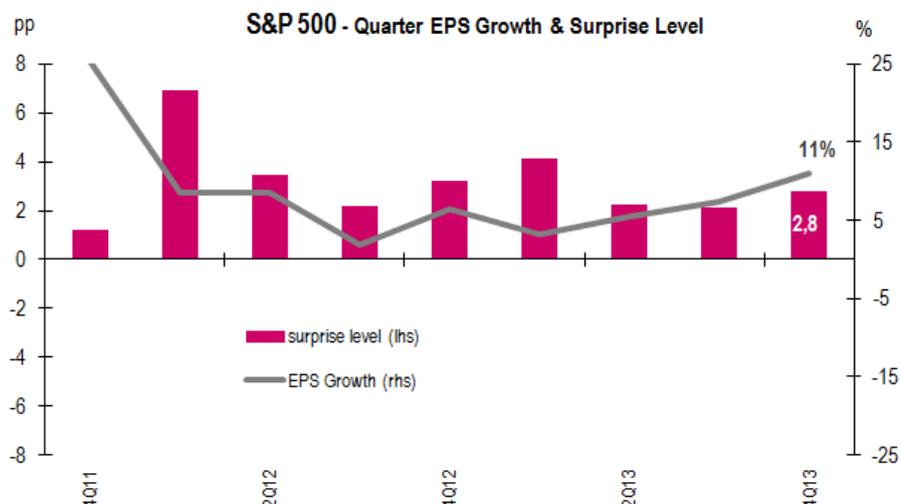


US Earnings Watch

Estados Unidos - Síntese

- Os analistas antecipam que os **resultados do S&P500** registem um crescimento homólogo de apenas 2,4% no **1T14** (taxa revista em baixa em 93 pb na última quinzena), desacelerando o ritmo relativamente ao **4T13**, onde o EPS subiu 11%. Para os dois últimos trimestres do ano espera-se uma variação homóloga de 10,8% no **3T14** e de 11,3% no **4T14**. Numa base anual, os resultados do índice norte-americano devem ter crescido 6,8% em 2013, crescendo 9% em 2014 (revisado em baixa em 17 pb) e 11,1% em 2015 (leitura subiu 2pb devido ao maior corte da estimativa de EPS de 2014 que para 2015).
- Earnings season terminou e superou estimativas dos analistas**
A *earnings season* do 4º trimestre surpreendeu pela positiva, a avaliar pela revisão em alta das estimativas dos analistas desde que arrancou a apresentação de contas. O crescimento de EPS registado (11%) é superior ao estimado antes do arranque da apresentação de resultados (8,2%), o que se traduz num *surprise level* positivo de 2,8 pp.



- Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1874 pontos), o S&P 500 transaciona a um **PER** ajustado estimado de 15,7x, com um downside de 11% em relação à média dos últimos dois anos (14x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).
- Setorialmente**, Telecoms Services é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13x, com um upside de 31% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já HealthCare, Materials e Industrials são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 18,0x, 17,5x e 16,8x, respetivamente, com downside de 19%, 17% e 14%, respetivamente, em relação à MM24.

Ramiro Loureiro,

Analista de mercados

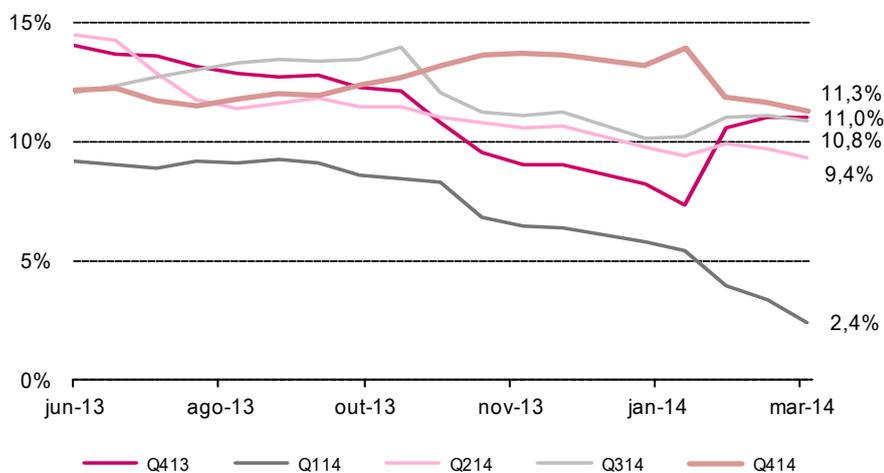
+351 21 003 78 56

ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt

S&P 500 - Perspetivas

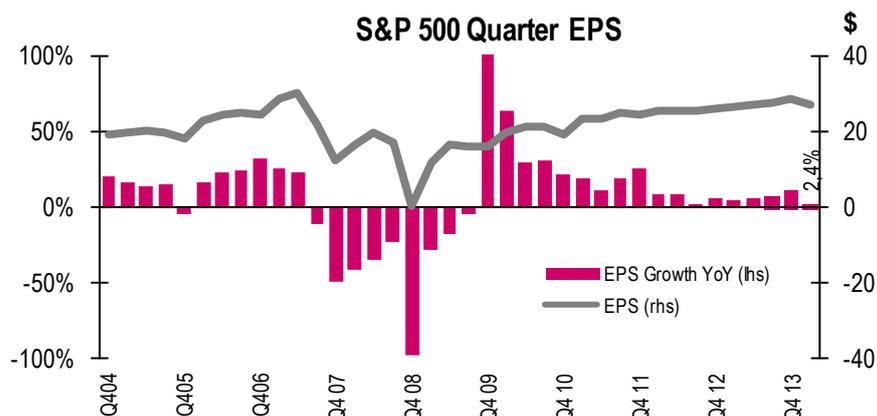
Os resultados do **S&P500** devem subir apenas 2,4% no **1T14** face a igual período de 2013 (taxa revista em baixa em 93 pb na última quinzena), desacelerando o ritmo relativamente ao 4º trimestre, onde o EPS cresceu 11,0%. Para os dois últimos trimestres do ano espera-se um crescimento de 10,8% no **3T14** e de 11,3% no **4T14**.

S&P 500 Quarter EPS Growth



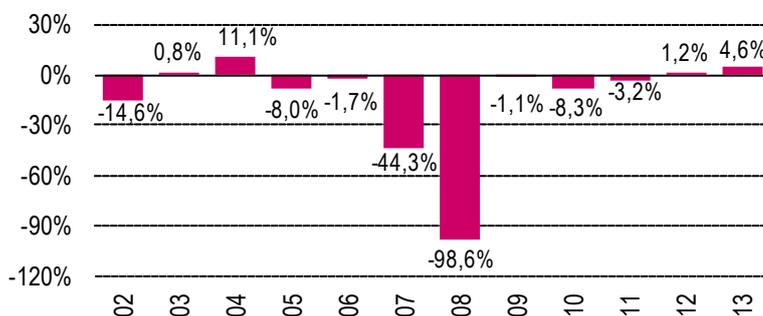
Base EPS fechada até ao 4º trimestre de 2013, sem ajustamentos.

S&P 500 Quarter EPS

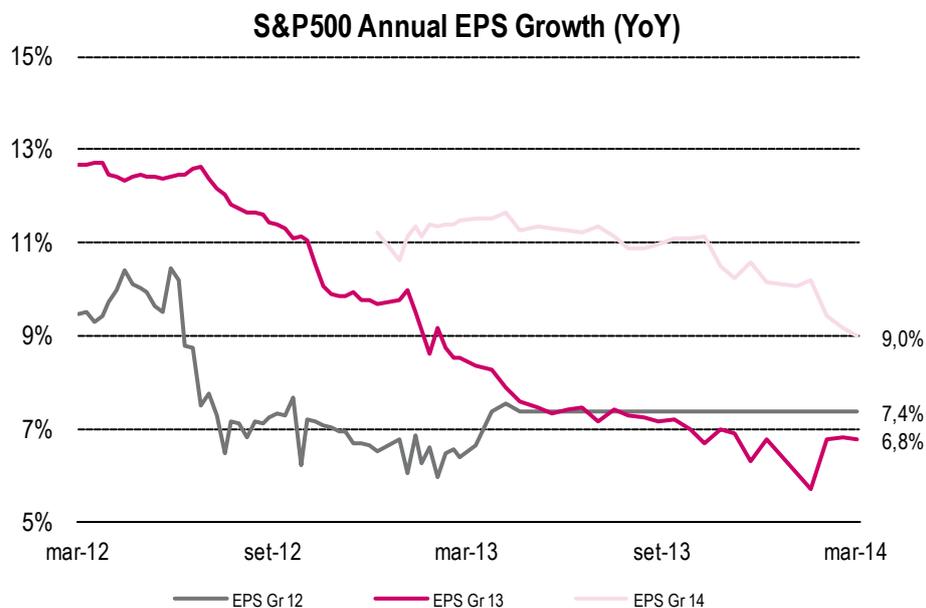


Em termos sequenciais o EPS do S&P 500 deve ter subido 4,6% no 4T13, registando uma variação positiva pelo segundo ano consecutivo neste período e a segunda melhor da última década.

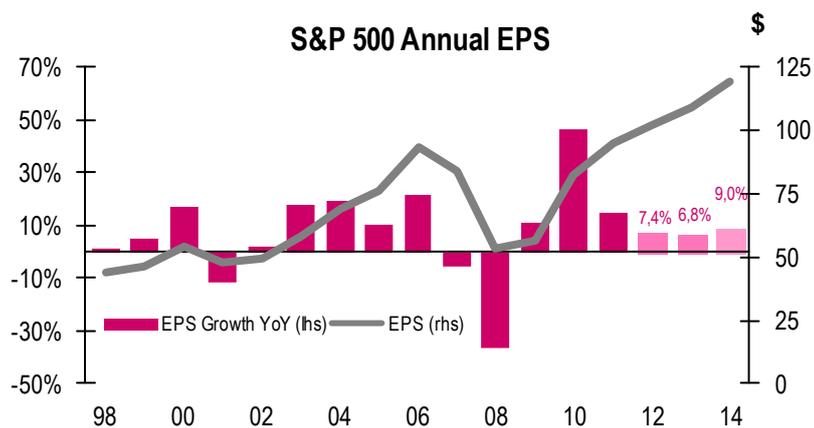
S&P500 4th Quarter EPS Growth (QoQ)



Numa base anual, os resultados do **S&P 500** devem ter crescido 6,8% em **2013** (taxa revista em baixa em 5 pb nas duas últimas semanas), devendo subir 9,0% em **2014** (revisto em baixa em 17 pb) e 11,1% em 2015 (leitura subiu 2pb devido ao maior corte da estimativa de EPS de 2014 que para 2015).



Em termos absolutos o EPS do S&P 500 deve continuar a atingir valores recorde em 2013 (109,50), 2014 (119,34) e 2015 (132,59).



Nota: A metodologia considera dados fechados, sem ajustamentos de base

Earnings season terminou e superou estimativas dos analistas

A *earnings season* do 4º trimestre surpreendeu pela positiva, a avaliar pela revisão em alta das estimativas dos analistas desde que arrancou a apresentação de contas. O crescimento de EPS registado (11%) é superior ao estimado antes do arranque da apresentação de resultados (8,2%), o que se traduz num *surprise level* positivo de 2,8 pp.

	Quarter	End of Quarter Estimate	Final Figure	Surprise level (em pp)
06-04-2010	1Q10	40,9%	62,5%	22
06-07-2010	2Q10	17,4%	28,1%	11
05-10-2010	3Q10	26,2%	32,5%	6
04-01-2011	4Q10	35,3%	19,4%	-16
05-04-2011	1Q11	12,0%	19,0%	7,0
05-07-2011	2Q11	13,6%	10,9%	-2,7
04-10-2011	3Q11	14,8%	18,6%	3,8
03-01-2012	4Q11	24,0%	25,2%	1,2
03-04-2012	1Q12	1,7%	8,6%	6,9
03-07-2012	2Q12	5,0%	8,5%	3,5
02-10-2012	3Q12	-0,4%	1,8%	2,2
08-01-2013	4Q12	3,3%	4,3%	1,0
02-04-2013	1Q13	0,1%	4,0%	4,1
09-07-2013	2Q13	3,2%	5,4%	2,3
01-10-2013	3Q13	5,3%	7,4%	2,1
07-01-2014	4Q13	8,2%	11,0%	2,8*

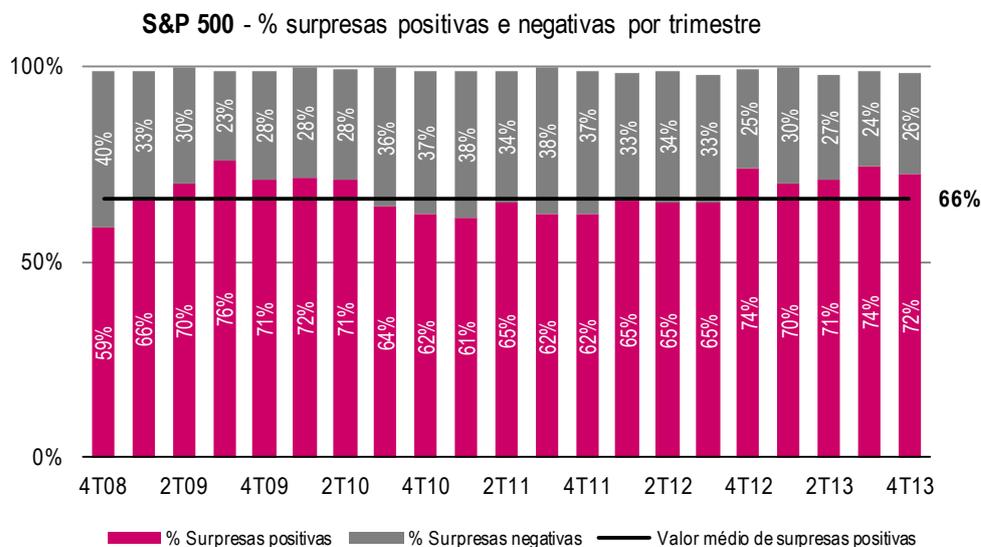
*Last Figure available

A tabela demonstra a relação entre a estimativa apontada pelos analistas antes do arranque de cada *earnings season* e o valor estimado cerca de três meses depois, considerado como um valor final, com exceção do trimestre mais recente, no caso atual o 4T13. Esta relação, traduzida pelo *surprise level*, diz-nos se os resultados ponderados do S&P 500 foram melhores ou piores que o estimado aquando do fecho do trimestre.

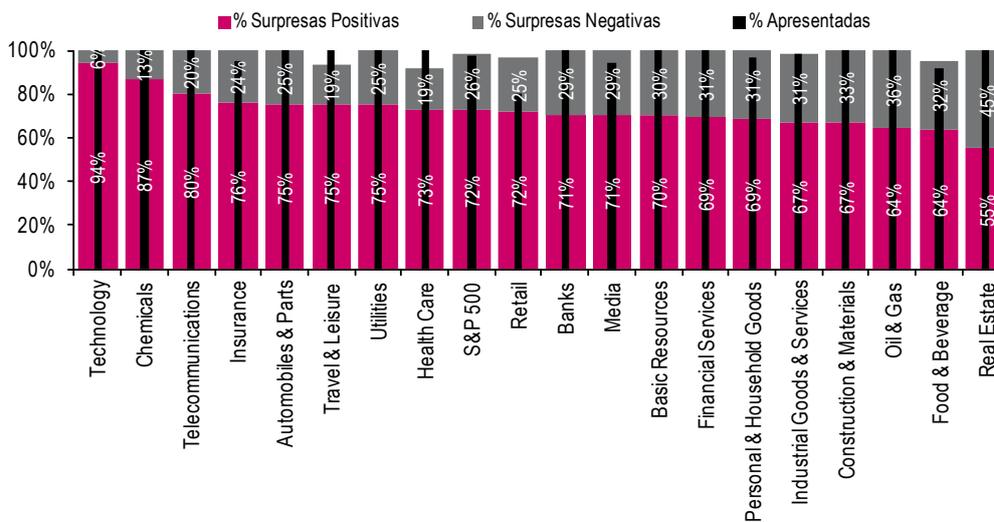
Numa outra métrica, que compara o EPS reportado por cada empresa com o estimado no dia anterior à sua divulgação, verificamos uma tendência histórica em que a maioria das empresas apresenta um EPS acima do apontado pelos analistas, mesmo em trimestres fracos, como foi o caso do 4º trimestre de 2010. 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 sector que já o fizeram.

Percentagem de surpresas positivas acima da média histórica...

O EPS reportado pelas por mais de 350 empresas do S&P 500 superou o apontado pelo mercado, enquanto o EPS de cerca de 130 empresas ficou aquém das estimativas. A percentagem de surpresas positivas é assim de 72%, em linha com a boa performance dos últimos trimestres a ciam da média histórica desde 2008 (66%).



A nível sectorial, destaque para o bom desempenho de Technology, Chemicals e Telecoms, onde mais de 80% das empresas que reportaram contas divulgaram um EPS superior ao estimado. O menos animador foi o de Real Estate, onde apenas 55% das empresas excederam as estimativas.



Múltiplos

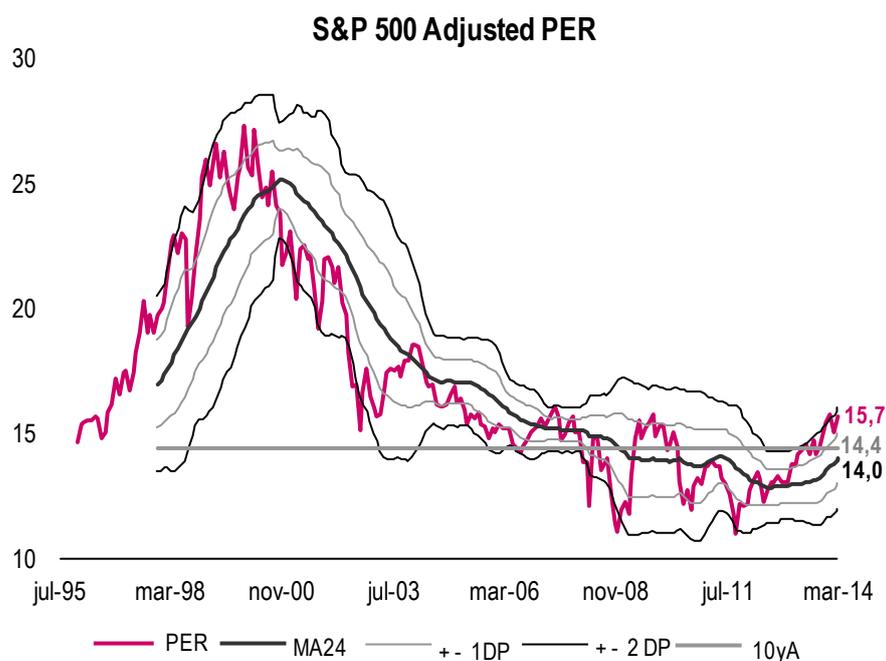
Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1874 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 15,7x, com um *downside* de 11% em relação à média dos últimos dois anos (14x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	15,7	1,0	14,0	14,4	1673,2	-11%

SD - Desvio-Padrão face à média dos últimos dois anos

* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E Ajustado utiliza a média ponderada do EPS 13 e EPS 14



Análise Sectorial

Os setores de maior crescimento resultados no **1T14** deverão ser **Telecom Services** (+31,7%) e **Cons Discretionary** (+7,3%), enquanto **Energy** (-6,5%) e **HealthCare** (-0,6%) devem registar quebra homóloga no EPS.

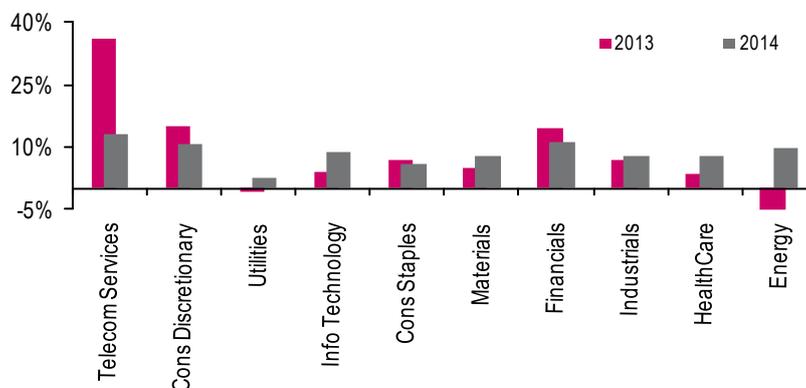
Em 2013 estima-se que **Telecom Services** (+36,3%) e **Cons Discretionary** (+14,8%) tenham registado também o crescimento de EPS mais forte, enquanto **Energy** (-5,1%) e **Utilities** (-0,6%) devem ser os únicos setores a apresentar quebra de resultados.

O **CAGR** do S&P 500 para os próximos 2 anos (+7,9%) aponta para um acelerar do crescimento dos resultados face ao registado nos últimos 6 anos (+2,6%). Em termos sectoriais, destaque para a aceleração de Telecom Services (CAGR 22,3% vs. 1,6% nos últimos três anos). Pela negativa salientamos a perda de *momentum* de Energy, Utilities e Materials.

S&P 500	Cap. Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS						CAGR		EY	DY	P / BV	Change	
		2013	2014	Anual		Trimestral			T 3Y*	F 2Y*	2012	2012	2012	2013	YTD	
				2013	2014	4T13	1T14	2T14								
Telecom Services	393,5	14,6	12,9	36,3%	12,9%	64,0%	31,7%	11,2%	1,6%	22,3%	6,1%	5,1%	2,4	6,5%	-4,5%	
Cons Discretionary	2252,3	21,0	18,8	14,8%	10,7%	10,2%	7,3%	15,2%	21,9%	13,8%	4,2%	1,5%	3,7	41,0%	0,1%	
Utilities	499,2	16,1	15,5	-0,6%	2,4%	-3,9%	6,4%	3,6%	1,3%	-1,6%	6,3%	4,1%	1,5	8,8%	5,6%	
Info Technology	3403,9	16,7	15,2	3,9%	8,9%	8,7%	4,8%	13,9%	22,2%	4,3%	5,9%	1,3%	3,3	26,2%	2,3%	
Cons Staples	1798,8	18,1	17,0	7,1%	6,0%	5,1%	4,3%	7,4%	7,4%	5,9%	5,1%	2,7%	4,2	22,7%	-1,1%	
Materials	612,6	18,6	17,2	5,1%	7,7%	25,9%	1,7%	16,8%	28,8%	-2,4%	5,1%	2,3%	2,6	22,7%	3,1%	
Financials	2893,3	14,2	12,7	14,3%	11,3%	22,1%	1,3%	3,0%	66,3%	22,9%	6,1%	1,8%	1,1	33,2%	0,2%	
Industrials	1850,9	18,0	16,6	6,8%	7,9%	30,7%	0,5%	9,7%	18,4%	7,5%	5,2%	2,2%	3,0	37,6%	-0,4%	
HealthCare	2322,9	19,2	17,7	3,4%	7,6%	6,1%	-0,6%	4,2%	6,9%	2,5%	5,0%	1,9%	2,9	38,7%	8,1%	
Energy	1705,8	14,7	13,3	-5,1%	10,0%	-8,6%	-6,5%	13,5%	25,2%	-5,5%	7,1%	2,1%	1,9	22,3%	-1,6%	
									T 6Y*	F 2Y*						
S&P 500	17733,3	17,0	15,5	6,8%	9,0%	11,0%	2,4%	9,4%	2,6%	7,9%	5,5%	2,0%	2,3	29,6%	1,4%	

* T = Trailing, F = Forward

S&P500 Sectors EPS Growth

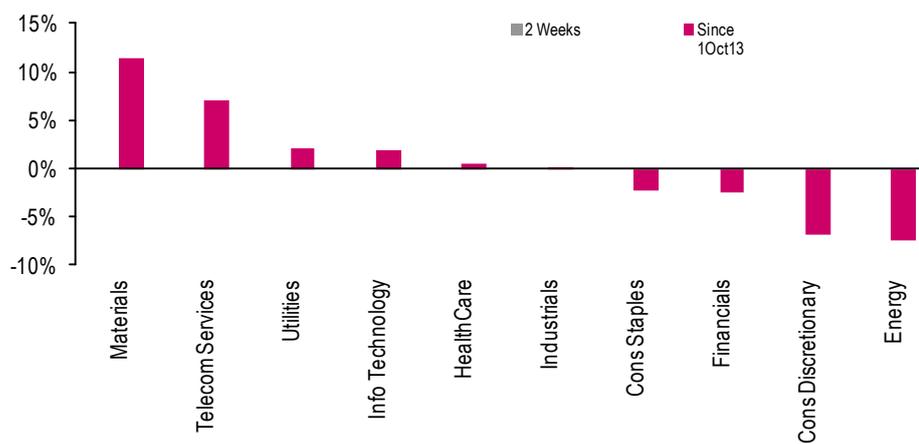


Revisões

Desde o início de outubro Materials (11,4%) foi o mais revisado em alta para os resultados do 4º trimestre, enquanto Energy (-7,5%) foi o mais revisado em baixa.

Sector	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision (% change)		EPS Gr. 4Q13	4Q13revision (% change)		% change		
		2Weeks	Since 10Oct13		2 Weeks	Since 10Oct13	2 Weeks	YTD	2013
Telecom Services	36,3%	0,4%	1,1%	64,0%	0,0%	7,1%	1,3%	-4,5%	6,5%
Utilities	-0,6%	0,7%	3,5%	-3,9%	0,0%	2,1%	-0,3%	5,6%	8,8%
Info Technology	3,9%	-0,3%	1,1%	8,7%	0,0%	1,8%	1,0%	2,3%	26,2%
HealthCare	3,4%	-0,1%	2,1%	6,1%	0,0%	0,6%	2,3%	8,1%	38,7%
Industrials	6,8%	0,1%	0,3%	30,7%	0,0%	0,2%	2,0%	-0,4%	37,6%
Cons Staples	7,1%	0,2%	-0,3%	5,1%	0,0%	-2,2%	2,6%	-1,1%	22,7%
Financials	14,3%	-0,5%	-3,4%	22,1%	0,0%	-2,6%	1,2%	0,2%	33,2%
Cons Discretionary	14,8%	0,2%	2,4%	10,2%	0,0%	-6,9%	2,6%	0,1%	41,0%
Energy	-5,1%	-0,1%	-4,4%	-8,6%	0,0%	-7,5%	1,9%	-1,6%	22,3%
S&P 500	6,8%	0,0%	-0,2%	11,0%	0,0%	-1,3%	1,8%	1,4%	29,6%

S&P500 - Sector EPS 4Q13 revisions



Múltiplos

Dos 10 setores do S&P 500, **Telecoms Services** é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13x, com um *upside* de 31% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já **HealthCare**, **Materials** e **Industrials** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 18,0x, 17,5x e 16,8x, respetivamente, com *downside* de 19%, 17% e 14%, respetivamente, em relação à MM24.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500 /1/ Telecom Serv (US)	13,0	-1,7	2,5	12,1	14,6	17,1	19,6	22,1	15,5	195,3	31%
S&P 500 /1/ Utilities (US)	15,6	0,7	0,6	14,0	14,6	15,2	15,8	16,4	14,3	198,2	-3%
S&P 500 /1/ Cons Staples (US)	17,2	1,3	0,7	14,8	15,5	16,3	17,0	17,7	16,0	412,8	-6%
S&P 500 /1/ Financials (US)	12,9	1,4	0,6	10,9	11,5	12,1	12,7	13,3	12,8	277,0	-6%
S&P 500 /1/ Energy (US)	13,4	1,4	1,0	10,0	11,0	12,0	13,0	14,0	11,9	573,6	-11%
S&P 500 (US)	15,7	1,6	1,0	12,0	13,0	14,0	15,0	16,1	14,4	1673,2	-11%
S&P 500 /1/ Cons Discr (US)	19,1	1,5	1,4	14,2	15,6	17,0	18,3	19,7	17,3	472,3	-11%
S&P 500 /1/ Info Tech (US)	15,4	1,7	1,2	11,0	12,2	13,4	14,6	15,8	16,8	521,0	-13%
S&P 500 /1/ Industrials (US)	16,8	1,6	1,5	11,4	12,9	14,4	15,9	17,4	15,3	386,5	-14%
S&P 500 /1/ Materials (US)	17,5	2,0	1,5	11,4	13,0	14,5	16,0	17,5	15,2	249,1	-17%
S&P 500 /1/ HealthCare (US)	18,0	1,8	2,0	10,5	12,5	14,5	16,5	18,5	14,5	559,3	-19%

DP - Número de desvios padrão de afastamento da Média de 24 meses

* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E Ajustado utiliza a média ponderada do EPS 13 e EPS 14

Fonte: Millennium investment banking, Bloomberg, FactSet

As estimativas apresentadas neste relatório correspondem a valores de consenso observados em cada momento, sem ajustamento em termos históricos.

Declarações (“Disclosures”)

- Este relatório foi elaborado em nome de Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S.A. (Millennium BCP).
- O Millennium BCP é regulado e supervisionado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).
- 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.
- Em termos gerais, o período de avaliação incluído neste relatório, é o fim do ano corrente ou o fim do próximo ano.
- Risco é definido pelo analista em termos qualitativos (Alto, Médio, Baixo).
- Habitualmente, atualizamos as nossas valorizações entre 3 e 9 meses.
- 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.
- O Millennium BCP pode ter relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório.
- O Millennium BCP espera receber ou tenciona receber comissões por serviços de banca de investimento prestados às empresas mencionadas neste relatório.
- As opiniões expressas acima, refletem opiniões pessoais dos analistas. Os analistas não recebem nem 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.
- A remuneração dos analistas é parcialmente suportada pela rentabilidade do grupo BCP, a qual inclui proveitos da banca de investimento.
- O grupo BCP detém mais de 2% da EDP.
- 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 e da Comissão Executiva do Millennium BCP é membro do Conselho Geral e de Supervisão da empresa EDP - Energias de Portugal, S.A..
- Millennium BCP 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.).
- O Banco Comercial Português foi escolhido como “Co-leader” para integrar o consórcio da Oferta Pública Inicial dos CTT, realizada em dezembro 2013.
- O Conselho de Administração da Mota-Engil escolheu o BCP como “joint-book runner” relativamente à operação de oferta de 34 300 000 ações ordinárias da Mota Engil através de um “accelerated book building” de acordo com o anúncio divulgado no dia 25 de fevereiro de 2014.
- Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium BCP (%)

Recomendação	fev-14	jan-14	dez-13	set-13	jun-13	dez-12	jun-12	dez-11	dez-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05	dez-04
Compra	26%	30%	55%	59%	77%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	17%	35%	23%	9%	9%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	17%	9%	18%	18%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	35%	26%	5%	14%	0%	4%	7%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	4%	0%	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	42%	18%	16%	20%	25%	
Variação	10.2%	2.1%	10.2%	7.1%	-1.7%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	7380	6697	6559	5954	5557	5655	4698	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619	7600

- A Política de Conflito de Interesses do Millennium BCP pode ser consultada através do endereço www.millenniumbcp.pt ou disponibilizada aos Clientes quando assim solicitado.

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.

Millennium investment banking

Av. Prof. Dr. Cavaco Silva (Tagus Park)
Edif 2 - Piso 2 B
Porto Salvo
2744-002 Porto Salvo

Portugal

Telephone +351 21 003 7811
Fax +351 21 003 7819 / 39

Equity Team

Luis Feria - Head of Equities

Equity Research +351 21 003 7820

António Seladas, CFA - Head (Industrials and Small Caps)
Alexandra Delgado, CFA (Telecoms and IT)
João Flores (Media and Retail)
Vanda Mesquita (Banks, Utilities and Oil&Gas)
Ramiro Loureiro (Market Analysis)
Sónia Martins (Market Analysis)
Sónia Primo (Publishing)

Prime Brokerage +351 21 003 7855

Vitor Almeida

Equity Sales/Trading +351 21 003 7850

Paulo Cruz - Head
Gonçalo Lima
Jorge Caldeira
Nuno Sousa
Paulo Santos
Pedro Ferreira Cruz
Pedro Gonçalves
Pedro Lalanda

Equity Derivatives +351 21 003 7890

Maria Cardoso Baptista, CFA - Head
Ana Lagarelhos
Diogo Justino
Marco Barata