa que têm pelo menos \$1 mil milhões de obrigações em vida

Registe-se ainda que os *spreads* do crédito estão a começar a níveis mais elevados do que os que são característicos neste ponto do ciclo económico, no seguimento do acentuado aumento dos *spreads* devido a crescentes receios relacionados com os riscos macroeconómicos.

Desempenho das acções e obrigações emergentes (taxas fixas e indexadas à inflação)



Nota: "Spread" é o Spread Ajustado às Opções (OAS) do Barclays Capital Global Aggregate Credit Index
 Fonte: Barclays Capital; dados até 30 de Setembro de 2011

Adicionalmente, as condições técnicas para o crédito estão a fornecer um suporte significativo ao mercado.

No início de Agosto, os fundos mobiliários de obrigações mundiais registaram saídas mas, desde então, a tendência inverteu-se. Prevemos que a procura de obrigações de empresas se mantenha sólida, uma vez que o crédito com *investment grade* proporciona um relativo "refúgio" e oferece menor volatilidade do que as acções e o alto rendimento, gerando um retorno atractivo face à liquidez e aos títulos de dívida pública.

A oferta a nível global tem sido bastante baixa e deverá ser inferior à procura durante o resto do ano. O pessimismo tornou-se mais generalizado, como refletem as recentes reduções das posições de sobreponderação dos investidores no crédito, e os inventários dos *dealers* situam-se a níveis extremamente baixos.

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

Wes Sparks
 Responsável Schroders pelas Obrigações Norte-Americanas



[Topo](#)

★★★★☆ Ranking

Fundos

Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º JP Morgan Global Healthcare	10,89%	(6)
2º F&C US Smaller Companies	7,25%	(6)
3º JP Morgan US Strategic Value	5,55%	(5)
4º UBS Emerging Economies Latin America	5,31%	(4)
5º Amundi Global Inflation	5,18%	(2)

Top 5 subscrições (semana de 2011/11/07 a 2011/11/11)

- 1º JP Morgan India
- 2º Millennium Acções Portugal
- 3º Millennium Mercados Emergentes
- 4º BlackRock World Gold
- 5º Millennium Eurofinanceiras

As rendibilidades apresentadas foram actualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2011/11/11 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2010/11/11 para um ano. Toda a informação relativa aos Fundos mencionados pode ser consultada no site do Millennium bcp. 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	
Brent	28,54%	Banca	-40,73%
Ouro	27,12%	PSI20	-27,69%
Dow Jones	7,72%	Value Growth EU	-24,64%
Value Growth US	5,34%	Recursos Naturais	-23,68%
S&P 500	4,15%	Telecomunicações	-18,89%

Top 5 negociação (semana de 2011/11/07 a 2011/11/11)

- 1º Certificado GOLD
- 2º Certificado DAX
- 3º Certificado S&P 500
- 4º Certificado BRENT

Siga-nos no Facebook nas páginas: [Millennium Mobile](#) e [Millennium Sugere](#)

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 rendibilidade 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.

- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a EDP, relativamente à 8ª fase do processo de privatização.

- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a REN, relativamente à 2ª fase do processo de privatização.

- 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	Out-11	Set-11	Jun-11	Mar-11	Dez-10	Set-10	Jun-10	Mar-10	Dez-09	Dez-08	Dez-07	Dez-06	Dez-05	Dez-04
Comprar	71%	93%	76%	79%	79%	79%	77%	70%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	7%	0%	14%	14%	7%	11%	7%	11%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	4%	0%	0%	4%	4%	7%	3%	0%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	18%	7%	10%	4%	11%	4%	13%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Varição	-0.4%	-19.6%	-5.5%	2.2%	1.1%	6.3%	-13%	-4%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI20	5,870	5,891	7,324	7,753	7,588	7,508	7,066	8,102	8,464	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 6.064.999.986 Euros, matriculada na Conservatória do Registo Comercial do Porto sob o número único de matrícula e de pessoa colectiva 501 525 882