



Mercados

- Quanto mais baixa a expectativa maior a surpresa...
- Análise de Mercados e Perspetivas
- Empresas e Setores
- Recomendações e Price Targets
- Serviço de Alertas



Esta semana...

- **Num cenário de taxas de rendibilidade mínimas, conseguirão os investidores em obrigações evitar os baixos rendimentos?**
... é necessário um horizonte temporal de longo prazo para que os investidores vejam para lá dos ciclos temporários do mercado ...



Ranking

- Fundos
- Certificados

Mais



Visite a área de Bolsa do site do Millennium bcp



Mercados

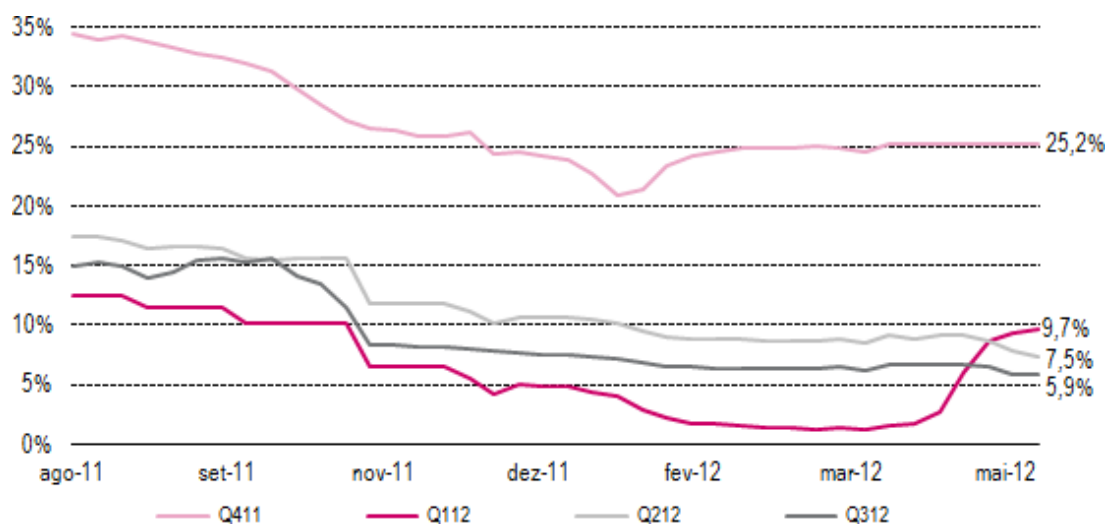
Quanto mais baixa a expectativa maior a surpresa...

A *earnings season* norte-americana relativa aos resultados do 1º trimestre do ano está praticamente terminada, tendo superado as expectativas, que à partida eram baixas.

Desde o início de apresentação de contas até à data os analistas reviram em alta a estimativa de EPS trimestral do índice de ações S&P500, apontando agora para que os resultados tenham crescido 9,7%, o que se traduz num *surprise level* de 8pp em relação ao apontado antes do arranque (1,7%).

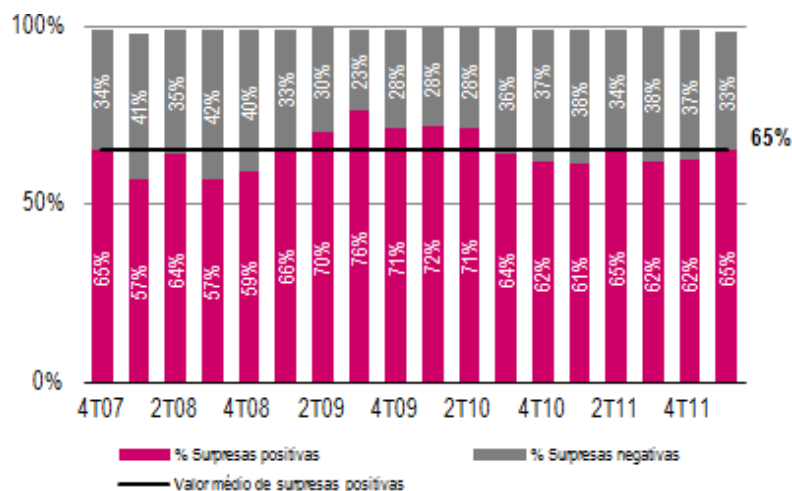
Se olharmos para a evolução das previsões trimestrais, verificamos que a revisão em baixa das perspetivas de crescimento económico levaram os analistas a rever em baixa os seus números durante a segunda metade de 2011, o que criou uma espécie de almofada para as últimas três épocas de apresentação de resultados. Esta tendência de corte verifica-se também para as estimativas dos próximos trimestres.

Evolução da estimativa de crescimento de EPS trimestral do S&P500

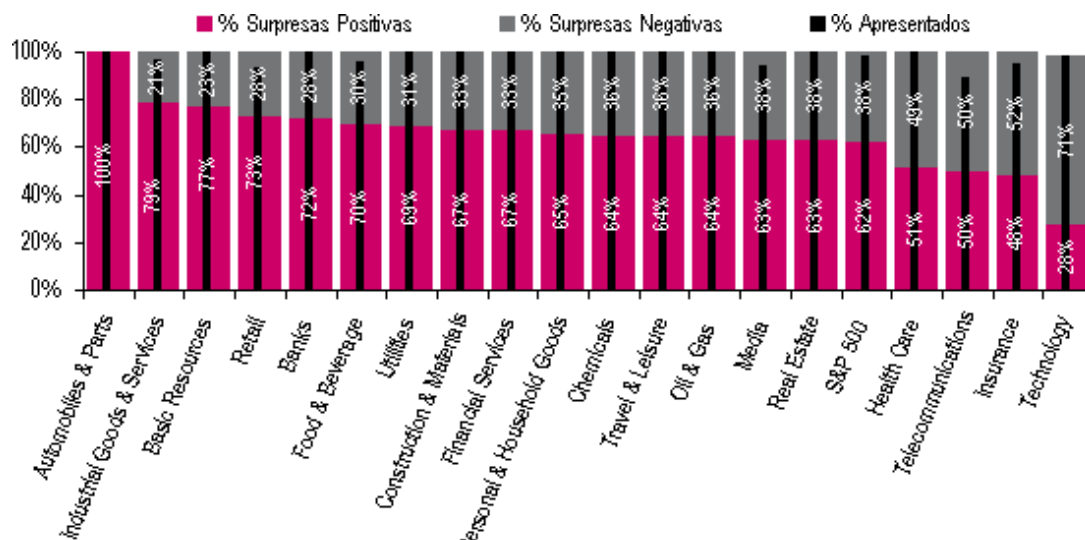


Numa outra métrica, que compara o EPS reportado por cada empresa com o estimado no dia anterior à sua divulgação, constata-se que 65% das empresas superou o apontado pelo consenso, o que fica em linha com média dos últimos 5 anos. Historicamente a maioria das empresas apresenta um EPS acima do apontado pelos analistas, mesmo em trimestres manifestamente maus, como foi o caso do 4º trimestre de 2008, em que os resultados globais do S&P500 foram decepcionantes (59% de surpresas positivas, mas queda homóloga de 62,4% nos resultados). Uma das razões para este fenómeno prende-se com o facto de em plena *earnings season* os analistas estarem a rever os seus números para empresas que ainda não apresentaram os seus resultados, em função do desempenho de outras do setor que já o fizeram.

S&P500 - Surpresas positivas e negativas por trimestre



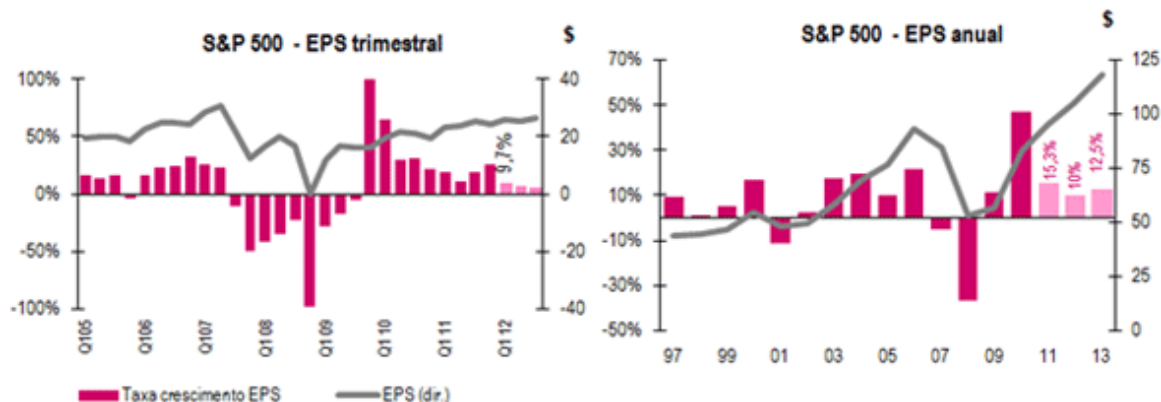
A nível sectorial, destaque para o bom desempenho de Travel & Leisure, Media, Retail, Construction & Materials e Food & Beverage, onde mais de 80% das empresas que reportaram contas apresentaram um EPS acima do antecipado pelo consenso. Em sentido inverso, Oils & Gas, Utilities e Technology registam mais surpresas negativas que positivas.



Fonte: Millennium investment banking, Bloomberg; Factset

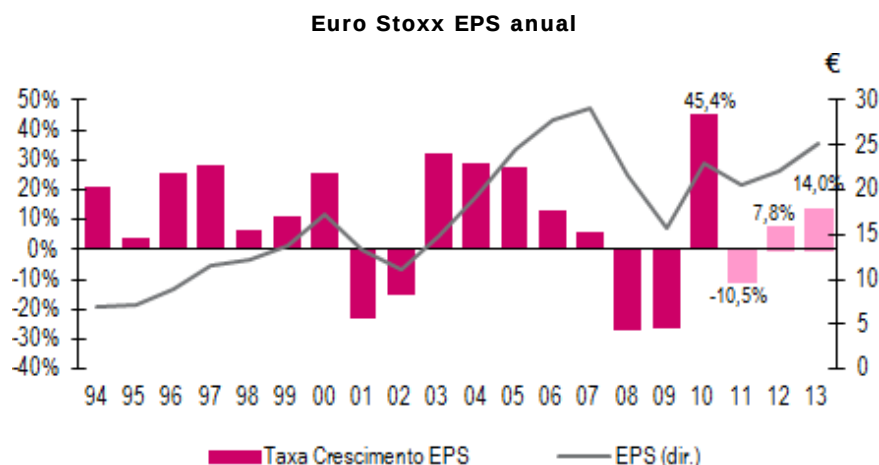
O que preveem os analistas para o futuro...

O consenso aponta para que os resultados do S&P500 cresçam 7,5% no 2º trimestre (vs. 10,7% apontados em janeiro) e 5,9% no 3º trimestre (vs. 7,5% esperados no início do ano). A confirmarem-se estas estimativas, denota-se um abrandamento do ritmo de crescimento de resultados (perda de *momentum*), ainda que em termos absolutos o EPS do índice norte-americano deva continuar a atingir valores recorde. Estima-se que os resultados cresçam 10,0% em 2012 e 12,5% em 2013 (vs. 10,2% e 11,5%, respetivamente, antecipados em janeiro).



Fonte: Millennium investment banking, Bloomberg; Factset

Na zona euro, os resultados do EUROSTOXX devem crescer 7,8% em 2012, abaixo dos 9,8% previstos no início do ano, 14,0% em 2013, acima dos 12,1% antecipados em janeiro, o que se deve ao maior corte das estimativas de EPS absoluto para este ano do que para o próximo.



Fonte: Millennium investment banking, Bloomberg; Factset

O que diz o PER...

Um dos *rácios* mais utilizados para analisar o valor de um ativo é o PER (*price to earnings ratio*), que traduz a relação entre o preço do ativo e os lucros que o mesmo gera e engloba o risco percebido para a sua *performance* futura. O *rácio* é calculado com base na fórmula:

$$\text{PER} = \text{Preço de mercado do ativo} / \text{EPS}.$$

Considerando EPS (*earnings per share*) os resultados por ação dos últimos doze meses. Quanto mais elevado for o PER, maior é o preço que os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade de retorno.

Nesta ótica, com base na cotação de fecho de 15 de maio (1.330,7 pontos), o S&P500 transaciona a um PER ajustado estimado de 12,4x, com um *upside* de 4% em relação à média dos últimos dois anos (12,9x).

O congénere EUROSTOXX negocia a um PER ajustado estimado de 9,7x, com um *upside* de 9% em relação à média dos últimos dois anos (10,6x).

O *Upside Fair Value* quantifica o potencial de valorização do ativo em análise, sendo dado por:

$$\text{Upside Fair Value} = \text{EPS ajustado} \times \text{MM24} / \text{Preço de Mercado},$$
 em que MM24 é a média móvel de 24 meses do PER ajustado.

Em suma, apesar da revisão em baixa das estimativas de crescimento para este ano, a recente correção dos mercados trouxe os principais índices para terreno de subvalorização, tendo em conta o PER ajustado a que transacionam em relação à média dos últimos dois anos. Ambos os índices transacionam com PER's ajustados em níveis históricos baixos, sinal de que os investidores estão pouco confiantes relativamente ao crescimento de resultados em 2012 e 2013. Se, por um lado, este facto retira pressão dos mercados e continua a servir de almofada, colocando as expectativas num patamar inferior, por outro alimenta a probabilidade de continuarmos a assistir a revisões em baixa das estimativas. Semanalmente, às quartas-feiras, pode acompanhar a evolução das expectativas de resultados, na nossa publicação *Earnings Watch*.

Saiba mais sobre os principais Mercados Financeiros em Mercados, na área de Investimentos.

Ramiro Loureiro, Analista de Ações
Millennium investment banking

[Topo](#) 



Análise de Mercados e Perspetivas

A última semana foi de perdas acentuadas para os mercados acionistas, com o sentimento de mercado deprimido pela crise política que se está a viver na Grécia e que aumenta os rumores de que o país acabará por abandonar a zona euro.

Depois de vários dias de negociações infrutíferas para a formação de um novo Governo, a Grécia anunciou que serão realizadas novas eleições no país, o que poderá ocorrer no dia 17 de junho.

Ainda pela negativa esteve o corte do *rating* de 16 bancos espanhóis pela Moody's e a redução da notação financeira da Grécia pela Fitch.

O EUROSTOXX caiu 5,2%, o DAX 4,7%, o S&P500 4,3% e o DOW JONES 3,5%.

O Eurogrupo elogiou os progressos alcançados por Portugal e referiu que os maiores riscos estão no exterior.

O Presidente do Eurogrupo declarou ainda que Portugal irá implementar mais reformas estruturais, nomeadamente no setor dos serviços e mercados de produtos.

A Fitch considera que as reformas em Portugal estão a decorrer de modo positivo, no entanto acredita que serão necessárias medidas de austeridade adicionais tendo em conta os riscos que ainda persistem.

As previsões de crescimento da Fitch são mais pessimistas que as da *troika*.

A agência de notação financeira aponta para uma contração de 3,7% este ano (o que já incorpora mais austeridade) e uma contração de 1,5% em 2013, contrariando as perspetivas de crescimento do Governo, do Banco de Portugal e da *troika*.

Por outro lado, a Fitch prevê uma taxa de desemprego de 13,5% este ano e de 14% no próximo.

De acordo com dois oficiais do Banco Central Europeu citados pela Bloomberg, o BCE está a fazer uma revisão das ferramentas que tem disponíveis para intervir nos mercados de modo a avaliar a sua eficácia e não tem planos para avançar com estímulos adicionais até julho mesmo que aumente a pressão nos mercados.

O partido de Angela Merkel foi derrotado no estado mais populoso do país. Os opositores sociais-democratas angariaram 39% dos votos, enquanto os democratas-cristãos, partido da chanceler, registaram o pior resultado desde a Segunda Guerra Mundial.

As atas da última reunião da Reserva Federal relevaram que vários membros do Banco Central defendem a tomada de medidas de estímulo adicionais caso se verifique um abrandamento do ritmo de crescimento económico ou caso aumentem os riscos para a economia.

No plano macroeconómico europeu salientamos pela positiva a componente de Situação Atual do indicador de confiança alemão Zew Survey e pela negativa a componente de Expectativas para os próximos seis meses.

De acordo com valores preliminares do PIB do 1º trimestre, a economia da zona euro estagnou, o que foi melhor que a contração estimada de 0,2%; o PIB nacional contraiu menos que o previsto e a economia alemã cresceu mais que o esperado.

Em Espanha, o valor final do PIB apontou para uma reentrada em recessão, com o PIB a recuar 0,3%.

A Taxa de Desemprego nacional foi de 14,9% no 1º trimestre (vs. 14% no 4º trimestre de 2011 e 12,4% no 1º trimestre de 2011).

Nos EUA, o Empire Manufacturing apontou para uma maior expansão que o previsto da atividade industrial em Nova Iorque em maio, o que contrariou a contração inesperada da atividade industrial em maio sinalizada pelo Philadelphia Fed Index e o arrefecimento das perspetivas económicas para os próximos três a seis meses, conforme medido pelos Leading Indicators.

No mercado imobiliário, o número de Casas em Início de Construção ficou acima do previsto e as Licenças de Construção desiludiram ao recuarem mais que o estimado.

Fonte: Millennium investment banking

[Topo](#) 



Mercados

Empresas e Setores

O PSI20 perdeu 8,1% para os 4.761 pontos, níveis de 1996.

Todos os títulos do PSI20 registaram, desvalorizações, com a EDP (-11,7%) e a Galp (-10,2%) a darem as contribuições mais negativas.

Em termos percentuais, o BES foi quem mais desceu, ao cair 22,3%, seguido da Sonae Indústria (-17,8%) e da EDP Renováveis (-14,8%).

Empresa	Tipo de Risco	Preço (Eur)	Preço Alvo final 2012 (Eur)	Potencial de Valorização
Sonae Indústria	Alto	0,47	1,60	242%
BPI	Alto	0,35	0,95	169%
Sonae	Médio	0,40	0,92	132%
Telefónica	Médio	9,92	21,00	112%
Novabase	Alto	2,12	4,00	89%

Preço de Fecho de 18/05/2012

REN

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 2,60 €

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

Atualizámos as estimativas e parâmetros do custo de capital e mudámos a nossa avaliação de 2,40 € para 2,60 € por ação, para o final de 2012, com uma recomendação de Compra, Risco Baixo.

Os resultados operacionais (EBITDA) ficaram 13% acima da nossa estimativa, por via da taxa de retorno mais elevada já contabilizada para o 1º trimestre de 2012.

Desta forma demonstra-se como o novo sistema de regulação da eletricidade incorpora de imediato a média mais recente da taxa de referência, um mecanismo que não tinha ficado totalmente claro até agora.

O EBITDA veio 13% acima em termos homólogos e 14% acima face ao 4º trimestre de 2011.

Pela razão apontada, o EBITDA da eletricidade veio 23% acima em termos homólogos e 11% acima do 4º trimestre de 2011, com uma taxa de retorno de 11,3% para ativos com prémio e de 9,8% para ativos sem prémio.

Estas taxas médias contrastam com as taxas iniciais fixadas em 10,5% e 9% respetivamente para 2012.

Por outro lado e apesar desta melhoria de remuneração, o investimento para a eletricidade foi de apenas 18 milhões € no 1º trimestre de 2012 e para o gás de apenas 6,9 milhões €, contrastando com os níveis de investimento do 1º trimestre de 2011 de respetivamente 35 milhões € e 25 milhões €.

O RAB da eletricidade cresceu face ao período homólogo em 12% e face ao 4º trimestre de 2011 em 5%.

O RAB do gás cresceu 2% face ao período homólogo e manteve-se estável face ao 4º trimestre de 2011.

A revisão de estimativas impactou a avaliação em 0,05 € por ação.

Atualizámos alguns dos parâmetros assumidos para o custo de capital, para seguir os mais recentes desenvolvimentos nos mercados de dívida.

Aumentámos a taxa média soberana portuguesa assumida de 10% para 11% e reduzimos a taxa sem risco de 3% para 2,5%, em conformidade com a redução da taxa soberana alemã.

Reduzimos também o nível de inflação na perpetuidade de 2% para 1,5%.

Estas alterações tiveram um impacto de 0,25 € no nosso Preço Alvo.

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

BES

Restrito

A margem financeira consolidada do BES caiu 4% em termos trimestrais para 295 milhões €; a margem doméstica subiu 17% enquanto a internacional caiu 30%.

O *rácio* Crédito/Depósitos evoluiu positivamente para 135% (dez,11: 141%), depósitos (+1,8 milhões €; +5,1% QoQ) enquanto a carteira de crédito teve uma redução de 200 milhões € no trimestre.

O *rácio* Core Tier I situou-se nos 9,4% (dez,11: 9,2%).

Sublinhe-se, neste âmbito, o aumento de capital do BES de 1.010 milhões €, deverá ter um impacto, *ceteris paribus*, próximo de +154pb no *rácio* Core Tier I.

O resultado líquido atingiu os 11,6 milhões €.

O *rácio* do crédito vencido há mais de 90 dias subiu de 2,74% para 2,96% e o respetivo *rácio* de cobertura por provisões passou para 150,3% (dez,11: 154,5%).

O reforço de provisões totalizou 190,7 milhões €.

O *rácio* crédito em risco aumentou 56bp no trimestre para 7,15%.

As novas entradas líquidas de crédito mal parado em percentagem do crédito encontra-se nos 205bp.

Rita Silva
Analista Ações
Millennium investment banking

Galp

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

A Galp anunciou ao mercado que o consórcio para explorar a Área 4 na Bacia de Rovuma *off shore* em Moçambique fez mais uma nova descoberta de gás que aumenta o potencial desta área em 7 biliões de pés cúbicos (Tcf) a 10 Tcf, o que eleva as reservas na área para um montante entre 47 Tcf a 52 Tcf (no dia 26 de março a empresa já tinha anunciado que tinha descoberto até 40 Tcf naquela área).

Este resultado foi divulgado após o consórcio ter perfurado numa área que é independente das estruturas que foram perfuradas até agora (poços Mamba).

Relembramos que o consórcio para explorar a Área 4 na Bacia de Rovuma é formado pela Eni (70%), Kogas (10%), ENH (10%), tendo a Galp uma participação de 10%.

O consórcio comunicou também que pretende perfurar, pelo menos, cinco novos poços em 2012 de modo a aferir o potencial desta área.

Trata-se de notícias positivas para esta empresa.

Fazendo a conversão para barris de óleo equivalente, a parte proporcional da Galp nesta parcela que foi anunciada é de cerca de 126 milhões de barris de petróleo equivalentes (intervalo inferior da descoberta).

Caso apliquemos um fator de recuperação de 70% e assumindo um impacto adicional de cerca de \$2 por barril, (uma vez que assumimos que estes recursos descobertos já estão incluídos na nossa avaliação para recursos prospectivos), o impacto adicional desta nova descoberta seria de cerca de 15 cêntimos adicionais.

Como temos referido anteriormente, Moçambique é cada vez um *driver* mais importante para esta ação e já vale cerca de 7% do valor da empresa na nossa avaliação.

Vanda Mesquita
Analista de Ações
Millennium investment banking

Alterações de tarifas para a cogeração

No âmbito do compromisso assumido pelo Estado português com vista à limitação dos sobrecustos associados à produção de energia elétrica, a Portaria nº 140/2012 de 14 de maio último efetiva os parâmetros do regime remuneratório estabelecido no Decreto-Lei nº23/2010 de 25 de março, alterado pela Lei nº 19/2010 de 23 de agosto.

A referida portaria define os termos da tarifa de referência, da depreciação da mesma, do cálculo dos prémios de eficiência, de energia renovável e de participação no mercado.

Também define as regras para a transição das instalações de cogeração para o novo regime remuneratório (art. 11º), o que deverá acontecer apenas após a data de cessação da remuneração pelo anterior regime de venda de eletricidade ou por opção de mudança de regime por parte do gerador (arts. 12º e 13º).

No essencial do retorno estimado para a venda de eletricidade à rede, as capacidades de cogeração da Altri e Portucel não deverão ficar afetadas de forma significativa pelas alterações introduzidas na referida portaria.

Tal como previsto na portaria, o regime de remuneração contratado entre o gerador e o Estado deverá permanecer até ao termo dos respetivos contratos.

Acresce que a quase totalidade da cogeração destas duas produtoras beneficia de tarifas que deverão vigorar pelo período de tempo considerado nas nossas estimativas.

Como nas avaliações da Altri e Portucel não consideramos qualquer prorrogação do benefício no tarifário para além do período de vigência dos contratos atualmente em vigor, nem qualquer vigência para além do período explícito da avaliação que termina em 2021, concluímos que as alterações introduzidas na referida portaria não produzem qualquer impacto nas nossas avaliações destas empresas.

Portucel - Compra, Risco Médio, Preço Alvo final de 2012 2,25 €

Altri - Venda, Risco Alto, Preço Alvo final de 2012 0,85 €

João Mateus
Analista de Ações
Millennium investment banking

Portugal Telecom

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

A Portugal Telecom anunciou os resultados consolidados do 1º trimestre de 2012.

As receitas atingiram os 1,716 milhões €, enquanto o EBITDA (excluindo custos com benefícios de reforma) foi de 572 milhões €.

O EBITDA consolidado veio em linha com as nossas estimativas.

As receitas em Portugal caíram 5,2% face ao mesmo trimestre do ano passado.

As receitas do segmento residencial cresceram 4,6%, acelerando em relação ao 4º trimestre de 2011 (+3,9%), o que mostra a boa *performance* do Meo (+69 mil clientes de TV por subscrição no trimestre; 1.035 mil clientes de TV por subscrição no final do trimestre).

O segmento móvel pessoal continua a ser impactado pelo ambiente económico e pela evolução das tarifas de terminação móvel: receitas caíram 9,8% no trimestre (-10,7% em 4º trimestre de 2011).

A tendência no trimestre melhorou face ao trimestre anterior porque o impacto da descida das tarifas

de terminação móvel foi menor; as receitas de clientes evidenciaram uma quebra superior à do trimestre anterior (-8,1% vs. -7,7% no 4º trimestre de 2011).

A Oi divulgou na 2ª Feira, dia 14 de maio, depois do fecho os resultados do 1º trimestre de 2012.

As receitas caíram 1,9% no trimestre com a quebra de receita no segmento residencial (-11,5%) a não ser compensada pelo crescimento no segmento móvel pessoal (+12,8%).

Os resultados da Oi revelaram dados operacionais positivos que ainda não se repercutiram nos resultados financeiros da empresa.

O EBITDA consolidado veio em linha com as nossas estimativas.

O EBITDA em Portugal caiu 7% no trimestre face ao período homólogo, com a margem a cair 0,9% para 45,2%.

O esforço de corte de custos continua, mas os custos comerciais registaram um aumento devido à maior atividade comercial.

O EBITDA no Brasil aumentou 1,4% face a 1º trimestre de 2011, com a margem a aumentar 1% para 29,6%.

Em resumo, o EBITDA consolidado veio em linha com as nossas estimativas e por isso consideramos os resultados neutrais.

Registamos como dado positivo no trimestre a melhoria dos dados operacionais do operador brasileiro Oi.

Alexandra Delgado, CFA
Millennium investment banking

BPI

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

A portaria que regula o acesso à linha de recapitalização da banca foi divulgada, não tendo grandes diferenças face ao que tem sido divulgado na imprensa nas últimas semanas.

A taxa mínima dos instrumentos de capital (em que se incluem os de capital contingente - CoCo's) irá situar-se entre os 8% e os 9,3% conforme a sua natureza se afaste mais ou menos de ações ordinárias, respetivamente.

Para os CoCo's, o que se fala na imprensa, é que a taxa será de 8%.

Àquelas taxas acrescem 25pb por ano nos dois anos subsequentes ao investimento público e em 50bp por cada ano adicional em que o investimento se mantenha.

O desinvestimento público deverá ocorrer no prazo máximo de 5 anos, data a partir da qual os CoCo's convertem-se em ações.

O Banco de Portugal já havia definido que os CoCo's não poderiam exceder os 50% do *Core Tier 1* e que são elegíveis para efeitos de capital quando subscritos pelo Estado e que servem apenas para fazer face ao défice de capital que tenha resultado da avaliação feita pela EBA relativa à avaliação da carteira de dívida pública.

As regras que obrigam à conversão em capital dependem do não cumprimento material do plano de recapitalização, cuja qualificação depende de declaração do Ministro das Finanças e parecer do Banco de Portugal.

Não foi definido um *trigger point* a partir do qual os CoCo's se convertem em capital.

A portaria adianta ainda que a entrada do Estado no capital das instituições far-se-á com um desconto mínimo de 25% (caso o Estado subscreva ações com direito de voto) ou 35% (sem direito de voto).

O desconto será aplicado à média ponderada das últimas 30 cotações a contar a partir do momento da divulgação da apresentação do plano de recapitalização.

De acordo com as nossas estimativas, o BPI irá emitir mil milhões € em CoCo's.

Caso estes instrumentos tenham um custo anual de 8%, este será neutralizado se o encaixe recebido for aplicado a uma taxa de 7%, com aumento de comissões (2%) e imparidades (60pb).

Rita Silva
Analista Ações
Millennium investment banking

EDP

Compra, Risco Baixo, Preço Alvo final de 2012 2,85 €

Foi anunciado, após o Conselho de Ministros, uma série de medidas de corte de custos de eletricidade que permitirá uma poupança de 1.800 milhões €.

De acordo com a imprensa económica, estes cortes incidem nos CMECs, na cogeração, sobre as garantias de potência e também sobre as mini-hídricas.

As medidas anunciadas vêm de certa forma resolver o problema do défice tarifário, que segundo as últimas notícias é de cerca de 3.000 milhões € e acabam por ser suportadas por diversos *players* do setor.

No que diz respeito à EDP, a empresa é afetada pela redução dos CMECs e também pela redução das garantias de potência.

A empresa comunicou que espera um impacto de 1% em termos de EBITDA (ou 2,5% em termos de *earnings per share*).

Relativamente aos CMECs, a empresa refere no comunicado que o impacto é cerca de 13 milhões € por ano desde 2013 até 2027.

No que diz respeito às garantias de potência, relembramos que esta semana, o Governo já tinha publicado uma portaria que revogava as garantias de potência e que criava as novas regras para subsídioção.

Na portaria não era indicado o valor dos subsídios, mas agora a EDP comunica que o valor dos subsídios no caso da geração térmica baixa de 20 mil € por MW para 6 mil € por MW.

Tendo em linha de conta as alterações referidas, estimamos um impacto negativo de 3% em termos do nosso Preço Alvo.

Relembramos que no nosso *company update - The clock is ticking towards Investor Day*, referimos que acreditávamos que o impacto da implementação das medidas na EDP seria limitado.

Ainda assim, estudámos alguns cenários de distribuição do défice, em que o cenário base seria a repartição daquele de uma forma equitativa pelos consumidores, EDP e outros *players*, em que o impacto seria cerca de 14 cêntimos (i.e. cerca de 5% em termos do nosso Preço Alvo).

Finalmente gostariam de sublinhar que acreditamos que as medidas anunciadas vão acabar por retirar muita pressão sobre este título.

Vanda Mesquita
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](#) 



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	0,50	-	-	-	-	Rita Silva; António Seladas, CFA
BPI	0,35	0,95	169%	Compra	Alto	Rita Silva; António Seladas, CFA
Portugal Telecom	3,96	6,30	59%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Zon Multimedia	2,30	3,05	33%	Compra	Médio	Alexandra Delgado, CFA
Sonaecom	1,12	2,00	79%	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	0,34	0,49	44%	Compra	Alto	João Flores
Novabase	2,12	4,00	89%	Compra	Alto	Alexandra Delgado, CFA
EDP	1,85	2,85	54%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
EDP Renováveis	3,00	5,30	77%	Compra	Baixo	Vanda Mesquita
REN	1,93	2,60	34%	Compra	Baixo	João Mateus/Vanda Mesquita
Brisa ³	2,44	-	-	-	-	António Seladas, CFA
Sonae	0,40	0,92	132%	Compra	Médio	João Flores
Semapa	5,01	5,75	15%	Compra	Médio	João Mateus
Sonae Capital	0,18	0,23	28%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Jerónimo Martins	13,45	15,85	18%	Compra	Médio	João Flores
Sonae Industria	0,47	1,60	242%	Compra	Alto	João Mateus
Altri	0,99	0,85	-14%	Venda	Alto	João Mateus
Portucel	1,77	2,25	27%	Compra	Médio	João Mateus
Cimpor ³	5,37	-	-	-	-	João Mateus
Mota-Engil	1,07	1,25	17%	Compra	Alto	António Seladas, CFA
Galp Energia	9,84	18,30	86%	Compra	Alto	Vanda Mesquita

(1) Restrito

(2) Sem recomendação devido a reduzida dispersão bolsista

(3) Restrito

*Valores à data de 18/05/2012

Europa

Empresa	Revisão	De (EUR)	Para (EUR)	Recomendação
ASML	Recomendação	Neutral	Buy	Nomura
Sanofi	Recomendação	-	Overweight	Morgan Stanley
Sanofi	Preço Alvo	65,00	70,00	Morgan Stanley
UniCredit	Preço Alvo	3,50	2,90	JP Morgan
UniCredit	Recomendação	-	Neutral	JP Morgan
Intesa	Recomendação	-	Neutral	JP Morgan
Intesa	Preço Alvo	1,70	1,60	JP Morgan
Banco Popolare	Recomendação	-	Underperform	JP Morgan
Banco Popolare	Preço Alvo	1,15	0,80	JP Morgan
Popolare Milano	Preço Alvo	1,25	0,26	JP Morgan
Popolare Milano	Recomendação	-	Underperform	JP Morgan
Bouygues	Recomendação	Sell	Hold	S&P
Bouygues	Preço Alvo	-	22,00	S&P
ICAP	Recomendação	Sell	Neutral	UBS
BBVA	Recomendação	Underperform	Neutral	Exane BNP
JC Decaux	Recomendação	-	Neutral	Nomura
JC Decaux	Preço Alvo	21,40	21,00	Nomura
Merck	Recomendação	-	Neutral	Exane BNP
Merck	Preço Alvo	91,67	88,00	Exane BNP
Banco Popular	Recomendação	-	Underperform	Exane BNP
Banco Popular	Preço Alvo	2,50	2,10	Exane BNP
Caixa Bank	Recomendação	-	Underperform	Exane BNP
Caixa Bank	Preço Alvo	2,99	2,30	Exane BNP
Bankia	Recomendação	-	Underperform	Exane BNP
Bankia	Preço Alvo	1,98	0,95	Exane BNP
Inditex	Recomendação	-	Added to "Conviction Buy" list	Goldman Sachs
Ferrovial	Recomendação	Not Covered	Buy	Natixis
Ferrovial	Preço Alvo	-	12,10	Natixis
Total	Recomendação	Neutral	Buy	UBS
Holcim	Recomendação	Neutral	Buy	UBS
Swedbank	Recomendação	Neutral	Outperform	Credit Suisse
IAG	Preço Alvo	-	2,30	JP Morgan
IAG	Recomendação	Overweight	Neutral	JP Morgan
Alstom	Preço Alvo	36,96	34,00	Macquarie
Alstom	Recomendação	-	Outperform	Macquarie
Generali	Preço Alvo	14,60	12,20	Barclays
Generali	Recomendação	-	Equal Weight	Barclays
Philips	Preço Alvo	16,97	18,50	Exane BNP
Philips	Recomendação	-	Neutral	Exane BNP
Pearson	Preço Alvo	1.440,00	1.445,00	JP Morgan
Pearson	Recomendação	-	Overweight	JP Morgan
Credit Agricole	Recomendação	Reduce	Neutral	Natixis
Swiss Re	Recomendação	-	Equal Weight	Morgan Stanley
Swiss Re	Preço Alvo	62,00	63,70	Morgan Stanley
Rio Tinto	Recomendação	-	Added to "Europe 1 List"	Bank of America
Natixis	Preço Alvo	-	2,30	Societe Generale
Natixis	Recomendação	Buy	Hold	Societe Generale
Nokia	Preço Alvo	-	1,80	Societe Generale
Nokia	Recomendação	Hold	Sell	Societe Generale
Generali	Recomendação	-	Underperform	Exane BNP
Generali	Preço Alvo	11,96	11,00	Exane BNP
Generali	Recomendação	-	Neutral	Natixis
Generali	Preço Alvo	12,60	11,50	Natixis
BBVA	Preço Alvo	5,30	4,50	Societe Generale
BBVA	Recomendação	Hold	Sell	Societe Generale
Santander	Preço Alvo	4,80	4,60	Societe Generale
Santander	Recomendação	-	Hold	Societe Generale

Telefonica	Preço Alvo	13,04	12,00	Barclays
Telefonica	Recomendação	-	Underweight	Barclays
Munich Re	Preço Alvo	140,80	139,20	Morgan Stanley
Munich Re	Recomendação	-	Overweight	Morgan Stanley
ThyssenKrupp	Recomendação	Buy	Neutral	Citigroup

Fonte: Millennium investment banking

Topo 



Esta semana...

Num cenário de taxas de rendibilidade mínimas, conseguirão os investidores em obrigações evitar os baixos rendimentos?

Em queda livre durante a maior parte de 2011, as taxas de rendibilidade das obrigações públicas americanas, alemãs, britânicas e japonesas começaram 2012 em, ou quase, mínimos recorde. Os receios crescentes sobre a estabilidade da zona euro e o seu potencial para desencadear outra recessão a nível global, juntamente com as políticas expansionistas dos Bancos Centrais de vários países (concebidas para injetar dinheiro nas economias fracas através da compra de obrigações), levaram a uma procura sem precedentes destes ativos seguros, independentemente das taxas de rendibilidade cada vez menores.

No caso dos mercados americano e britânico de obrigações públicas, esta situação marcou o último pico de um percurso altista iniciado há mais de 20 anos. No caso das obrigações alemãs (*bunds*), o mercado altista começou mais tarde, depois de os custos da unificação do país terem sido absorvidos. Em grande medida, os ganhos ocorreram porque a inflação, antes a maldição dos investidores em obrigações destes países, caiu tão abruptamente dos máximos dos inícios dos anos oitenta, ao mesmo tempo que um crescimento económico relativamente forte (em média) durante este período permitiu manter os défices públicos sob controlo.

A crise financeira deitou por terra este equilíbrio. De facto, a desalavancagem desencadeada durante a crise continuou a neutralizar a inflação (e, deste modo, a impulsionar as obrigações) nos países desenvolvidos de tal forma que, por exemplo, nos Estados Unidos, e apesar das políticas expansionistas do Banco Central, a economia continuou a mostrar poucos sinais da pressão dos preços. Mas os défices aumentaram vertiginosamente pois esta desalavancagem restringiu o crescimento da maior parte das economias avançadas e não nos parece provável que este processo termine em breve. A crise na zona euro apenas veio piorar ainda mais as perspetivas de crescimento, apesar de os *bunds* alemães terem beneficiado de um sentimento entre os investidores que os considerava a única dívida soberana com liquidez e segura no bloco monetário europeu.

Por qualquer medida, as taxas de rendibilidade das obrigações nos principais mercados G3 (Estados Unidos, zona euro e Japão) entraram em terreno desconhecido e os recordes têm sido revistos regularmente em baixa. No final de janeiro, a taxa de rendibilidade das notas do tesouro americanas a cinco anos (*treasuries*) caiu até aos 0,71%, (a mais baixa de sempre), apesar de os dados mostrarem uma economia americana cada vez mais saudável¹. Depois de atingir um mínimo histórico de 1,64% em setembro de 2011, a taxa de rendibilidade do *bund* alemão a 10 anos manteve-se próxima deste nível durante o resto do ano e no início de 2012, apesar de um crescimento global saudável do produto interno bruto (PIB) de 3,0% da economia germânica em 2011. A dívida de curto prazo do país foi negociada inclusive com taxas de rentabilidade negativas durante algumas semanas na mudança de ano, o que significa que os investidores estavam, efetivamente, a pagar ao Governo alemão pelo privilégio de serem seus prestamistas². Para não ficar atrás em termos de longevidade recorde, a taxa de rendibilidade das obrigações públicas (*gilts*) a 10 anos do Reino Unido caiu para 1,91% em meados de janeiro, a mais baixa desde o seu primeiro registo em 1703, enquanto os investidores procuravam um refúgio da volatilidade da zona euro³.

Esta mudança no cenário de investimento apresenta desafios para os investidores nas suas avaliações de risco/benefício. Devem os investidores ser cautelosos com o facto de, apesar da dívida dos seus estados, as rendibilidades de ativos sem riscos dos maiores mercados terem atingido mínimos históricos por causa da escassez relativa de instrumentos de dívida "seguros"? Devem os investidores permitir este desenvolvimento ao fazerem alocações no conjunto de oportunidades do rendimento fixo, dado que alguns segmentos parecem menos esgotados que as obrigações públicas dos G3 centrais e igualmente mais atrativos que outras classes de ativos como as ações?

O dilema dos investidores aumenta porque a metodologia de ponderação habitual dos referenciais de rendimento fixo se baseia tipicamente na capitalização do mercado, o que faz com que os índices tendam no sentido dos emitentes mais endividados e se afastem de novos segmentos dos mercados em crescimento que eventualmente poderiam atrair os fluxos de investimento.

O efeito pode ser visto muito claramente num dos principais referenciais do rendimento fixo global, o Índice *Barclays Capital Global Aggregate*. A proporção das obrigações públicas dos G3 representa atualmente quase metade do índice⁴, aumentando nos últimos cinco anos à medida que a emissão dos

países se expandia juntamente com os défices orçamentais. Se não fosse a queda acentuada do valor da dívida de alguns países problemáticos da zona euro durante 2011, nomeadamente a de Itália, a proporção das obrigações G3 ainda seria maior.

Para limitarem o risco de os rendimentos se afastarem demasiado dos do referencial que escolheram (em termos técnicos, o erro de seguimento), teoricamente os investidores têm de igualar esta ponderação de ativos de baixo rendimento e seguros. Isto mantém a sua validade independentemente dos programas de compra de obrigações da Reserva Federal Americana e de vários outros Bancos Centrais que levaram as taxas de rendibilidade a mínimos históricos. (O Banco de Inglaterra tem como objetivo comprar 325 mil milhões de libras, mais de um quarto dos atuais *gilts* liquidáveis.)⁵.

Esta situação limita de facto os rendimentos dos investidores: comprar *treasuries* a cinco anos com uma rendibilidade de 75 pontos-base proporciona um ganho máximo possível de capital de 2%, em comparação com uma desvantagem bem maior se as taxas de juro aumentarem.

Assim, apesar de a limitação do erro de seguimento por meio de uma vigilância apertada das alocações do referencial em obrigações públicas dos G3 centrais poder parecer uma estratégia relativamente segura, ela também pode aumentar o risco geral da taxa de juro na carteira de investimentos.

Para ultrapassarem as deficiências intrínsecas dos índices ponderados das capitalizações de mercado, nos últimos anos alguns investidores institucionais adotaram referenciais baseados na ponderação do PIB, que julgam proporcionar uma indicação mais clara da volatilidade potencial, do retorno total e da regularidade do desempenho.

Mas esta abordagem alternativa da elaboração do referencial traz também os seus próprios inconvenientes. Os índices de PIB ponderado são mais complexos, exigindo decisões não apenas sobre a ponderação dos países mas também dos instrumentos individuais. De forma a assegurar um índice passível de investimento e representativo do conjunto das oportunidades, são necessárias análises cuidadosas do acesso e da liquidez do mercado. Nos níveis atuais dos ativos investíveis, pensamos que alguns países dos mercados emergentes com uma dívida inferior poderiam sentir dificuldades para absorver um influxo de investidores.

Sempre que a aptidão de um investidor para o risco o permitir, uma abordagem alternativa, concebida para superar os retornos limitados e os riscos da taxa de juro associados à manutenção de alocações próximas do referencial em obrigações públicas dos G3 centrais, serviria para aumentar as exposições relativas de um referencial com peso excessivo ou insuficiente e, em alguns casos, para investir em títulos mobiliários fora do referencial.

Em termos de posicionamento da carteira de investimento, esta abordagem significaria assumir posições fortes em emissões e moedas de países com fundamentais económicos e orçamentais sólidos relativamente ao bloco dos G3. Muitos destes países oferecem taxas de rendibilidade maiores que as das obrigações públicas dos G3 centrais por não serem considerados tão "seguros" como os países de défice elevado, levantando a questão sobre como determinar a acumulação de ativos "seguros" e se essa determinação poderá variar no tempo.

Alguns dos países com estas características podem ser desenvolvidos (o grupo escandinavo, a Austrália) e outros emergentes (a Polónia, a Coreia do Sul), mas todos partilhariam o facto de possuírem melhores perspectivas de crescimento, além de *rácios* dívida pública/PIB mais favoráveis, em comparação com os países G3 endividados e de crescimento relativamente lento.

Esta estratégia também implicaria sobrecarregar a exposição relativamente ao diferencial no crédito, o que, apesar de uma recuperação recente acentuada, continua a parecer-nos subavaliado em relação à dívida soberana. Presentemente, o setor financeiro parece ser uma área provável de atenção, uma vez que os receios de risco sistémico parecem estar ultrapassados e algumas emissões têm preços atrativos, no nosso ponto de vista.

Para empreender uma estratégia como esta, que poderia resultar num maior erro de seguimento em comparação com referenciais do mercado de rendimento fixo consolidados e baseados na emissão, acreditamos que é necessário um horizonte temporal de longo prazo para que os investidores vejam para lá dos ciclos temporários do mercado e, se for preciso, assumam uma posição contrária. Como as principais economias desenvolvidas se encontram numa conjuntura de crescimento lento, pensamos que a volatilidade do mercado pode voltar a aumentar em 2012. Estes períodos constituem um desafio para os investidores, mas ajustar as carteiras de investimento como resposta a movimentos de curto prazo do mercado e a restrições do referencial pode resultar na venda forçada de posições. Em alguns casos, a velocidade dos movimentos de mercado pode impossibilitar, de uma forma atempada, estes ajustamentos numa carteira de dimensão considerável.

Para os investidores, acreditamos que avaliar a reação a esta conjuntura de baixíssima rendibilidade que se desenvolveu nos principais mercados de obrigações públicas nos últimos 12 meses se torna uma decisão tão difícil como qualquer outra dos últimos 50 anos. E a decisão a tomar terá de ajudar a determinar a melhor forma de as carteiras dos investidores sobreviverem a este cenário de rendimento fixo pouco familiar.

1. Fonte: Departamento Americano do Tesouro, 15/02/12,

2. Fonte: Bundesbank, 15/02/12,

3. Fonte: Banco de Inglaterra, 15/02/12,

4. Em 28/02/12,

5. Fonte: Banco de Inglaterra, Comissão de Política Monetária, 09/02/12.

Saiba mais sobre os Fundos da Franklin Templeton em Fundos, na área de Investimentos.

John W.Beck
Senior Vice President
Co-Director, Global Fixed Income
Franklin Templeton Fixed Income Group



[Topo](#)

★★★★★ Ranking

Fundos

Top 5 rendibilidade (últimos 12 meses)

	Rendibilidade	Classe de Risco
1º Morgan Stanley Emerging Markets Debt	20,14%	(3)
2º UBS Emerging Economies Latin American	19,83%	(4)
3º Schroder US Dollar Bond	18,37%	(4)
4º Amundi Absolute Volatility World	16,64%	(4)
5º JP Morgan Global Healthcare	16,12%	(5)

Top 5 subscrições (semana de 2012/05/14 a 2012/05/18)

- 1º Morgan Stanley Euro Corporate Bond
- 2º Fidelity European High Yield
- 3º UBS Strategy Fixed Income
- 4º UBS Emerging Economies Latin American
- 5º UBS Equity European Opportunity

As rendibilidades apresentadas foram atualizadas e calculadas tendo por base o valor da unidade de participação em euros, à data de 2012/05/18 de acordo com os regulamentos da CMVM, tendo por base as seguintes datas de início: 2012/05/18 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	9,2%	Banca	-51,2%
Ouro	6,1%	Value Growth EU	-38,9%
Dow Jones	-1,5%	PSI20	-38,1%

S&P500	-3,4%	IBEX35	-36,5%
Brent	-4,6%	Telecomunicações	-32,3%

Top 5 negociação (semana de 2012/05/14 a 2012/05/18)

- 1º Certificado GOLD
- 2º Certificado S&P500
- 3º Certificado DAX
- 4º Certificado PSI20
- 5º Certificado BRENT

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. ("Oferte" 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%
Manter	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