



Mercados

- Guerras cambiais
- Análise de Mercados e Perspetivas
- Empresas e Setores
- Recomendações e Price Targets
- Serviço de Alertas



Esta semana...

- **Situação na Europa: mudou tudo sem ter mudado nada**
... os dividendos representam uma parcela maior dos retornos totais na região do que noutros mercados. Felizmente, os dividendos na Europa são dos mais generosos em todo o mundo.

Mais 



Ranking

- Fundos
- Certificados



Trader Plus

Para si que é Investidor,
temos o Preçário certo!

Visite a área de Bolsa do site do Millennium bcp



Mercados

Guerras cambiais

Guerras quê???

"O mundo está numa guerra cambial". Esta declaração de Guido Mantega, Ministro das Finanças brasileiro, granjeou-lhe notoriedade global por evidenciar a natureza "bélica" das políticas monetárias prosseguidas pela generalidade das principais economias. Mas o que significa belicismo da política monetária? Pode a taxa de câmbio ser um instrumento de agressão? As guerras cambiais, que não são de hoje, consistem na manipulação da moeda de um país por forma a forçar uma vantagem face aos parceiros comerciais. Esta estirpe de guerra tende a ocorrer em contextos económicos e financeiros conturbados, como aquele que vigora desde 2008. Nestas situações, a política económica perde eficácia na reanimação da atividade doméstica, pelo que as autoridades de alguns países, frequentemente acossadas por pressões sociais, tentam gerar por via externa o crescimento que a letargia interna não produz.

A mecânica deste tipo de ofensiva assenta na desvalorização competitiva da moeda, tendo em vista tornar os produtos nacionais mais baratos no exterior e os produtos estrangeiros mais caros internamente. Tal estratégia promove as exportações e produz o efeito contrário nas importações; a atividade doméstica sai duplamente estimulada e o emprego recupera. O caráter bélico desta estratégia resulta do facto da vantagem competitiva advinda da manipulação cambial exercer um efeito simétrico na competitividade dos parceiros comerciais. Mas como escreveu Clausewitz, o historiador e teorizador militar prussiano, "a guerra é a condução da política por outros meios", a que se recorre quando todas as outras alavancas falham e a situação se deteriora. Foi isso que fez Roosevelt no *climax* da Grande Depressão, ao suspender a convertibilidade do dólar em ouro, dessa forma, provocando uma desvalorização competitiva, nomeadamente contra a então dominante libra esterlina. Este evento foi, segundo a ortodoxia, decisivo para o início da reabilitação da economia dos EUA em 1933. É esta interpretação, ainda popular entre Banqueiros Centrais e Governantes, que inspira as guerras cambiais que Mantega refere. Mas será a manipulação cambial eficaz a promover o bem-estar?

Desvalorização cambial: míssil ou boomerang?

Como qualquer ato de agressão, as guerras cambiais suscitam nas "vítimas" sentimentos e reações retaliatórias. Por essa razão é crucial preparar o ataque de modo dissimulado para minimizar a capacidade do "inimigo" ripostar. Esta tática, que corporiza o postulado de Sun Tzu para quem a arte da guerra se baseia na dissimulação, foi também a marca de água dos grandes estrategas militares, desde César a Napoleão. Na prática, porém, as guerras cambiais tendem a provocar uma escalada das

hostilidades que por vezes transcendem a simples manipulação cambial. Tarifas aduaneiras, embargos comerciais e mesmo intervenções militares, amiúde integram o arsenal. Mas a maior perversão das guerras cambiais reside no facto do principal prejudicado ser a população do instigador original.

Desde logo porque uma desvalorização competitiva implica a perda de poder de compra da moeda, com prejuízo para os seus utilizadores, ou seja os cidadãos nacionais.

Por outro lado, o aporte de competitividade gerado pela desvalorização cambial resulta exclusivamente da perda de bem-estar dos trabalhadores que vêm o seu salário real reduzido pelo encarecimento da componente importada do custo de vida. Acontece que os ganhos de competitividade se esfumam assim que os trabalhadores, apercebendo-se dos efeitos inflacionistas da desvalorização competitiva, exigem aumentos salariais. A este respeito é útil relembrar que as convulsões sociais, como a primavera Árabe ou a contestação que levou ao Massacre de Tiananmen, normalmente resultam do aumento abrupto do custo de vida. Daqui se conclui que desvalorizações competitivas não são mísseis apontados à economia dos parceiros comerciais, mas *boomerangs* que retornam com intensidade redobrada contra quem os arremessou. Tal conclusão é confirmada pela evidência gráfica disposta em baixo.

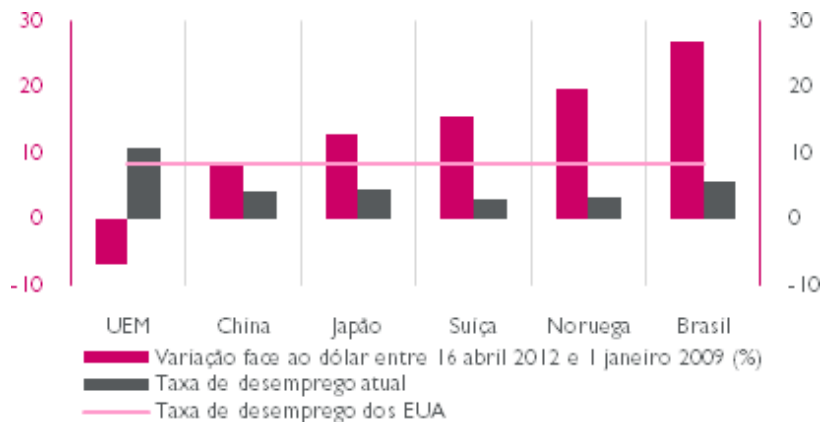
Vencedores e vencidos

O ingrediente principal das guerras cambiais é a credibilidade, pelo que só países "sérios" podem lançar ofensivas cambiais. O problema é que a política sistemática de depreciação implica uma expansão monetária que torna o agressor vulnerável a uma perda súbita de confiança. Em resultado, quanto mais o conflito durar, maior o custo económico de um armistício. O corolário, inesperado, sem dúvida, reza que ganha a guerra cambial quem primeiro desistir, já que isso implica estabelecer um sistema monetário sólido. Curiosamente, estão mais perto da vitória os países detentores das moedas periféricas, por serem as com endividamento menos patológico. A estas bastaria uma retirada coordenada do sistema monetário vigente para condenar as moedas hegemónicas: dólar, euro e iene. Tal sugestão pode parecer excêntrica, mas só para quem escolher ignorar a história da ascensão e queda do poder económico, da qual a marcha inexorável em curso do *renmimbi* poderá ser o próximo capítulo.

Moedas mais fracas não geram competitividade



Moedas mais fortes protegem o emprego



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 Brito
Responsável pelo Research Mercados Financeiros do Millennium bcp

Análise de Mercados e Perspetivas

Os principais índices bolsistas internacionais estiveram condicionados na semana passada pela incerteza política na Grécia, depois de nenhum partido ter conseguido a maioria absoluta nas eleições e de ainda não se ter conseguido alcançar uma coligação.

As expectativas de uma potencial crise do setor bancário espanhol também penalizaram o sentimento de mercado, receios que aliviaram após ter sido anunciada a nacionalização do Bankia e do Governo espanhol ter aumentado em 30 mil milhões EUR as provisões exigidas ao setor para fazer face a perdas relacionadas com empréstimos imobiliários.

Estas notícias contribuíram para uma recuperação de última hora entre as bolsas europeias, com o EUROSTOXX a subir 0,1% e o DAX 0,3%.

Por seu lado, os norte-americanos S&P500 e DOW JONES caíram 1,2% e 1,7% respetivamente, deprimidos pela notícia do JP Morgan de que incorreu em perdas de *trading* no montante de \$2 mil milhões.

O socialista François Hollande foi eleito Presidente de França, substituindo Nicolas Sarkozy, e na Grécia as eleições foram inconclusivas.

Os dois maiores partidos gregos não conseguiram reunir os votos necessários para a formação de uma coligação, com os gregos a penalizarem os partidos pró Europa e a beneficiar os partidos anti austeridade.

As conversações entre os líderes políticos gregos decorreram ao longo da semana, não obstante ainda sem sucesso.

A Comissão Europeia reiterou que antecipa uma contração de 0,3% da economia europeia este ano, mantendo-se os riscos ao crescimento económico da região.

A Grécia deverá registar a maior contração (-4,7% este ano), com destaque ainda para a economia portuguesa (-3,3%), espanhola (-1,8%) e italiana (-1,4%).

Em 2013, a zona euro deverá retomar o crescimento, com um crescimento esperado de 1% do PIB.

O Banco de Inglaterra deixou a taxa diretora nos 0,5%, sem surpresas para o mercado, e manteve o montante do programa de compra de obrigações nos £ 325 mil milhões, terminando assim o segundo programa de estímulo à economia.

O Banco Central mostrou-se preocupado com a possibilidade da elevada inflação poder contribuir para uma recessão prolongada.

As previsões da consultora Centre for Economics & Business Research apontam para que a taxa de desemprego do Reino Unido continue a crescer ao longo dos próximos cinco anos, devido aos cortes fiscais no país.

Em Londres, a taxa de desemprego, que agora está nos 10,3%, deverá atingir os 10,7% em 2013 e permanecer nesses níveis até 2016.

A última semana foi calma em termos macroeconómicos, tanto na Europa como nos EUA.

A Balança Comercial apresentou um saldo bastante mais positivo que o esperado na Alemanha (março) e na China (abril) e um défice mais acentuado que o antecipado nos Estados Unidos (março).

Ainda nos EUA, o número de Pedidos de Subsídio de Desemprego foi inferior ao antecipado pelos analistas e o valor preliminar do Índice de Confiança dos Consumidores medido pela Universidade de Michigan avançou de modo inesperado em maio para o valor mais elevado dos últimos quatro anos.

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 

Empresas e Setores

O índice nacional PSI20 avançou 0,3% para os 5179 pontos, suportado pela Portugal Telecom (+4,3%) e pela EDP Renováveis (+5,5%), empresa que também liderou as subidas percentuais.

Pela negativa destaque para a EDP (-4,1%), que liderou as perdas percentuais e deu a pior contribuição para o PSI20, na semana em que descontou o pagamento de um dividendo de 0,185 EUR

por ação.

Empresa	Tipo de Risco	Preço (Eur)	Preço Alvo final 2012 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	0,57	1,60	181%
BPI	Alto	0,41	0,95	129%
Sonae	Médio	0,41	0,92	124%
Telefónica	Médio	11,17	21,00	88%
Novabase	Alto	2,16	4,00	85%

Preço de Fecho de 11/05/2012

Semapa

Manter, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 5,75 EUR

Reiniciámos a cobertura da Semapa com um Preço Alvo de 5,75 EUR por ação, para o fim de 2012, com uma recomendação de Manter, Risco Médio.

Passámos a considerar a aquisição da participação da CRH na Secil (49%) e de 50% da brasileira Supremo Cimentos, incluímos a revisão mais recente da Portucel, atualizámos as estimativas para a Secil e aumentámos o "risco país" na perpetuidade para os negócios de cimento em Portugal, Líbano e Angola.

A aquisição da participação da CRH na Secil pela Semapa será realizada em 15 de maio, ao preço estabelecido de 574,28 milhões EUR.

Esta aquisição, juntamente com a revisão das estimativas da Portucel e Secil, impactaram negativamente a nossa avaliação em 1,80 EUR.

Para já, considerámos a aquisição de 50% da Supremo Cimentos sem impacto na avaliação.

Aumentámos o prêmio de "risco país" na perpetuidade para o negócio do cimento em Portugal, Líbano e Angola.

Este agravamento do "risco país" teve um impacto negativo de 1,25 EUR no nosso Preço Alvo.

Os resultados operacionais (EBITDA) no 1º trimestre de 2012 deverão ter ficado 5,7% abaixo em termos homólogos, essencialmente por razão da queda na Portucel e apesar de alguma recuperação de margem na Secil.

Os proveitos poderão ter vindo 4% abaixo em termos homólogos também por via da queda na Portucel.

No negócio do cimento, a situação na Tunísia poderá ainda trazer surpresas positivas em 2012, enquanto a procura doméstica em Angola poderá continuar a evoluir favoravelmente.

Os custos financeiros líquidos deverão ter caído cerca de 20% em termos homólogos, mais por ausência de custos não recorrentes ocorridos no 1º trimestre de 2011, mas também por via da redução da dívida na Portucel e Secil.

A Dívida Líquida sobre EBITDA pode chegar perto de 3,3 x no fim de 2012 e voltar a baixar para 2,6x no fim de 2013, um nível de endividamento que comparar favoravelmente com as empresas dos sectores do cimento e pasta e papel.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

BPI

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,95 EUR

O BPI agendou a Assembleia Geral Anual para dia 31 maio.

Dos vários pontos da agenda, destacamos:

- (i) o pedido de autorização para suprimir o direito de preferência dos acionistas em futuros aumentos de capital com o objetivo de permitir a entrada do Estado no seu capital caso a dívida em que o Estado Português possa vir a ser titular seja convertida em capital;
- (ii) supressão do valor nominal das ações;
- (iii) autorizar o CA para poder deliberar sobre aumentos de capital em *cash*.

Impacto: neutral.

Na nossa opinião, este é apenas um primeiro passo dado pelo BPI no sentido de agilizar eventuais medidas que venham a ser tomadas no sentido de aumentar o seu capital, quer seja via emissão de obrigações contingentes (CoCo's) quer seja através de um aumento de capital em *cash*.

Segundo as nossas estimativas, o BPI necessita de cerca de mil milhões EUR para fazer face às necessidades de capital definidas pela EBA (9% de *Core Tier 1*), que deverão ser conseguidos através da emissão de CoCo's.

A portaria que regula este tipo de instrumentos ainda não foi promulgada.

Rita Silva
Analista Ações
Millennium investment banking

EDP Renováveis

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 5,30 EUR

A EDP Renováveis apresentou os resultados do 1º trimestre.

De uma forma geral, os resultados vieram ligeiramente acima das nossas expectativas.

O EBITDA veio 3% acima do que esperávamos (devido a maiores preços, uma vez que os custos operacionais vieram em linha) e o resultado líquido veio 4% acima das nossas expectativas.

A margem bruta subiu 22% face ao trimestre homólogo, tendo sido impulsionada pelo aumento da produção (+18% face ao trimestre homólogo) e também por maiores preços (+4% face ao trimestre homólogo).

A margem veio 2% acima das nossas estimativas, na medida em que estávamos menos otimistas relativamente aos preços.

O EBITDA cresceu 20% face ao período homólogo, vindo acima das nossas estimativas em todos os países/geografias.

O Resultado líquido aumentou 27% face ao período homólogo, beneficiando de um menor nível de depreciações e amortizações (-4% face ao período homólogo devido ao facto de a empresa só ter aumentado o período de vida útil das turbinas de 20 para 25 anos no 2º trimestre do ano passado), mas ao mesmo tempo sendo penalizado por maiores custos financeiros (devido ao aumento da dívida).

Para mais informação, por favor consulte o nosso *Snapshot: EDPR - 1Q12 - Earnings slightly higher than our expectations*.

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

Galp

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 18,30 EUR

A Galp aprovou em Assembleia Geral um dividendo de 0,20 EUR por ação, relativo ao exercício de 2011.

Os títulos da petrolífera transacionam sem direito a dividendo a partir de 21 de maio, inclusive.

A Galp comunicou que assinou um acordo com a ENI para adquirir as participações detidas pela ENI na Setgás (participação de 21,9%) e na Lusitânia Gás (participação de 10,6%), sendo 40,5 milhões EUR o montante envolvido nesta operação.

Ambas as empresas são empresas concessionárias de distribuição de gás natural (atividade regulada) a primeira na região Sul e a segunda no Litoral Centro.

Após esta aquisição, a Galp fica com 66,9% da Setgás e 96,3% da Lusitânia Gás.

Esta operação ainda está sujeita à aprovação das autoridades.

Relembramos que recentemente a empresa ponderou vender parte das atividades de gás regulada para financiar o seu plano de investimentos.

Contudo esta opção de venda de participações minoritárias ficou para trás muito devido ao aumento de capital na subsidiária do Brasil, que lhe permitiu angariar fundos para financiamento das atividades de Exploração e Produção.

O reforço destas atividades é claramente um sinal de que estas atividades de cariz mais regulado continuam a ser interessantes.

Na nossa avaliação, não temos avaliações em separado para as empresas distribuidoras, avaliando as atividades reguladas de gás como um todo.

Estas atividades têm um peso não muito significativo na nossa avaliação, representado somente cerca de 5,56% do valor da empresa.

Jerónimo Martins

Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 15,85 EUR

Com base nos resultados do 1º trimestre e os efeitos de uma maior agressividade comercial do Pingo Doce, atualizámos as estimativas e a avaliação da Jerónimo Martins, tendo sido revisto em ligeira baixa o Preço Alvo para o final de 2012 de 16,30 EUR para 15,85 EUR, mantendo a recomendação de Compra (Risco Médio).

A revisão das estimativas de Portugal teve um impacto negativo de 0,30 EUR na avaliação, refletindo a revisão em baixa da margem operacional de 6,6% para 5,8%, devido aos custos associados à maior agressividade comercial do Pingo Doce.

A campanha de descontos realizada no feriado de 01 de maio revelou uma postura mais agressiva por parte da JM em Portugal, tendo como objetivo dinamizar as vendas, as quais tinham recuado para terreno negativo numa base comparável.

Face à degradação do ambiente macro, esperamos que as empresas de retalho mantenham uma postura mais agressiva, o que irá levar a um reforço da quota de mercado dos principais retalhistas (Sonae e JM) e a uma queda generalizada das margens operacionais.

Na Polónia, o efeito positivo da ligeira revisão em alta da margem de 8,1% para 8,2% foi anulada pelo ajustamento da sazonalidade de abertura de lojas (refira-se que mantivemos inalterada a estimativa de abertura de 250 lojas e taxa de crescimento de 10% das vendas em base comparável), o que teve um efeito negativo de 0,15 EUR na avaliação da JM.

Recorde-se que ainda não temos incluído na nossa avaliação o negócio na Colômbia (aguardamos mais detalhes da operação, que deverão ser divulgados na apresentação dos resultados do 1º trimestre), embora tenhamos feito uma simulação da avaliação do negócio, o qual levaria a uma revisão do preço alvo da JM para os 17,70 EUR.

Em termos globais, mantemos a nossa confiança na empresa, aliando um modelo de negócio consistente com uma gestão criteriosa de custos e de dívida, além de uma forte geração de *cash flow*.

O perfil da empresa assume-se cada vez mais como empresa de mercados emergentes, beneficiando da reduzida exposição a Portugal.

A JM irá apresentar os resultados do 2º trimestre de 2012 no dia 25 de julho antes da abertura do mercado.

Para mais informação por favor consulte o nosso *Snapshot: Jerónimo Martins - Bullet proof to war prices in Portugal - Buy, Medium Risk (Target YE12: 15,85 EUR)*.

João Flores
Analista de Ações
Millennium investment banking

Novabase

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 4,00 EUR

A Novabase divulgou os resultados do 1º trimestre de 2012.

Os resultados revelaram pressão intensa sobre as receitas, mas o EBITDA veio bastante acima das nossas expectativas.

As receitas operacionais atingiram os 53,7 milhões EUR no ano, caindo 9,5% em relação ao período homólogo devido à quebra da venda de produtos em Portugal.

O EBITDA foi de 5,3 milhões EUR no ano; a margem EBITDA foi de 9,8% avançando 1,6% face ao ano anterior.

A boa *performance* a nível do EBITDA é resultado da reestruturação do negócio em Portugal feita no final do ano passado.

O resultado líquido foi de 2,5 milhões EUR (+12% em relação a 1º trimestre de 2011) graças ao aumento do EBITDA.

O investimento em fundo de maneio reduziu-se no trimestre e a posição de *net cash* aumentou para 17,1 milhões EUR.

A equipa de gestão está confiante relativamente ao 2º trimestre, mas afirma que visibilidade em relação ao 2º semestre ainda é baixa.

A empresa reiterou o *guidance* para 2012.

A equipa de gestão não tem dúvidas que vão alcançar o *guidance* de EBITDA; o *guidance* de receitas é um desafio, mas é atingível.

Em resumo, os resultados deixam-nos confortáveis relativamente às nossas estimativas e por isso mantemos o nosso Preço Alvo e recomendação para a Novabase.

Para mais informação, por favor consulte o nosso *Snapshot: Novabase - 1Q12 Earnings Comment - Pressured topline, but positive EBITDA* de 09/05/2012.

Alexandra Delgado, CFA
Millennium investment banking

Zon Multimédia

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

A Zon Multimédia anunciou os resultados do 1º trimestre.

Tanto as receitas como o resultado operacional (EBITDA) vieram em linha com as nossas estimativas.

As receitas em Portugal caíram 3% no trimestre para os 207,8 milhões EUR.

As receitas de TV por subscrição, Internet e Voz caíram 1,9% no trimestre, melhor que no trimestre anterior (-2,8%) e suportadas pelo *switch off* analógico.

As receitas do cinema caíram 13,7% no trimestre (devido a ambiente macroeconómico e menos filmes *blockbuster*) e as receitas do segmento audiovisual estiveram estáveis (+0.5%).

A evolução do número de clientes no trimestre foi positiva, impactada pelo desligamento do sinal analógico.

A Zon adicionou 20 mil novos clientes de TV por subscrição, 9 mil novos clientes de Banda Larga e 38 mil clientes de Voz fixa.

A receita média mensal por cliente (ARPU) desceu 2,2% face ao período homólogo, devido à adesão a pacotes de serviços de gama mais baixa (*switch-off*).

O EBITDA em Portugal atingiu os 79,5 milhões EUR, o mesmo valor que no mesmo trimestre do ano passado.

A expansão da margem EBITDA (+1,1% para 38,3%) compensou a quebra das receitas.

A Zon começou a consolidar proporcionalmente a sua participação na Angolana Zap: receitas de 6,4 milhões EUR e EBITDA de 0,2 milhões EUR no trimestre.

A Zap atingiu *break even* no EBITDA em 1º trimestre 2012 após 18 meses de operação.

A contribuição para o resultado líquido foi menos 1,3 milhões EUR.

O *capex* no trimestre foi de 29,6 milhões EUR, em linha com o *guidance* para o ano.

A dívida líquida aumentou 7,1 milhões EUR, com o *cash flow* positivo de 16,3 milhões EUR a ser mais do que compensado pela consolidação proporcional da dívida líquida da Zap (23,4 milhões EUR).

Em resumo, as receitas em Portugal continuam pressionadas pelo ambiente macroeconómico difícil, mas o EBITDA mantém-se resiliente.

A evolução das receitas de *triple play* foi positiva devido ao impacto do *switchoff* analógico.

Angola gerou receitas superiores ao que tínhamos estimado e o EBITDA já é positivo.

Por último, verifica-se que a geração de *cash flow* está a aumentar, tal como esperávamos.

Para mais informação, por favor consulte o nosso *Snapshot: Zon - 1Q12 Earnings Highlights - Resilient domestic EBITDA* de 10/05/2012.

Alexandra Delgado, CFA
Millennium investment banking

Sonae Indústria

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 1,60 EUR

A Sonae Indústria (SI) divulgou os resultados do 1º trimestre de 2012.

Mantivemos as nossas estimativas e a nossa avaliação em 1,60 EUR por ação, para o final de 2012, com uma recomendação de Compra, Risco Alto.

No 1º trimestre de 2012, os resultados operacionais (EBITDA) vieram 26% acima da nossa estimativa e 76% acima em termos homólogos.

Face ao 4º trimestre 2011, o EBITDA recuperou do nível negativo de -2 milhões EUR para 30 milhões EUR.

O crescimento homólogo veio essencialmente suportado pela Europa Central e Península Ibérica.

O resto do mundo ainda mantém as melhores margens de EBITDA no grupo, mas a diferença para a Europa ficou reduzida com uma queda de 1,9 pp face ao período homólogo.

Os custos financeiros líquidos ficaram 25,6% acima em termos homólogos, principalmente por via do aumento médio das taxas de juro, apesar de alguma redução da dívida líquida (- EUR 18 milhões).

O fundo de maneiço foi reduzido em 13 milhões EUR face ao homólogo, apesar de um aumento sazonal de 7 milhões EUR face ao 4º trimestre de 2011.

O endividamento líquido poderá atingir as 7.3x de dívida líquida sobre EBITDA até ao final de 2012 e só deverá baixar até às 3x por volta de 2020.

Os níveis melhorados de eficiência ajudam a acelerar a redução da dívida, mas a alavancagem excessiva deverá permanecer ainda por muitos anos.

Mantemos a nossa visão de que um aumento de capital seria a melhor solução para uma empresa que continua a provar ser um bom investimento para os atuais e potenciais acionistas.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

Altri

Venda, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,85 EUR

A Altri divulgou os resultados do 1º trimestre de 2012.

Reduzimos o nosso Preço Alvo de 1,20 EUR por ação para 0,85 EUR, para o final de 2012, com uma recomendação de Venda, Risco Alto.

Atualizámos as nossas estimativas com base nos números divulgados, aumentámos o prémio de risco país e reduzimos o crescimento nominal na perpetuidade.

No 1º trimestre 2012, a margem EBITDA ficou 0,8 pp acima da nossa estimativa, mas o EBITDA veio 29% acima, essencialmente por via do desvio nos proveitos.

O EBITDA subiu 30% face ao trimestre anterior, apesar de ter caído 12% em termos homólogos por razão de uma forte subida de preços face ao 4º trimestre 2011, tanto na Europa como na Ásia.

A recuperação de 4,5 pp de margem face ao 4º trimestre 2011 também foi afetada pela maior eficiência de custos, enquanto a queda de preços homóloga foi a principal responsável pelo decréscimo de 2,4 pp na margem face ao 1º trimestre 2011.

Ainda em termos homólogos, o volume de vendas aumentou 22%.

Esperamos a continuação da recuperação nos preços da celulose até ao 3º trimestre de 2012 e uma inversão provável de tendência já durante o 4º quadrimestre de 2012.

A nossa revisão de estimativas produziu um impacto positivo de 0,10 EUR no nosso Preço Alvo.

Atualizámos alguns parâmetros do custo de capital, nomeadamente as taxas soberanas de Portugal e Alemanha, com resultado no aumento do prémio de risco país (+2% no período explícito e +1% na perpetuidade) e reduzimos a estimativa de inflação para a perpetuidade de 2% para 1,5%.

Estas mudanças produziram um impacto negativo de 0,45 EUR por ação no nosso Preço Alvo.

A dívida líquida sobre EBITDA poderá chegar perto das 5,85x no final de 2012 e poderá cair para 3,3x até ao final de 2016, o que compara desfavoravelmente com a média do setor.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

Mota-Engil

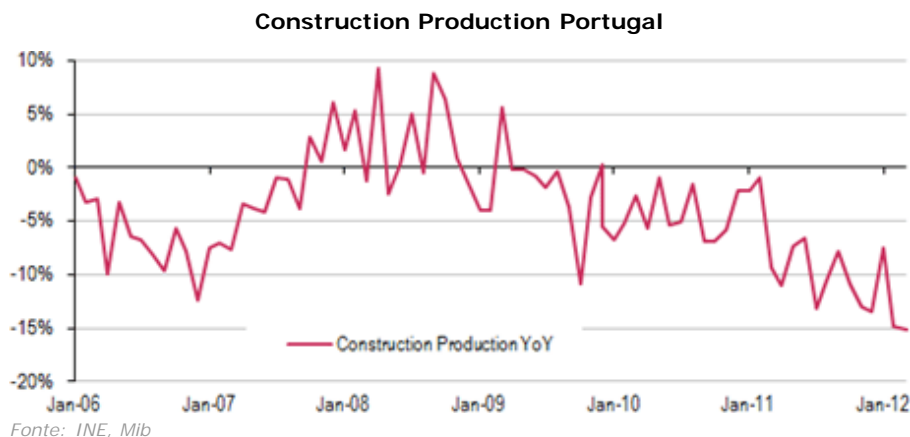
Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 1,45 EUR

O INE divulgou o índice de Construção em Portugal, referente a março, o qual registou uma variação homóloga de -15,2%; sendo a variação homóloga negativa mais importante nos últimos 6 anos.

Apesar da forte variação negativa, o índice mostra alguma resiliência nos níveis atuais, com uma ligeira variação positiva em termos sequenciais apesar do valor de março, ser o segundo mais baixo, sendo que o valor de fevereiro registou o valor mais baixo do índice, cuja base é 100 em 2005.

Recordamos que as nossas estimativas para a atividade de Construção da Mota-Engil em Portugal são para uma queda de 15% em 2012 e 2013.

Ou seja, os valores atuais tranquilizam-nos nas nossas estimativas, ainda que se houver alguma recuperação na segunda parte do ano poderá indiciar uma variação no ano superior aos -15%.



António Seladas, CFA
Millennium investment banking

EDP

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 2,90 EUR

A EDP publicou os resultados do 1º trimestre.

De uma forma geral, consideramos que estes resultados não trouxeram grandes surpresas.

O EBITDA desceu cerca de 3% face ao período homólogo, vindo 2% acima das nossas estimativas, muito devido a custos operacionais mais baixos, uma vez que a margem bruta veio ligeiramente abaixo das nossas estimativas.

Por atividades, o EBITDA beneficiou de uma boa *performance* por parte das atividades de energia eólica, que acabou por ser totalmente anulada por uma pior *performance* de todas as outras áreas, principalmente das atividades liberalizadas que foram penalizadas por margens mais baixas.

A dívida permaneceu estável face ao valor que a empresa apresentou no final do ano e os investimentos desceram cerca de 17% face ao período homólogo, devido sobretudo ao abrandamento de investimento nas atividades eólicas, como já era esperado.

O resultado líquido desceu cerca de 2% face ao período homólogo (vindo 19% acima das nossas estimativas), beneficiando de menores impostos (eventos de carácter não recorrente), mas sendo penalizado por um maior valor dos interesses minoritários (devido sobretudo à redução da participação nas Energias do Brasil em julho de 2011, que passou de 64,8% para 51%).

Para mais informação, por favor consulte o nosso *Snapshot: EDP - 1Q12 Earnings Highlights - Liberalized activities still under pressure* de 10/05/2012.

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

Media Capital

Sem Recomendação Preço Alvo final de 2012 2,10 EUR

A Media Capital apresentou os resultados do 1º trimestre, tendo refletido tanto a queda do mercado publicitário como a contração dos diversos mercados em que atua.

As receitas recuaram 25% YoY para os 40 milhões EUR (abaixo dos esperados 43,2 milhões EUR) enquanto que os custos caíram 23% YoY, refletindo medidas de corte de custos a par de redução de atividade, pelo que os resultados operacionais recuaram mais do que era esperado para os 4,2 milhões EUR (4,7 milhões EUR esperado).

Apesar da empresa ter ganho quota de mercado na publicidade, é de destacar a forte queda da publicidade na TV de 22% YoY.

Para mais informação por favor consulte *Snapshot: Media Capital - 1Q12 Earnings Comment - Strong decline in costs helped operational numbers YE12 Price Target: 2,10 EUR.*

João Flores
Analista de Ações
Millennium investment banking

Cofina

Compra, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,49 EUR

A Cofina apresentou os resultados do 1º trimestre.

As receitas registaram uma queda de queda de 11% YoY para os 26,4 milhões EUR (abaixo dos esperados 27,3 milhões EUR) enquanto que os custos recuaram a um ritmo menor (-8% YoY) apesar das medidas de corte de custos, pelo que os resultados operacionais ficaram abaixo das nossas estimativas (3,2 milhões EUR vs esperado 3,8 milhões EUR).

Destacamos o acentuar do ritmo de queda das receitas de publicidade e de circulação (segmento de jornais surpreendeu com queda de 5% YoY nas receitas de circulação) refletindo um ambiente macro particularmente adverso, pelo que existe o risco de uma degradação mais forte das margens.

Abaixo da linha operacional, as depreciações, encargos financeiros e taxa de imposto foram inferiores ao esperado, pelo que os resultados líquidos atingiram os 0,3 milhões EUR (acima do esperado prejuízo de 0,3 milhões EUR).

Para mais informação, por favor consulte o *Snapshot: Cofina - 1Q12 Earnings Comment-Starting negative trend in newspapers circulation? YE12 Price Target: 0,49 EUR Buy (High Risk).*

João Flores
Analista de Ações
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)
UBS	18-04-2012	Sell	0,11
BPI	19-03-2012	Hold	0,18
BBVA	05-03-2012	Underperform	0,15
Nomura	28-02-2012	Reduce	0,12
Macquarie	24-02-2012	Underperform	0,09
BESI	24-01-2012	Neutral	0,18
KBW	10-01-2012	Underperform	0,15
JP Morgan	15-12-2011	Underweight	0,12
Caixa BI	13-12-2011	Buy	0,40

Portugal

Título	Último Preço* (Eur)	Preço Alvo final '12 (Eur)	Potencial Valorização	Recomendação	Risco	Analista de Ações
BCP ¹	0,10	-	-	-	-	-
BES ³	0,64	-	-	-	-	Rita Silva; António Seladas, CFA
BPI	0,41	0,95	129%	Compra	Alto	Rita Silva; António Seladas, CFA
Portugal Telecom	4,19	6,30	50%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Zon Multimédia	2,55	3,05	20%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Sonaecom	1,25	2,00	60%	Compra	Alto	Alexandra Delgado, CFA
Impresa	0,31	0,31	-1%	Reduzir	Alto	João Flores
Media Capital ²	1,37	2,10	53%	-	-	João Flores
Cofina	0,37	0,49	32%	Compra	Alto	João Flores
Novabase	2,16	4,00	85%	Compra	Alto	Alexandra Delgado, CFA
EDP	2,10	2,90	38%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
EDP Renováveis	3,52	5,30	51%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
REN	2,00	2,40	20%	Compra	Baixo	João Mateus/Vanda Mesquita
Brisa ³	2,59	-	-	-	-	António Seladas, CFA
Sonae	0,41	0,92	124%	Compra	Médio	João Flores
Semapa	5,51	5,75	4%	Manter	Médio	João Mateus
Sonae Capital	0,20	0,23	15%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Jerónimo Martins	14,01	15,85	13%	Compra	Médio	João Flores
Sonae Industria	0,57	1,60	181%	Compra	Alto	João Mateus
Altri	1,10	0,85	-22%	Venda	Alto	João Mateus
Portucel	1,90	2,25	18%	Compra	Médio	João Mateus
Cimpor ³	5,49	-	-	-	-	João Mateus
Mota-Engil	1,23	1,45	18%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Galp Energia	10,96	18,30	67%	Compra	Alto	Vanda Mesquita

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Restrito

*Valores à data de 11/05/2012

Europa

Empresa	Revisão	De (EUR)	Para (EUR)	Recomendação
BAP Paribas	Preço Alvo	41,00	44,00	JP Morgan
Swiss Re	Preço Alvo	66,00	68,00	JP Morgan
Lafarge	Preço Alvo		37,00	Citigroup
Lafarge	Recomendação	Neutral	Buy	Citigroup
Unicredit	Preço Alvo	5,60	5,40	UBS
Intesa Sanpaolo	Preço Alvo	2,00	1,90	UBS
Intesa Sanpaolo	Recomendação		Buy	UBS

Banco Popolare	Recomendação		Neutral	UBS
Banco Popolare	Preço Alvo	1,60	1,28	UBS
BNP Paribas	Recomendação		Buy	Natixis
BNP Paribas	Preço Alvo	41,00	40,00	Natixis
Roche	Recomendação		Buy	Natixis
Roche	Preço Alvo	200,00	195,00	Natixis
Alstom	Recomendação		Buy	Natixis
Alstom	Preço Alvo	39,00	37,00	Natixis
Veolia Environnement	Recomendação		Neutral	Exane BNP
Veolia Environnement	Preço Alvo	14,00	13,70	Exane BNP
Veolia Environnement	Recomendação		Neutral	Goldman Sachs
Veolia Environnement	Preço Alvo	14,00	13,70	Goldman Sachs
EDF	Preço Alvo	21,00	18,00	Natixis
EDF	Recomendação		Neutral	Natixis

Fonte: Millennium investment banking

Topo 



Esta semana...

Situação na Europa: mudou tudo sem ter mudado nada

As recentes eleições na Grécia despertaram mais uma vez o espectro da eventual saída deste país da zona euro. A última vez que se aventou esta possibilidade de forma realista foi em novembro do ano passado, quando o então Primeiro-ministro, George Papandreou, propôs um referendo sobre as medidas de austeridade exigidas pela *Troika* (UE / FMI / BCE).

Nessa altura, o referendo ameaçava desencadear uma corrida aos bancos na Grécia, para além de existir o risco de os eleitores votarem contra essas medidas. Nos dois anos anteriores, já tinha havido levantamentos substanciais, e se os gregos começassem a acalentar dúvidas sobre resultado do referendo e levantassem os seus depósitos como medida de precaução, para evitar a aplicação de medidas regulatórias sobre os capitais ou o congelamento de contas bancárias, essa corrida poderia tornar-se imparável.

Após o cancelamento do referendo, tudo indicava que a Grécia iria pelo menos tentar cumprir os termos do segundo resgate. Apesar de o Governo não ter sido capaz de cumprir todos os objetivos, era provável que a *Troika* continuasse a prestar-lhe apoio, desde que notasse esforço e boa fé da parte do mesmo. Nesta altura, é provável que a Grécia tenha de ir novamente a votos já no próximo mês, e é possível que todo este processo termine com retirada do país da União Monetária, por vontade própria ou por imposição desta.

Embora as sondagens indiquem que a maioria dos cidadãos deseja permanecer na zona euro, das próximas eleições poderá resultar um governo composto por partidos que se manifestam contrários aos acordos existentes. Estamos em crer que a *Troika* não dará mostras de grande flexibilidade na questão da renegociação do segundo resgate da Grécia, e será a resposta do Governo grego relativamente a este ponto que irá determinar o futuro do país. É provável que as consequências de uma saída da Grécia sejam muito piores para este país do que para a Europa, mas serão muito graves para ambas as partes, seja como for. Por esta razão, estamos em crer que, em última análise, será encontrada uma forma de manter a Grécia no euro, embora a probabilidade de isso acontecer seja menor neste momento do que era há uma semana.

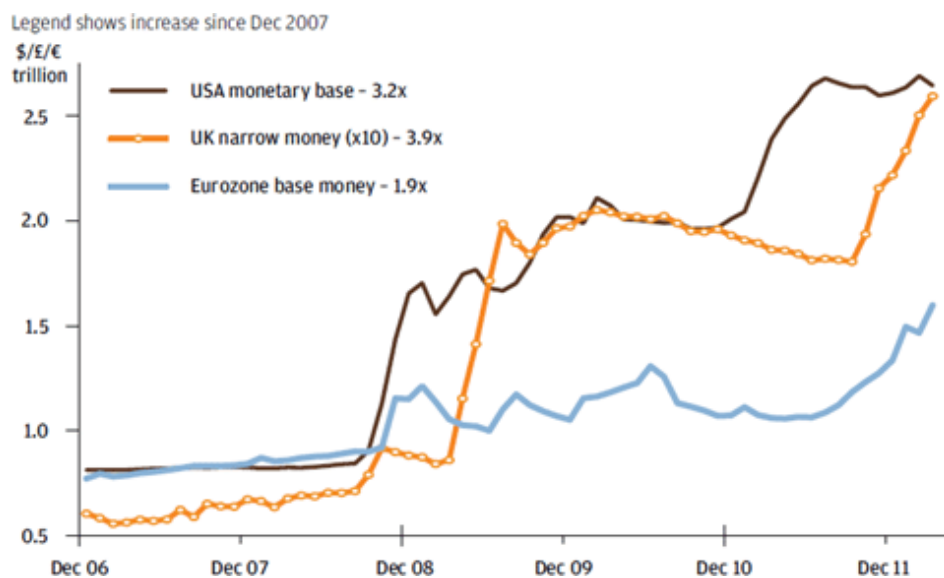
Se assumirmos que o mais recente surto da crise da zona euro foi superado, como é que poderemos encarar as perspetivas financeiras dos investidores? Ao fazer esta pergunta, não pretendemos dar a entender que a zona euro não irá continuar, nos próximos anos, a debater-se com as contradições inerentes ao seu projeto, como, por exemplo, o excessivo endividamento público e as disparidades a nível de competitividade. No entanto, estamos em crer que a fase "existencial" da crise, que implica a própria sobrevivência do euro, vai passar. Se esta visão estiver correta, aos investidores põe-se o desafio de conseguirem escolher os ativos que ofereçam um retorno razoável e ajustado ao risco assumido, numa altura em que o mercado está distorcido pelos resultados das medidas aplicadas pelo Banco Central e pelo Governo com o objetivo de gerir as consequências da crise generalizada.

As soluções para os problemas da zona euro são simples mas de difícil aplicação. Tal como fica patente na situação da Espanha e da Itália, os países têm de reduzir o défice orçamental e reformar a economia, mas não há garantia de que isso irá suceder. Os que falharem irão debater-se com o aumento dos custos da dívida e poderão entrar em incumprimento. A medida que cada país progredir

ou regredir, os rendimentos irão subir e descer da mesma forma, refletindo a perceção do grau de risco.

A maior preocupação para os investidores reside no desconhecimento dos efeitos secundários involuntários inerentes à intervenção do Banco Central, a qual tem consistido em manter as taxas a níveis extremamente baixos e injetar grandes quantidades de dinheiro no sistema bancário. A inflação não constitui a nossa principal preocupação. A maior parte dos países desenvolvidos tem conseguido conter a inflação subjacente, e a zona euro ainda apresenta um fraco crescimento do crédito, apesar dos mil biliões EUR concedidos pelo BCE em operações de refinanciamento a longo prazo (LTRO).

O crédito barato, porém, acaba por fazer com que o dinheiro seja investido de forma indevida, como aconteceu a alguns governos europeus, que conseguiram obter crédito às mesmas taxas que a Alemanha, embora tivessem as finanças em muito pior estado. Os Bancos Centrais tencionam descontinuar este tipo de estímulo e normalizar as taxas de juro o mais rapidamente possível, mas entretanto os investidores devem mostrar-se cautelosos quando se trata de investir em ativos cujo retorno poderá não compensar adequadamente o risco assumido.



Last data March 2012. * The total amount of a currency that is either circulated in the hands of the public or in the commercial bank deposits held in the central bank's reserves.

Fonte: US Federal Reserve, Bank of England, ECB, J.P. Morgan Asset Management

Os rendimentos das obrigações continuam a divergir

Os rendimentos dos *Bunds* alemães caíram para novos mínimos na procura de produtos seguros. Na Alemanha ainda há muita gente cética relativamente ao êxito do resgate grego e dos fundos de defesa da zona euro. É provável, no entanto, que se verifique um aumento substancial dos rendimentos dos *Bund*, dado o nível de crescimento do PIB e da inflação no país. Os rendimentos da dívida pública francesa também poderão mostrar-se vulneráveis, dado que os investidores estão na expectativa relativamente à política que irá seguir o Presidente recentemente eleito, nomeadamente no que diz respeito às reformas fiscais e estruturais que o país precisa de implementar, tal como a Espanha e a Itália.

Estamos em crer que um rendimento da ordem dos 5% (com vencimento a 10 anos) representa um valor justo para a dívida destes dois países, embora seja mais provável que o rendimento cresça a uma taxa superior do que inferior. Na generalidade dos países da região, o retorno total para os restantes meses do ano poderá ser, na melhor das hipóteses, ligeiramente positivo, podendo o cupão da Itália e da Espanha ser compensado pela redução de preços na Alemanha e na França.

O risco continua elevado, embora com um bom nível de avaliações

Embora as ações da zona euro tenham sido, porventura, os maiores beneficiários do abrandamento verificado desde outubro, mesmo assim ficaram aquém das norte-americanas, dado que os fracos retornos obtidos em Espanha anularam completamente os ganhos conseguidos na Alemanha. Apesar de a nossa previsão apontar para ganhos sucessivos das ações da zona euro este ano, a diferença relativamente às ações norte-americanas poderá continuar a aumentar.

As avaliações favorecem a zona euro, dado que as suas ações estão mais baratas em termos históricos, enquanto os EUA estão a negociar a valores ligeiramente superiores no que diz respeito ao múltiplo médio a longo prazo para a zona euro. Estas avaliações, porém, são compensadas pelo maior crescimento dos lucros nos EUA e pela incerteza política e fiscal da zona euro. Após as eleições francesas, o cenário económico deste país poderá tornar-se muito menos atraente para as empresas, para além de se desconhecer ainda os custos de recapitalização do sistema bancário espanhol.

Ainda subsistem, obviamente, boas oportunidades na Europa. O mercado acionista alemão deverá continuar a liderar a maioria dos restantes países europeus, dado que a procura interna está a

compensar a inevitável desaceleração das exportações, e o investimento das empresas continua a ser positivo. Apesar de ter oferecido os melhores retornos da zona euro no passado trimestre, o mercado acionista alemão acaba por se mostrar ligeiramente mais barato do que os mercados acionistas da generalidade da zona euro. Na Itália, as ações não financeiras parecem atraentes, dado que as revisões de lucros parece terem assentado e as empresas, que sempre foram muito mais produtivas do que o Governo, estão a ser comercializadas com avaliações extremamente baixas em relação aos seus ganhos potenciais. Tendo em conta, porém, os sérios desafios que se deparam ao Governo italiano, o retorno dos atuais investimentos poderá não vir rapidamente.

As ações e os setores que oferecem maior rendimento de dividendos poderão proporcionar boas oportunidades, dado que os dividendos representam uma parcela maior dos retornos totais na região do que noutros mercados. Felizmente, os dividendos na Europa são dos mais generosos em todo o mundo.

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

J.P.Morgan
Asset Management

[Topo](#) 

★★★★☆ Ranking

Fundos

Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º Morgan Stanley Emerging Market Debt	22,30%	(4)
2º UBS Emerging Economies Latin American	19,66%	(5)
3º JP Morgan Global Healthcare	19,12%	(6)
4º Schroders US Dollar Bond	18,46%	(4)
5º Morgan Stanley US Property	18,18%	(6)

Top 5 subscrições (semana de 2012/05/07 a 2012/05/11)

- 1º Fidelity European High Yield
- 2º BlackRock World Mining
- 3º UBS Emerging Economies
- 4º Morgan Stanley Emerging Market Debt
- 5º Fidelity America

As rendibilidades apresentadas foram atualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2012/05/11 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2012/05/11 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 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

Technical US	8,6%	Banca	-47,9%
Ouro	5,8%	Value Growth EU	-36,4%
Dow Jones	1,5%	IBEX35	-33,6%
S&P500	0,8%	PSI20	-33,4%
Brent	-0,3%	Telecomunicações	-29,7%

Top 5 negociação (semana de 2012/05/07 a 2012/05/11)

- 1º Certificado GOLD
- 2º Certificado S&P500
- 3º Certificado DAX
- 4º Certificado DOW JONES
- 5º Certificado MSCI EMERGING MARKETS

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 (Alto, Médio, Baixo).

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 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 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 - Millenniumbcp através da sua área de Banca de Investimentos presta serviços de banca de investimento à Tagus Holdings S.a.r.l. ("Oferente" no lançamento da oferta pública de aquisição das ações Brisa - Autoestradas de Portugal, S.A.).

17 - A Soc gestora do Fundo de Pensões do Grupo BCP, decidiu alienar, no processo de Ofertas iniciado pela OPA anunciada pela Intercement Austria Holding GmbH, sobre o capital da Cimpor, as 67 200 000 ações detidas por aquele fundo.

18 - Mib faz parte de um consórcio, como Co-Manager, do aumento de capital de BES, anunciado em 11 de Abril de 2012.

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

Recomendação	abr-12	mar-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	69%	72%	68%	93%	76%	79%	79%	77%	78%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Mantier	3%	7%	11%	0%	14%	14%	7%	7%	4%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	7%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	3%	3%	7%	0%	0%	4%	4%	3%	0%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	24%	14%	14%	7%	10%	4%	11%	13%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	-5.8%	1.1%	-6.7%	-20%	-6%	2%	7%	-11%	-6%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5,234	5,557	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 caráter 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.

www.millenniumbcp.pt

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

Atendimento telefónico personalizado 24 horas