

Mercados

- Construtores americanos mais otimistas para o futuro
- Análise de Mercados e Perspetivas
- Empresas e Setores
- Recomendações e Price Targets
- Serviço de Alertas

Esta semana...

▸ **A volatilidade está a impor-se como classe de ativos promissora** ... devido à correlação negativa com as ações e com os *spreads* do crédito, as combinações com volatilidade são adequadas para melhorar significativamente o perfil risco/retorno das carteiras de ações e mistas.

Mais +

★★★★★ Ranking

- Fundos
- Certificados



Visite a área de Fundos do site do Millennium bcp

Mercados

Construtores americanos mais otimistas para o futuro

Os dados macroeconómicos relativos ao setor imobiliário nos Estados Unidos têm vindo a dar sinais de melhoria desde o último trimestre do ano passado, entre os quais salientamos o indicador que mede a evolução das Casas em Início de Construção, que já verificámos estar fortemente correlacionado com o NAHB. A indústria imobiliária reveste-se de grande importância na medida em que a sua robustez contribui para uma maior confiança dos indivíduos, o que influencia positivamente o consumo privado e, conseqüentemente, resulta numa economia forte.

No mês de janeiro, o número de casas em início de construção aumentou 1,5% face a dezembro último e 9,9% face a janeiro de 2011, para as 699 mil habitações, o que supera o apontado pelo consenso dos analistas em 24 mil fogos. O número de casas em início de construção está a progredir de forma gradual, porém sustentada, o que é comprovado pela aceleração da média móvel a 6 meses, onde a segunda derivada da série é positiva, que registou em janeiro o valor mais elevado desde janeiro de 2009 (média móvel 6 meses de 691 mil).

Evolução das Casas em Início de Construção desde 2001



Fonte: Millennium investment banking, Bloomberg

A surpresa foi também positiva no caso do índice de mercado imobiliário NAHB, que registou uma forte recuperação em fevereiro e atingiu até o valor mais elevado desde junho de 2007, ou seja, antes de rebotar a crise do *subprime* nos EUA, embora ainda continue a indicar pessimismo por parte dos inquiridos (ie, leituras abaixo de 50). O índice avançou de 25 para 29 pontos, ultrapassado o consenso de 26. Segundo o modelo de regressão linear que temos vindo a seguir, onde o NAHB é explicado pelo indicador de Casas em Início de Construção, constatamos que a melhoria do NAHB poderá estar a ser

exagerada.

O NAHB é um índice de sazonalidade baseado nas estimativas dos construtores de casas familiares independentes que agrega 3 componentes: vendas atuais, expectativas de vendas para os próximos seis meses e potenciais compradores esperados no mesmo período. O índice varia entre 0 e 100, sendo que valores acima de 50 sugerem expansão e abaixo contração.

Em estudos anteriores testámos várias variáveis e concluímos que a que melhor explica a evolução do NAHB desde 2001 é a variável de Casas em Início de Construção, apresentando um R2 de 86% e um grau de confiança de 95% se considerarmos um desfaseamento de 3 meses entre as séries.

Ao incorporarmos os dados mais recentes no nosso modelo de correlação linear simples, ou seja, considerando que em janeiro estavam em início de construção 699 mil casas, verificamos que o NAHB de fevereiro deveria situar-se nos 17 pontos, aumentando 3 pontos face ao mês precedente, leitura que se antecipa também para o mês de abril. Estes valores estimados encontram-se abaixo dos 29 reportados em fevereiro, sugerindo que os construtores estão mais otimistas para o futuro, mas a avaliar pelas casas em início de construção, as condições atuais no setor melhoraram mas de forma menos significativa. É interessante que desde setembro de 2011 (14 pontos), o NAHB tem estado sempre a progredir, afastando-se do nosso modelo, que apontava para uma estabilização/subida lenta do índice.

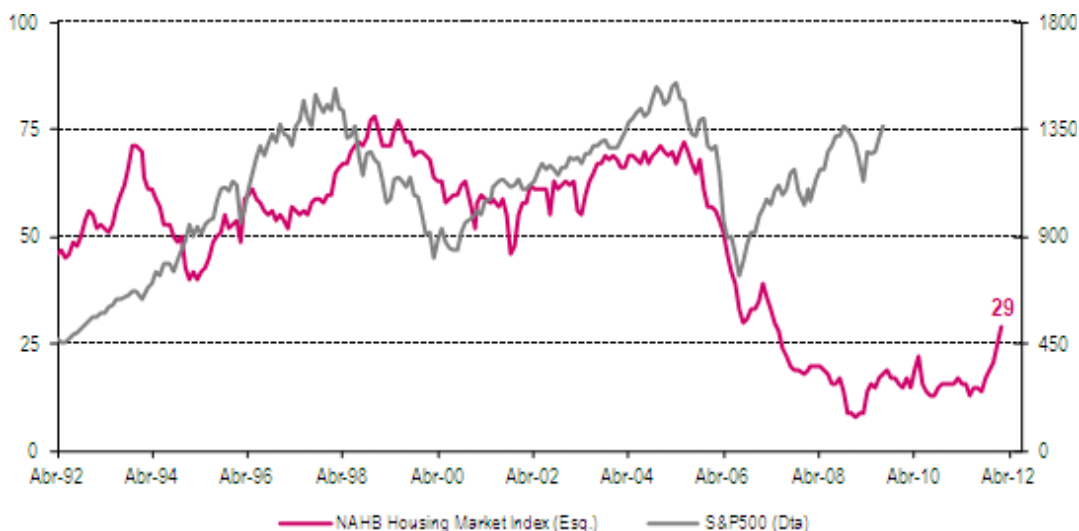
Evolução real e estimada do NAHB desde 2001



* Valor divulgado para fev12; ** Estimativa para abr12 (regressão linear)
Fonte: Millennium investment banking, Bloomberg

O índice acionista de referência dos Estados Unidos S&P 500 esteve fortemente correlacionado com o índice de mercado imobiliário NAHB até março de 2008, com uma correlação que chegou a ultrapassar os 70% considerando um desfaseamento de 18 meses. No entanto, esta relação desfasada tem vindo a enfraquecer significativamente nos últimos anos, sendo visível um afastamento das duas séries no gráfico abaixo. Atualmente, a correlação entre o S&P 500 e o NAHB é de apenas 8% com um desfaseamento de 30 meses, metade dos 16% verificados por ocasião do nosso último estudo sobre este tema, em outubro.

NAHB Housing Market Index e S&P500
(desfasamento de 30 meses)



Cotação do NAHB avançada em 30 meses para refletir futuros movimentos do S&P 500
Fonte: Millennium investment banking, Bloomberg

No entanto, a recuperação do mercado de ações desde março de 2009 foi acompanhada por uma reação positiva do NAHB. A correlação linear entre as duas séries desde então é de 63%, sem considerar desfaseamento. A título ilustrativo, se efetuarmos um modelo regressivo do S&P 500 em função do NAHB teremos um R2 de 40%, com relevância estatística a 95% de confiança.

Portanto, apesar de atualmente o NAHB ser pouco relevante na antecipação de futuros movimentos do S&P 500, é de esperar que a recuperação do mercado imobiliário norte-americano volte a ter um

impacto positivo no mercado de ações, na medida em que a solidez imobiliária é essencial para uma recuperação económica sustentada. Seria contudo desejável uma reaproximação das séries do NAHB observado e estimado através de uma melhor adequação entre as perspetivas dos construtores e a atividade construtora.

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

Telma Santos, Analista de Ações
Millennium investment banking

Topo 



Análise de Mercados e Perspetivas

A situação da Grécia continuou a monopolizar as atenções na última semana, com o segundo pacote de resgate ao país a ser disponibilizado no início da semana.

No resto da semana, as bolsas mundiais transacionaram ao sabor dos indicadores macroeconómicos e dos resultados apresentados.

A Comissão Europeia apresentou as previsões intercalares, que apontam para uma contração moderada da zona euro.

O EUROSTOXX subiu 0,1%, o DAX 0,2%, o S&P 500 0,3% e o DOW JONES 0,3%.

A *troika* revelou que Portugal está no bom caminho para sair da crise e elogiou as medidas adotadas pelo Governo.

Além disso, concordou que existe um problema de falta de crédito às empresas e irá disponibilizar medidas para aumentar o financiamento ao setor privado.

O Eurogrupo disponibilizou um segundo plano de resgate à Grécia no valor de 130 mil milhões € até 2014 e irá reduzir os juros de empréstimos unilaterais desde 2010.

A Grécia contará ainda com um perdão parcial de 53,5% da dívida por parte de investidores privados (acima dos 50% inicialmente previstos), o que permitirá a redução do seu défice dos atuais 160% do PIB para de 120,5% em 2020.

Adicionalmente, os credores privados irão substituir as restantes obrigações gregas por novas obrigações com cupão de 2% nos dois primeiros anos e de 4% posteriormente e por instrumentos do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira.

Como contrapartida, a Grécia aceita um controle reforçado por parte da *troika* e irá criar uma conta bloqueada para dar prioridade ao pagamento da dívida.

Ou seja, nos próximos trimestres a Grécia terá que colocar numa conta especial supervisionada pela *troika* um montante correspondente ao pagamento trimestral da dívida, o que servirá de garantia.

A Diretora-Geral do FMI revelou que a sua contribuição para este pacote será decidida em março.

O Eurogrupo reformulou a legislação sobre o *short selling* (venda da descoberto) e os *Credit Default Swaps* (CDS).

Dessa reunião resultou a aprovação de novas regras que entrarão em vigor em novembro.

Serão aplicadas normas mais rígidas às transações de CDS, que visam limitar a especulação sobre a dívida soberana europeia e o Eurogrupo irá tomar medidas para que a limitação ou proibição de *short selling* passe a ser coordenada a nível europeu.

As previsões intercalares da Comissão Europeia apontam para uma contração moderada da zona euro este ano (-0,3% vs. anterior previsão +0,5%) com sinais de moderação.

O PIB da zona euro deverá recuar nos dois primeiros trimestres de 2012, sendo antecipada uma recuperação na segunda metade do ano.

Portugal deve contrair 3,3% em 2012 (vs. Previsão anterior de -3%).

A Comissão Europeia reviu em ligeira alta as previsões inflação para 2012, devido à persistência de elevados preços da energia e aos aumentos da fiscalidade indireta.

O Banco Popular da China reduziu novamente a taxa de reservas obrigatórias do setor bancário em 50pb para os 20,5%, com data efetiva a 24 de fevereiro, para fomentar o crescimento económico e a concessão de crédito.

São antecipados cortes adicionais ao longo do ano.

No plano macroeconómico, salientamos a desilusão dos valores preliminares dos PMI europeus, com a sua generalidade a recuar de modo inesperado em fevereiro, tendo a atividade dos Serviços da zona euro voltado a contrair.

Pela positiva, o indicador de clima económico Philadelphia Fed Index revelou que a atividade industrial dos EUA expandiu mais que o previsto em fevereiro e o indicador de sentimento empresarial alemão IFO avançou mais que o estimado.

O PSI20 desceu 1% para os 5558 pontos.

A penalizar o índice nacional destacamos a Portugal Telecom (-5,4%) e a EDP (-2,6%).

Por outro lado, a Galp (+3,9%), que também liderou os ganhos e a Jerónimo Martins (+2,6%) limitaram as perdas nacionais.

A Brisa caiu 7,2% e foi o título que mais desceu na última semana.

Empresa	Tipo de Risco	Preço (Eur)	Preço Alvo final 2012 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	0,69	1,95	182%
Sonae	Médio	0,45	0,92	106%
Novabase	Alto	2,14	4,10	92%
Sonaecom	Alto	1,26	2,10	67%
Telefónica	Médio	12,86	21,00	63%

Preço de Fecho de 24/02/2012

Semapa

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 8,80 €

De acordo com o comunicado emitido, a Semapa efetivou a aquisição de 50% da cimenteira Supremo Cimentos.

Em princípios de dezembro passado, a Semapa tinha anunciado o acordo para a aquisição da Supremo, uma cimenteira com sede no estado de Santa Catarina, no Sul do Brasil.

A Supremo tem uma fábrica integrada de cimento e operações de betão e agregados, foi fundada em julho de 2003 e começou a produzir em outubro de 2004, tendo operado desde então sempre muito próximo de uma utilização a 100% da sua capacidade produtiva.

Entretanto aumentou a capacidade de 50k para 360k toneladas por ano e, de acordo com o comunicado inicial, emitido em 2 de dezembro pela Semapa, a Supremo tem em implementação um plano de expansão para 1,5 milhões de toneladas/ano.

Relembramos que o acordo foi celebrado em nome da *holding* Semapa e não da Secil, o que revela a pretensão do grupo Semapa em expandir no negócio do cimento fora do âmbito da parceria com a CRH.

A Secil tem uma capacidade instalada total de 6,85 milhões de toneladas/ano, com ativos por nós avaliados em cerca de 900 milhões €.

Usando o múltiplo da nossa avaliação da Cimpor para o Brasil, considerando o total de capacidade instalada e a instalar naquele país, os ativos da Supremo poderão valer para cima de 180 milhões €, após a finalização do plano de expansão.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

REN

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 2,40 €

A REN publicou os pontos da ordem do dia para a Assembleia Geral de 27 de março próximo.

Dos cinco pontos descritos, destacam-se a alteração dos limites de voto de 10% e 5% para sociedades do setor energético, para 25%, sem qualquer restrição de setor de atividade e a nomeação dos órgãos sociais a eleger para o triénio a iniciar em 2012.

Entre os elementos propostos para o Conselho de Administração destacam-se os representantes dos futuros parceiros estratégicos, três nomes pela State Grid e um pela Omã Oil.

As restantes propostas para deliberação versam a introdução de um regime de incompatibilidades com o exercício de funções em órgãos sociais, a alteração do *quórum* para reuniões de Assembleia de dois terços para três quartos relativamente e deliberações sobre alterações de contrato de sociedade, cisão, fusão, transformação ou dissolução da sociedade e alteração do período de mandato dos órgãos sociais, com início imediato de um novo período a partir do presente ano de 2012.

A REN publicou em simultâneo a nova versão integral proposta para os estatutos, um comunicado relativo às participações qualificadas da State Grid, a convocatória para a Assembleia Geral e um anúncio relativo às parcerias estratégicas com os novos parceiros State Grid e Omã Oil, nos termos já conhecidos.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

A Royal Dutch Shell anunciou a intenção de adquirir a empresa Cove Energy pagando cerca de 195 pence por ação em *cash*, o que totaliza cerca de 992,4 milhões de libras (contravalor de \$1,56 mil milhões), o que representa um prémio de 26% face ao preço de fecho de 22 de fevereiro do corrente ano e um prémio de 73,3% face ao preço de fecho de 4 de janeiro (quando a própria Cove anunciou que estava para venda).

Esta empresa tem como principal ativo uma participação de 8,5% no consórcio na Bacia de Rovuma, Área 1 (consórcio que é liderado pela empresa americana Anadarko), onde são estimadas até 30 Tcf de reservas de gás natural.

Para além deste ativo, a empresa também tem outros ativos na Tanzânia e no Quênia.

Relembramos que a Galp também presente na Bacia de Rovuma numa área próxima, mais concretamente na Área 4, participando com 10% num consórcio em que a Eni (70%), a Kogas (10%) e a ENH (10%) também participam.

Consideramos que esta operação vem dar mais visibilidade aos ativos de gás em Moçambique, o que é muito benéfico para a Galp que também tem ativos naquela área.

Tendo em linha de conta que a Cove Energy também tem outros ativos para além da bacia de Rovuma, não podemos aferir um múltiplo direto nesta operação.

Relembramos também que parte destes recursos ainda não estão incluídos na nossa avaliação, contudo como temos vindo a adiantar o impacto deverá rondar cerca de 3,3% em termos do nosso Preço Alvo (pressupostos valor de \$2 por barril de óleo equivalente, 80% fator de recuperação, sendo que uma parte das descobertas anunciadas já incluídas na nossa avaliação).

Esperamos que o Capital Markets Day que a empresa vai organizar no dia 6 de março em Londres nos dê um maior conhecimento sobre estes ativos.

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

A DGO divulgou a evolução da conta do Estado e diversas rubricas da receita de impostos, nomeadamente as receitas de IVA e do ISP, relativo ao mês de janeiro de 2012.

Salientamos a evolução homóloga das receitas de ISP, -9,3%.

A queda acelerou inequivocamente, tornando-se difícil perceber a que nível se verificará a estabilização.

Relativamente à receita do IVA, +5,7%, apesar de positivamente influenciado pelo aumento das taxas na eletricidade e gás, o valor é claramente positivo pelo menos quando comparado com os valores de dezembro.

A Direção Geral de Energia e Geologia divulgou também os valores de consumo de combustíveis Rodoviários relativos ao mês de dezembro, os quais registaram uma queda de 8,2% em dezembro, tendo-se verificado o mesmo fenómeno de aceleração da queda, tornando-se difícil de perspetivar para quando o abrandamento na correção.

De salientar que as nossas estimativas para a queda de tráfego na Brisa Concessão Rodoviária no 4º trimestre de 2011, 2012 e 2013 são cerca de 7%; 7,2% e 2,2%, respetivamente.

O *guidance* fornecido pela Brisa para 2012 é de uma queda no tráfego de 6%, compensado parcialmente, 1%, pelo efeito de introdução de portagens nas SCUT's.

As nossas estimativas de tráfego, apesar de revistas recentemente, poderão pecar por otimismo, tendo em conta os dados, entretanto, divulgados.

Var. Homóloga	2011												2010		
	Jan	Dez	Nov	Out	Set	Agosto	Julho	Junho	Mai	Abril	Março	Fev		Jan	
IVA (Receita)	5,7%	7,0%	8,7%	0,4%	15,9%	-2,2%	2,6%	-1,1%	16,5%	-2,8%	2,8%	5,4%	14,2%	7,9%	11,6%
ISP (Receita)	-9,3%	-4,0%	-7,5%	-5,3%	-5,8%	-2,2%	-6,6%	-4,1%	-2,7%	-9,0%	-2,9%	0,0%	-1,1%	1,0%	-1,2%
Cons. Doméstico de Comb. Rod. (10 ⁰³ ton)	na	-2,8%	-3,2%	-5,3%	-4,4%	-3,9%	-3,3%	-2,6%	-2,1%	-1,7%	-1,3%	-0,7%	-0,2%	-0,2%	0,0%
Gasolina (IQ95 Var. preço)	na	12,3%	5,5%	10,1%	13,0%	14,9%	12,6%	13,9%	11,4%	13,8%	13,9%	12,7%	13,5%	13,3%	11,0%
Gasóleo (Var. preço)	na	18,8%	13,9%	19,2%	19,1%	18,0%	15,5%	17,3%	15,2%	16,9%	20,7%	24,2%	25,0%	21,3%	14,8%

Fonte: DGO, DGEG, Mib

António Seladas, CFA,
Millennium investment banking

Segundo a imprensa económica, o regulador dos EUA aprovou a entrada da China Three Gorges na EDP, impondo o cumprimento de oito termos e condições (não foram divulgadas quais), entre os quais que qualquer alteração às condições impostas deverá ser comunicada ao regulador.

Relembramos que as autoridades reguladoras dos EUA tinham recusado emitir uma decisão sobre negócio com chineses antes da Assembleia Geral, que teve lugar no dia 20 de fevereiro de 2012.

Estas autoridades tinham um prazo de 180 dias para se pronunciar sobre este assunto e o prazo acabará no dia 17 de julho, mas acabaram por se pronunciar mais cedo.

Parece assim estar bem encaminhado o processo de fecho do processo de privatização.

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

EDP Renováveis

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 6,00 €

Atualizámos as nossas estimativas, mantendo nosso Preço Alvo de 6,00 € (preço final de ano de 2012) e a nossa Recomendação de Compra (Baixo Risco).

Em termos de ajustamentos, a atualização das estimativas retirou cerca de 35 cêntimos, a atualização do câmbio do dólar acrescentou cerca de 25 cêntimos.

No que diz respeito ao custo de capital, atualizámos a taxa de juro sem risco na zona euro (de 3% para 2,5%), a taxa de juro sem risco na zona dólar (de 3% para 2,5%) e também a *yield* das obrigações portuguesas de 10% para 11%.

Estes ajustamentos acrescentaram cerca de 10 cêntimos à nossa avaliação.

Continuamos a acreditar que os investimentos no futuro serão substancialmente muito inferiores aos que foram feitos no passado.

De facto, na nossa ótica faz sentido reduzir crescimento, numa altura em que o custo de capital está mais alto do que no passado e quando as oportunidades de crescimento estão a revelar-se mais escassas.

Alguns países como Espanha e Portugal estão a travar o desenvolvimento das renováveis, na medida em que parecem estar bem encaminhados para cumprir os objetivos de renováveis no âmbito da União Europeia.

Finalmente, relativamente a um cenário de recompra da EDPR por parte da EDP, de acordo com as nossas estimativas, o montante de resultados gerados pela EDPR não é suficiente para criar valor em termos de EPS para o acionista da EDP nos anos mais próximos.

Contudo caso o cenário seja uma troca de ações conjuntamente com o pagamento de um dividendo especial o negócio (de acordo com os nossos cálculos) não será dilutivo de uma forma mais consistente a partir de 2015.

Para mais informação por favor consulte *Company Update: EDPR - Growth is becoming scarce*.

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

Cimpor

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 6,05 €

Atualizámos a nossa avaliação da Cimpor de 6,10 € para 6,05 € por ação, para o fim de 2012, com uma recomendação de Compra, Risco Médio.

Revimos as estimativas, atualizámos o custo de capital e a previsão para a inflação na zona euro.

Revemos as margens para o Brasil em baixa, admitimos a continuação do suporte da utilização de capacidade em Portugal via exportações, considerámos margens mais favoráveis como consequência dos investimentos operacionais implementados em Espanha e reforçámos a recuperação em curso na África do Sul e Moçambique.

A revisão de estimativas resultou numa redução no nosso Preço Alvo de 0,20 € por ação.

Atualizámos os parâmetros de risco assumidos no cálculo do custo de capital através do aumento da taxa estimada para o risco soberano português de 10% para 11%, em simultâneo com a redução da taxa "sem risco" de referência (alemã) de 3% para 2,5%.

Tal como anteriormente, mantivemos estes níveis até 2015 e assumimos a convergência linear do risco soberano local para níveis históricos até 2021.

Também ajustámos a previsão para a inflação na zona euro de 2% para 1,5%.

Estas mudanças resultaram num impacto positivo de 0,15 € por ação no Preço Alvo.

A Cimpor vai publicar os resultados referentes ao 4º trimestre de 2011.

Os resultados operacionais (EBITDA) deverão ter caído 12% face ao homólogo no 4º trimestre de 2011, principalmente por causa da redução das margens em Portugal, dos custos mais altos da

energia no Egito, de problemas operacionais na China e na Tunísia e devido ao aumento das importações de cimento no Brasil.

Esta queda deverá ter-se verificado apesar das melhorias de margem em Espanha, Moçambique, África do Sul e Turquia.

Os proveitos poderão ter ficado 3,3% abaixo em termos homólogos, no 4º trimestre de 2011, por via do menor volume de negócios na Península Ibérica e na China e do efeito da desvalorização das moedas locais no Egito e Turquia.

Estimamos que o dividendo por ação a ser distribuído em 2012 será de 0,20 € por ação.

A Cimpor irá provavelmente reduzir a alavancagem para um nível de 2x de Dívida Líquida sobre EBITDA até ao final de 2014.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

BES

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 2,25 €

O BES pretende duplicar o número de balcões em Espanha aproveitando a reestruturação do setor financeiro em Espanha de acordo com o diário Expansión.

A mesma fonte adianta que o BES pretende adquirir cerca de 20 balcões, pertencentes a Cajas, que estão em processo de reestruturação, nomeadamente na zona de Madrid. Impacto: neutral.

Esta notícia vem em linha com comentários recentes do Presidente do BES de que pretendia duplicar a sua presença em Espanha, onde já tem 25 agências e oito centros de empresas.

A presença do BES em Espanha faz-se sentir através não só da banca de retalho e empresas (muito focada em empresas com relações comerciais com Portugal), como também na banca de investimento e gestão de património, pelo que o aumentar a sua área de influência neste domínio parece interessante.

Rita Silva
Analista de Ações
Millennium investment banking

Jerónimo Martins

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 15,10 €

Foram reveladas as vendas a retalho na Polónia em janeiro, as quais registaram uma aceleração para os 14,3% em termos homólogos, acima dos esperados 13,8%.

Mantém-se assim a tendência positiva (maior subida dos últimos nove meses), a qual é extensiva ao retalho alimentar, o qual subiu 10,7% YoY em janeiro.

Destaque-se que a Comissão Europeia manteve a estimativa de crescimento da economia polaca em 2,5% para este ano.

Foram também reveladas as vendas a retalho na Colômbia, as quais subiram para os 7,5% em dezembro, acima dos esperados 4,7%.

Refira-se que as vendas a retalho em Portugal de janeiro serão divulgadas no próximo dia 01 de março.

João Flores
Analista de Ações
Millennium investment banking

Banda Larga fixa

A Anacom divulgou na semana passada dados sobre os acessos fixos de Banda Larga no final do 4º trimestre de 2011.

No final de 4º trimestre de 2011 existiam em Portugal cerca de 2.240 acessos fixos de Banda Larga, cerca de 21,1 acessos por cada 100 habitantes.

O crescimento deste segmento abrandou no último trimestre para +5,3% face ao período homólogo (+7,0% no 3º trimestre de 2011, +7,1% no 2º trimestre de 2011 e +8,6% no 1º trimestre de 2011).

O número de acessos sobre fibra ótica (FTTH/B) atingiu os 237 mil (10,6% de quota de mercado) com 35 mil novos acessos no trimestre.

O cabo adicionou 13 mil acessos e o ADSL perdeu 7 mil.

O número de clientes baseados em outras tecnologias diminuiu para apenas 2 mil, em resultado do facto de a ArTelecom ter descontinuado a sua oferta suportada em FWA.

A PT aumentou a sua quota de mercado no trimestre em 1,0% para 49,4% enquanto a Zon ganhou 0,3% para 33,0%.

A Cabovisão perdeu 0,1% de quota para os 7,2%, a Optimus perdeu 0,3% para os 5,4%, e a Vodafone aumentou a sua quota em 0,1% para 4,2%.

	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11
Fixed Broadband accesses (k)	2,127	2,149	2,170	2,217	2,240
ADSL	1,112	1,100	1,093	1,106	1,099
Cable	860	873	881	890	903
FTTH	130	152	174	201	237
Other	25	23	22	20	2
Fixed Broadband (YoY growth)	11.2%	8.6%	7.1%	7.0%	5.3%
ADSL	1.6%	-0.4%	-1.5%	-0.4%	-1.2%
Cable	13.0%	10.0%	8.3%	7.0%	5.0%
FTTH	324.2%	179.6%	122.1%	94.5%	81.4%
Other	-4.6%	-8.8%	-13.6%	-21.0%	-93.7%

Portugal Telecom - Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 6,30 €

Zon Multimédia - Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 3,70 €

Sonaecom - Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 2,10 €

Alexandra Delgado, 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 preço no site do Millennium bcp.

[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 ação BCP:

Analyst / Broker	Data	Recomendação	Price Target (Eur)
Macquarie	24-02-2012	Underperform	0,09
UBS	16-02-2012	Sell	0,18
BESI	24-01-2012	Neutral	0,18
BPI	24-01-2012	Hold	0,16
KBW	10-01-2012	Underperform	0,15
JP Morgan	15-12-2011	Underweight	0,12
Caixa BI	13-12-2011	Buy	0,40
Goldman Sachs	15-11-2011	Neutral	0,15
BBVA	02-11-2011	Underperform	0,30
Merrill Lynch	16-09-2011	Underperform	0,27
Nomura	13-09-2011	Neutral	0,35

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '12 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco	Analista de Ações
BCP ¹	0,16	-	-	-	-	
BES	1,65	2,25	36%	Compra	Alto	Rita Silva; António Seladas, CFA

BPI ³	0,55	-	-	-	-	Rita Silva; António Seladas, CFA
Portugal Telecom	3,98	6,30	58%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Zon Multimedia	2,48	3,70	49%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Sonaecom	1,26	2,10	67%	Compra	Alto	Alexandra Delgado, CFA
Impresa	0,53	0,38	-28%	Venda	Alto	João Flores
Media Capital ^{2,3}	1,37	-	-	-	-	João Flores
Cofina	0,55	0,48	-13%	Venda	Alto	João Flores
Novabase	2,14	4,10	92%	Compra	Alto	Alexandra Delgado, CFA
EDP	2,18	3,05	40%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
EDP Renováveis	4,03	6,00	49%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
REN	2,13	2,40	13%	Compra	Baixo	João Mateus/Vanda Mesquita
Brisa	2,35	3,15	34%	Compra	Baixo	António Seladas, CFA
Sonae	0,45	0,92	106%	Compra	Médio	João Flores
Semapa	5,90	8,80	49%	Compra	Alto	João Mateus
Sonae Capital	0,22	0,28	27%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Jerónimo Martins	13,21	15,10	14%	Compra	Médio	João Flores
Sonae Industria	0,69	1,95	182%	Compra	Alto	João Mateus
Altri	1,16	1,20	3%	Manter	Alto	João Mateus
Portucel	1,98	2,45	24%	Compra	Médio	João Mateus
Cimpor	5,04	6,05	20%	Compra	Médio	João Mateus
Mota-Engil	1,20	1,45	21%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Martifer ³	1,06	-	-	-	-	António Seladas, CFA
Galp Energia	13,26	18,15	37%	Compra	Alto	Vanda Mesquita

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Sob Revisão

*Valores à data de 24/02/2012

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 

Esta semana...

A volatilidade está a impor-se como classe de ativos promissora

Muitos investidores são continuamente surpreendidos pela turbulência dos mercados bolsistas e não se avista um fim para a fase de maior volatilidade. A incerteza que prevalece nos mercados de capitais pode ser atribuída a diversos fatores negativos:

1. A capacidade do BCE, FEEF e FMI para resolverem a crise de dívida do euro (incluindo a altura oportuna para as possíveis medidas expansionistas *quantitative easing*);
2. A necessidade de reduzir a dívida que pode ter um efeito negativo e causar uma recessão prolongada na zona euro;
3. O risco de protecionismo e guerras cambiais.

Tendo em conta estes fatores negativos, prevê-se que as volatilidades se mantenham a níveis moderadamente elevados durante os próximos seis a nove meses, com maiores flutuações. Dada a recente calma registada nos mercados acionistas em janeiro, a volatilidade implícita a 1 ano caiu para aproximadamente 21% no S&P500, enquanto se mantém ainda nos 25% no Eurostoxx50 (em 14 de fevereiro de 2012).

Para muitos acionistas, o facto de a volatilidade estar a aumentar como medida das flutuações do mercado equivale a maiores riscos e maiores perdas potenciais. No entanto, as gestoras de ativos inovadoras transformaram este "barómetro do medo" numa nova classe de ativos independente e desenvolveram estratégias que utilizam a volatilidade como fonte de retorno.

Existem dois argumentos principais para a volatilidade como classe de ativo: em primeiro lugar, devido à correlação negativa com as ações e com os *spreads* do crédito, as combinações com volatilidade são

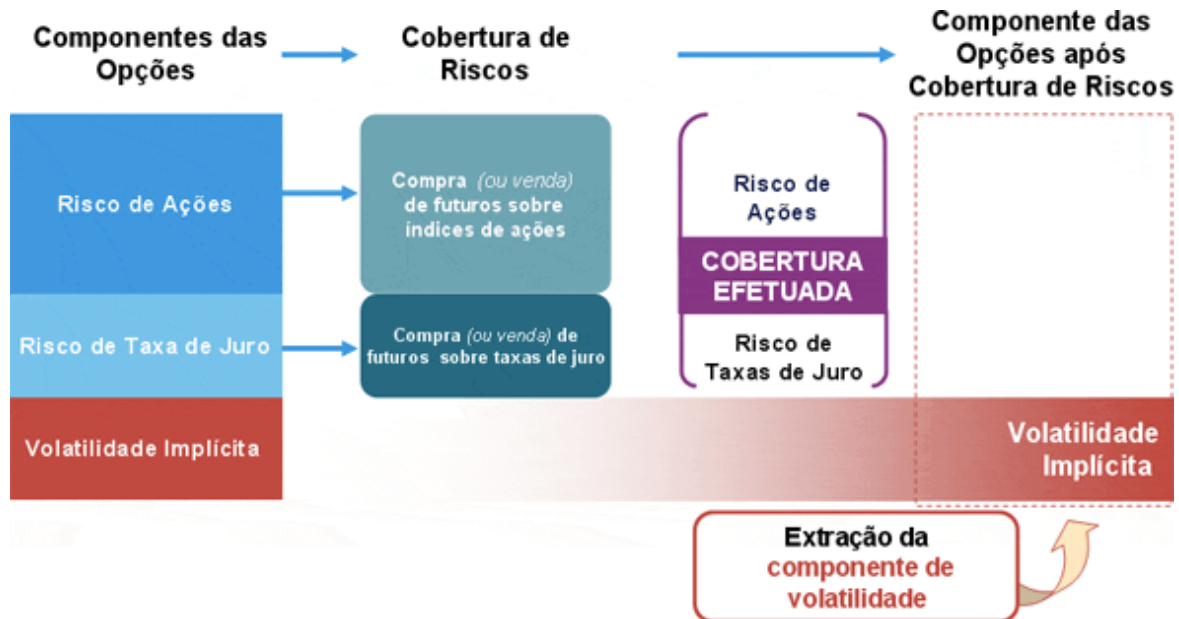
adequadas para melhorar significativamente o perfil risco/retorno das carteiras de ações e mistas. Por outras palavras, em períodos de quedas acentuadas do mercado, a volatilidade aumenta fortemente podendo, pois, representar a cobertura de risco ideal da carteira; em segundo lugar, as atuais condições de mercado oferecem boas oportunidades para a obtenção de retornos em estratégias selecionadas de volatilidade.

O facto de estas estratégias terem registado uma forte expansão é em grande parte atribuído ao maior desenvolvimento dos mercados de produtos derivados. Assim, os gestores da volatilidade têm atualmente à disposição muitos instrumentos para pôr as suas estratégias em prática. Para além dos *warrants*, obrigações convertíveis, *variance swaps* e futuros sobre os índices de volatilidade, as opções cotadas são particularmente interessantes uma vez que têm muita liquidez, transparência e eficiência em termos de custos. Por exemplo, para obter um investimento longo na volatilidade das ações, os gestores da volatilidade investem em opções cotadas e utilizam futuros para efetuar a cobertura dos riscos de ações e de taxas de juro. A volatilidade implícita é assim isolada e residual.

Investir em volatilidade extraindo o risco de ações e taxas de juro das opções:

Como investir na Volatilidade?

Ao comprar e vender opções efetuando cobertura de risco de ações e taxas de juro, pode extrair-se a volatilidade implícita de uma opção



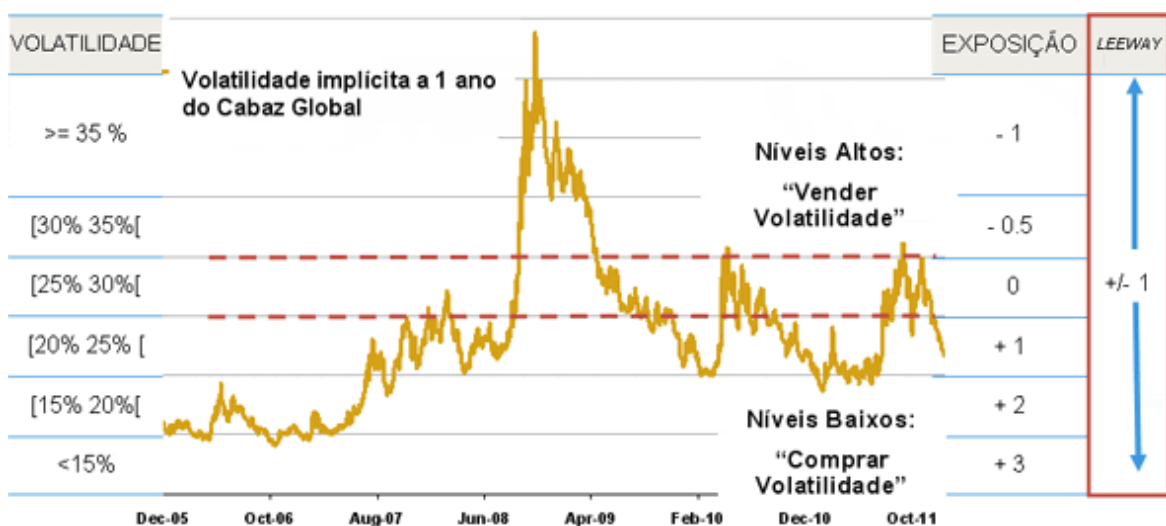
Fonte: Amundi, Bloomberg

Existem atualmente duas categorias de estratégias de volatilidade no mercado: 1) estratégias de retorno absoluto neutrais face ao mercado; e 2) estratégias direcionais.

O Amundi Funds Absolute Volatility World Equities é um exemplo de um fundo que emprega a estratégia direcional para gerar retorno absoluto. Com uma meta de desempenho anual de 7% brutos, o processo de investimento baseia-se na característica da volatilidade implícita a 1 ano de regressar à média.

O fundo tem 3 motores dinâmicos de desempenho:

Motor No.1 - Motor Direcional: O primeiro motor beneficia com o regresso à média da volatilidade implícita a 1 ano. Quando a volatilidade é inferior a 25% (média de longo prazo) o fundo adota um posicionamento *long volatility* (longo volatilidade). Quando a volatilidade é superior a 30%, o fundo adota um posicionamento *short volatility* (curto volatilidade). Quanto mais a volatilidade se afastar da sua média, mais forte será a exposição à volatilidade:



Fonte: Amundi, Bloomberg

Motor No. 2 - Volatilidade da Volatilidade: O segundo motor de desempenho beneficia com as flutuações de curto prazo da volatilidade, o que pode funcionar bem mesmo quando a volatilidade se situa dentro de um intervalo. No longo prazo, este segundo motor foi o que acrescentou maior *alpha*, e é particularmente eficaz em períodos de crise, quando a volatilidade é extremamente volátil (ver abaixo):

	Contribuição para o Desempenho Bruto						
	AF Absolute Volatility World Equities	Intervalo da Volatilidade	Volatilidade Implícita Inicial	Volatilidade Implícita Final	Motor Direcional	Volatilidade da Volatilidade	Afetação Geográfica
2012 YTD	+0.15%	22.10% / 24.70%	24.70%	22.10%	-0.54%	+0.54%	+0.11%
2011	+5.36%	18.70% / 31.60%	22.10%	24.70%	-0.06%	+4.85%	+1.64%
2010	+5.10%	20.00% / 30.70%	23.50%	22.10%	+1.05%	+4.51%	+0.19%
2009	+8.53%	23.30% / 41.30%	36.90%	23.50%	+2.80%	+5.07%	+1.33%
2008	+25.84%	20.16% / 48.80%	21.70%	36.90%	+2.05%	+19.20%	+5.36%
Desde o Lançamento*	+50.74%	20.00% / 48.80%	23.80%	22.10%	+4.32%	+42.89%	+7.80%

* Data de início: 15 de novembro de 2007 - SICAV do Luxemburgo. Para as ações (C) do Amundi Funds Absolute Volatility World Equities - IU, ações de Capitalização Institucionais. Intervalo de Volatilidade: Valores mais baixos/mais altos | Volatilidade Implícita Inicial/Final: valores iniciais/ finais observados no período da Volatilidade Implícita a 1 ano do Cabaz Global. A Volatilidade e o Rácio *Sharpe* baseiam-se nos retornos semanais.

Fontes: Amundi, Bloomberg, desempenho líquido em 30/12/11. O desempenho passado não representa uma previsão de futuros resultados nem constitui uma garantia de futuras rendibilidades.

Motor No. 3 - Afetação Geográfica: O terceiro motor tira partido da afetação geográfica da volatilidade entre os três índices. A afetação neutral é 50% aos EUA, 30% à Europa e 20% à Ásia; no entanto, estas percentagens podem ser aumentadas ou reduzidas com base no conjunto de oportunidades existente na altura.

Embora as estratégias de volatilidade tenham sido um pouco esquecidas nos períodos anteriores de subida dos mercados acionistas devido ao baixo potencial de retorno, o cenário mudou drasticamente devido às múltiplas crises ocorridas em 2008, 2010 e 2011. As gestoras de ativos, os gestores dos fundos de fundos e os investidores institucionais, em particular, são atualmente os investidores em volatilidade mais ativos. O enfoque está em suavizar o desempenho da carteira sem sacrificar as oportunidades de obtenção de retornos. A rendibilidade anualizada do fundo desde o lançamento (15/11/2007 - 30/12/2011) é de 10,42% (líquido de todas as comissões). Além disso, a correlação com a maior parte das principais classes de ativos é muito baixa, o que significa que a sua inclusão numa carteira mista representa diversificação e traz vantagens de descorrelação.

Disclaimer: A informação contida neste documento não constitui nem uma oferta de compra nem uma solicitação para vender um produto, e não deve ser considerada como uma solicitação ilegal ou como um conselho de investimento.

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



Topo

★★★★★ Ranking

Fundos

Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º JP Morgan Global Healthcare	26,28%	(6)
2º UBS Emerging Economies Latin American	18,67%	(4)
3º Morgan Stanley Emerging Markets Debt	17,04%	(4)
4º Schroder US Dollar Bond	9,44%	(4)
5º Morgan Stanley US Property	9,41%	(6)

Top 5 subscrições (semana de 2012/02/20 a 2012/02/24)

- 1º Morgan Stanley US Property
- 2º Schroders US Dollar Bond
- 3º Millennium Eurofinanceiras
- 4º Millennium Ações Portugal
- 5º BlackRock World Gold

As rendibilidades apresentadas foram atualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2012/02/24 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2012/02/24 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 efetuado 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	
Ouro	25,49%	Banca	-37,81%
Brent	12,67%	PSI20	-29,84%
Dow Jones	7,58%	Telecomunicações	-24,63%
Value Growth US	5,93%	Value Growth EU	-22,68%
S&P 500	4,57%	IBEX35	-19,91%

Top 5 negociação (semana de 2012/02/20 a 2012/02/24)

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

Fonte: Millennium bcp

Topo 

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, direta ou indiretamente, 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 efetuar 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 retificação ao sentido original da recomendação de investimento, efetuará 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 efetuada e remetida com periodicidade semanal via e-mail para os Clientes do site do Millennium bcp selecionados. Todas as recomendações aqui apresentadas encontram-se devidamente identificadas pela Entidade responsável da sua divulgação - Millennium bcp Gestão de Ativos - 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, atualizamos as nossas valorizações entre 6 e 18 meses.

10 - O Millennium bcp proíbe os seus analistas e os membros dos respetivos agregados familiares ou situações legalmente equiparadas de deterem ações 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, refletem 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 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. (atualmente 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. (atualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "Coleader", da operação de aumento de capital do BES, realizada em abril 2009.

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

Recomendação	jan-12	dez-11	set-11	jun-11	mar-11	dez-10	jun-10	jan-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05	dez-04
Comprar	71%	68%	93%	76%	79%	79%	77%	78%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	4%	11%	0%	14%	14%	7%	7%	4%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	7%	7%	0%	0%	4%	4%	3%	0%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	14%	14%	7%	10%	4%	11%	13%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	-3.1%	-6.7%	-20%	-6%	2%	7%	-11%	-6%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5,325	5,494	5,891	7,324	7,753	7,588	7,066	7,927	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 ação ou omissão, nem sustentar qualquer operação, nem ainda substituir qualquer julgamento próprio dos seus destinatários, sendo estes, por isso, inteiramente responsáveis pelos atos 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 exatidão, veracidade, validade e atualidade do conteúdo informativo que compõe este relatório, pelo que o mesmo deverá ser sempre devidamente analisado, avaliado e atestado pelos respetivos 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, direta ou indiretamente 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 suscetíveis 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 coletiva 501 525 882.

Estamos em processo de adoção do Novo Acordo Ortográfico.

www.millenniumbcp.pt

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

Atendimento telefónico personalizado 24 horas