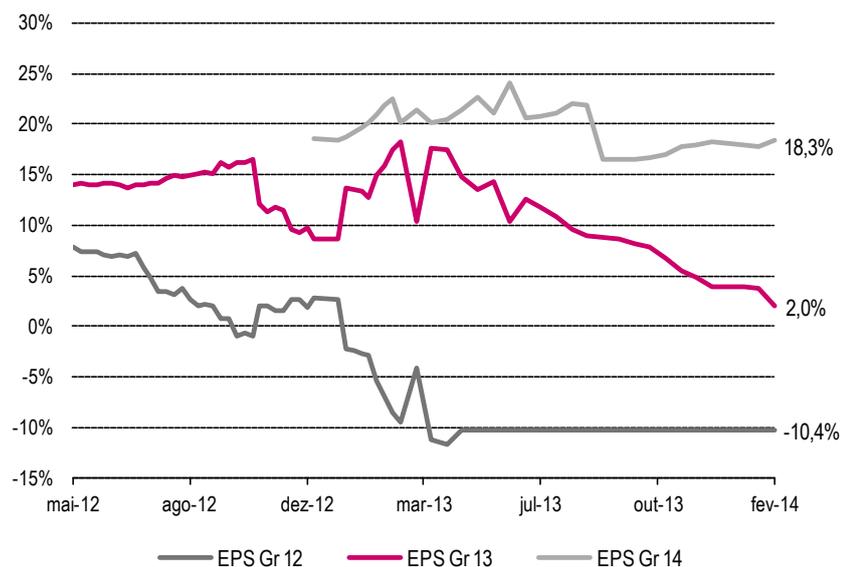


Euro Earnings Watch

Europa - Síntese

- Os resultados do **Euro Stoxx** devem ter crescido 2,0% em 2013 (estimativa revista em baixa 175pb nas últimas duas semanas), bastante abaixo do apontado há 4 meses (8,2%). Para este ano prevê-se um crescimento de 18,3%, taxa revista em alta em 63pb (o que se justifica pelo maior corte na estimativa de EPS para 2013 do que para 2014). Os resultados do Euro Stoxx devem estar a ganhar *momentum* em 2013/214 (CAGR 9,9%), depois de um crescimento médio negativo nos 5 anos anteriores (-8,9%).

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



- Sectorialmente**, Banks (+126%) deve ter apresentado o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de Technology (+35,6%). Em sentido inverso, Travel & Leisure (-32,6%) e Oil & Gas (-19,7%) devem registar as maiores quebras. No caso do setor Basic Resources, a base de crescimento não é comparável, uma vez que o setor apresentou um EPS negativo em 2012, devendo ter regressado aos lucros em 2013.
- Com base na cotação de fecho do dia 4 de fevereiro (303 pontos), o Euro Stoxx transaciona a um **PER** ajustado estimado de 13,9x, com um *downside* de 13% em relação à média dos últimos dois anos (12,2x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).
- No **pan-europeu**, a generalidade dos setores continua sobrevalorizada. Os mais distantes em relação ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos são Telecommunications, Media e Automobiles & Parts, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 14,4x, 17,3x e 9,9x, respetivamente, com *downside* de 23%, 21% e 17%, respetivamente, relativamente ao valor médio. As exceções são Technology e Personal & Household Goods, com PER ajustado estimado de 19,2X e 16,7X e *upsides* de 2% e 1% (face à média dos últimos dois anos), respetivamente.

Sónia Martins,

Analista de mercados

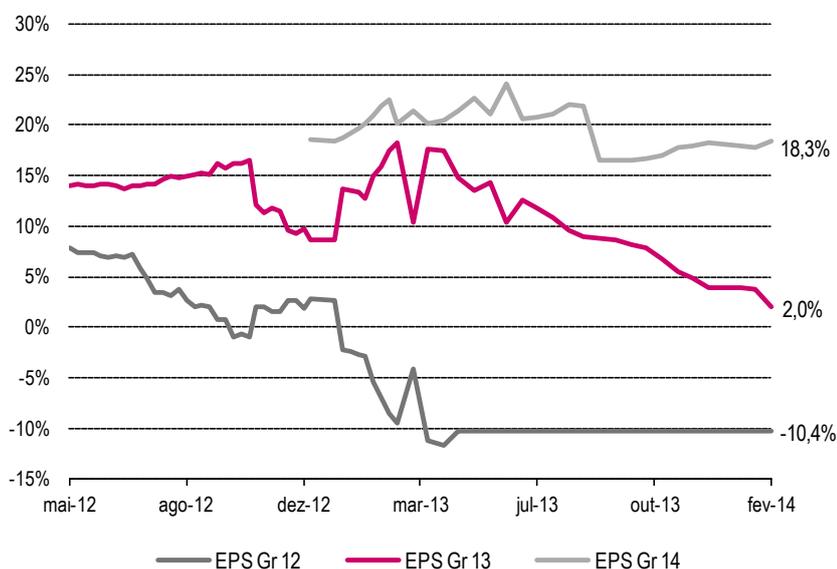
+351 21 003 78 64

sonia.martins@millenniumbcp.pt

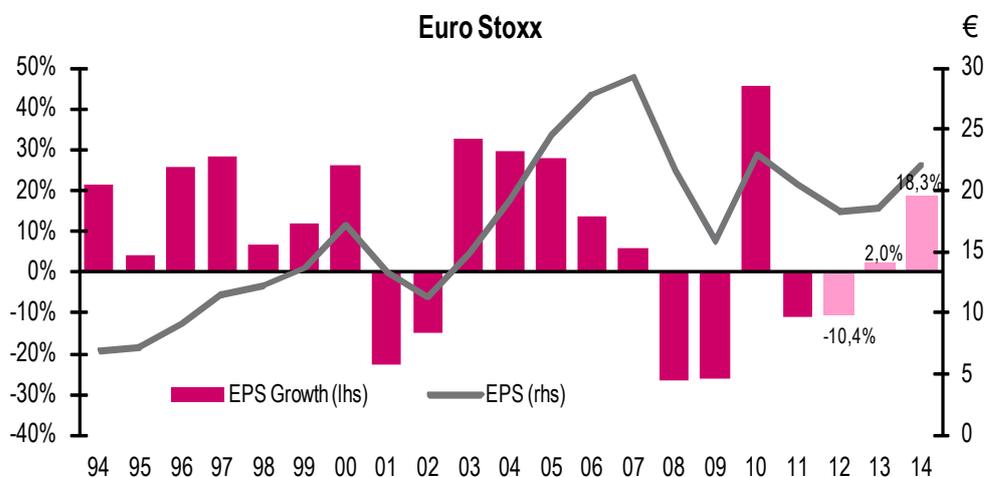
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados do **Euro Stoxx** devem ter crescido 2,0% em 2013 (estimativa revista em baixa 175pb nas últimas duas semanas), bastante abaixo do apontado há 4 meses (8,2%). Para este ano prevê-se um crescimento de 18,3%, taxa revista em alta em 63pb (o que se justifica pelo maior corte na estimativa de EPS para 2013 do que para 2014).

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve ter atingido os €18,64 em 2013 e chegar aos €22,06 em 2014 e €25,52 em 2015, apenas superado pelos anos de 2006 (€27,8) e 2007 (€29,2).



* Dados fechados até 2012 e estimados para 2013 e 2014

Múltiplos

Com base na cotação de fecho do dia 4 de fevereiro (303 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 13,9x, com um *downside* de 13% em relação à média dos últimos dois anos (12,2x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

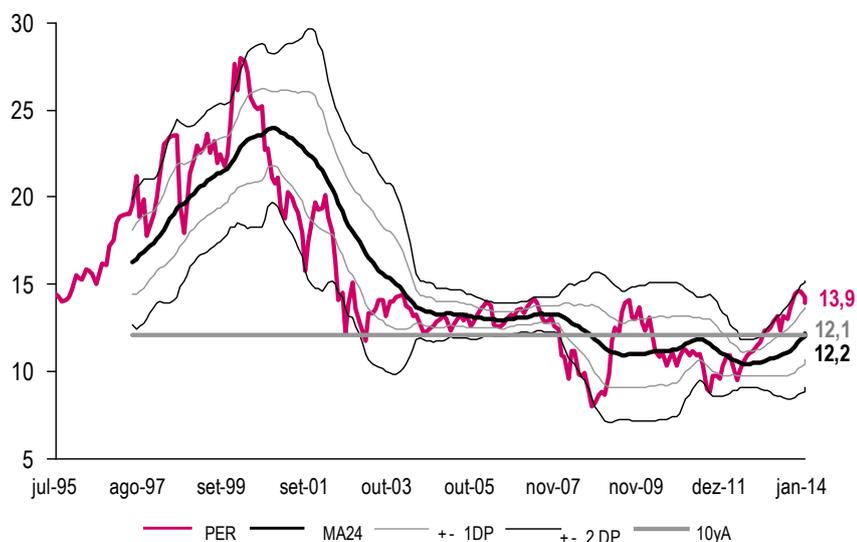
	Adjusted PER	#SD	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
DJ Euro Stoxx Bench	13,9	1,1	1,5	9,1	12,2	15,2	12,1	264,7	-13%

#SD – Desvio padrão face à média dos últimos dois anos

* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E ajustado resulta da média ponderada do EPS 13 e EPS 14

Euro Stoxx - Adjusted PER



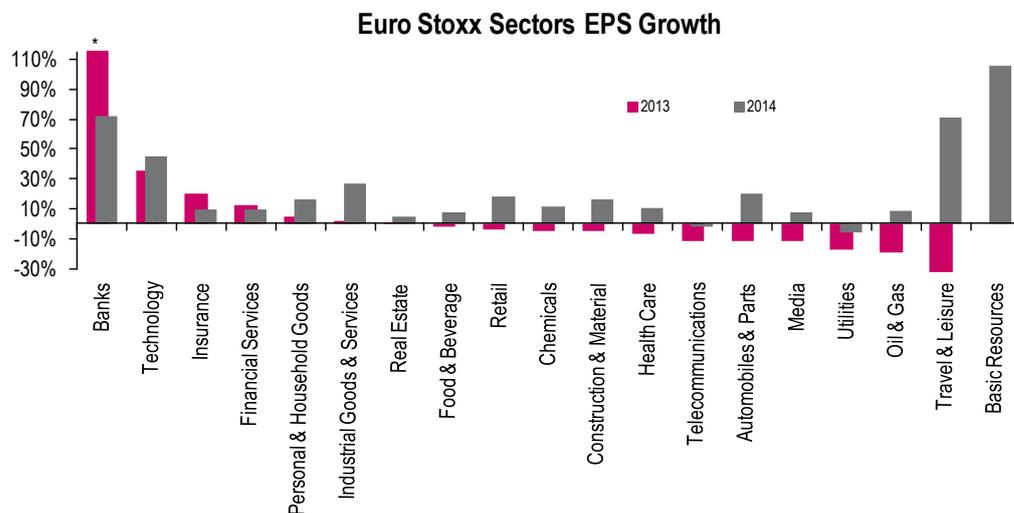
Análise Sectorial

Sectorialmente, **Banks** (+126%) deve ter apresentado o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+35,6%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-32,6%) e **Oil & Gas** (-19,7%) devem registar as maiores quebras. No caso do setor **Basic Resources**, a base de crescimento não é comparável, uma vez que o setor apresentou um EPS negativo em 2012, devendo ter regressado aos lucros em 2013.

Os resultados do **Euro Stoxx** devem estar a ganhar *momentum* em 2013/2014 (CAGR 9,9%), depois de um crescimento médio negativo nos 5 anos anteriores (-8,9%).

Euro Stoxx	Capitalização Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS		CAGR		Earnings Yield	Dividend Yield	P / BV	Change
		2013	2014	2013	2014	T 3Y*	F 2Y*	2012	2012	2012	2013 YTD
Banks	502,93	22,2	12,9	126%	71,9%	-40,3%	97,2%	0,0%	4,1%	0,6	25,9% 1,6%
Technology	197,76	27,6	19,0	35,6%	45,6%	-0,4%	40,5%	2,8%	1,4%	3,2	27,4% -6,1%
Insurance	268,20	10,4	9,5	20,4%	9,4%	12,8%	14,8%	8,9%	4,1%	0,7	33,2% -5,4%
Financial Services	41,47	15,2	13,9	12,2%	9,5%	8,8%	10,8%	6,8%	3,8%	1,1	31,0% -3,0%
Personal & Household Goods	298,75	22,9	19,7	4,9%	16,2%	19,1%	10,4%	4,2%	1,9%	3,4	16,0% -4,5%
Industrial Goods & Services	495,51	20,1	15,8	1,7%	26,7%	18,8%	13,5%	4,6%	2,9%	2,3	27,1% -4,5%
Real Estate	52,01	15,7	15,1	0,0%	4,6%	17,7%	2,3%	6,3%	5,1%	1,0	2,6% -3,4%
Food & Beverage	323,91	18,2	16,9	-2,3%	7,7%	10,7%	2,6%	5,6%	2,2%	3,3	7,0% -7,1%
Retail	166,35	20,9	17,6	-4,1%	18,7%	1,0%	6,7%	5,0%	2,7%	2,5	24,8% -7,1%
Chemicals	284,24	16,6	14,9	-4,4%	11,5%	23,5%	3,3%	6,4%	2,8%	2,4	23,0% -5,7%
Construction & Material	137,88	18,1	15,5	-4,8%	16,6%	-0,2%	5,4%	5,9%	4,2%	1,2	16,6% 0,1%
Health Care	210,47	16,9	15,3	-6,6%	10,6%	2,5%	1,6%	6,7%	2,7%	2,0	12,3% -4,8%
Telecommunications	192,26	13,6	13,9	-11,4%	-2,2%	-13,8%	-6,9%	8,4%	5,5%	1,3	20,9% -2,6%
Automobiles & Parts	317,71	11,9	9,9	-11,4%	20,2%	12,2%	3,2%	8,2%	3,4%	1,0	36,0% -3,0%
Media	150,17	20,5	18,9	-11,6%	8,1%	-4,9%	-2,2%	5,7%	4,7%	2,2	33,2% -1,3%
Utilities	309,71	12,2	13,0	-17,4%	-6,0%	-8,8%	-11,9%	10,2%	7,2%	0,8	9,2% -0,6%
Oil & Gas	228,02	11,1	10,2	-19,7%	8,9%	15,0%	-6,5%	11,6%	5,3%	1,1	4,3% -6,3%
Travel & Leisure	45,26	27,8	16,3	-32,6%	70,9%	84,5%	7,3%	3,6%	2,4%	1,7	21,8% 4,2%
Basic Resources	62,26	31,4	15,3	n.m.	105,9%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	11,3% -5,7%
						T 3Y*	F 2Y*				
Euro Stoxx	4284,88	16,5	13,9	2,0%	18,3%	-8,9%	9,9%	5,8%	3,6%	1,3	20,5% -3,6%

* T = Trailing 3 years (except Auto that remains 2yr), F = Forward
n.m. - base não comparável



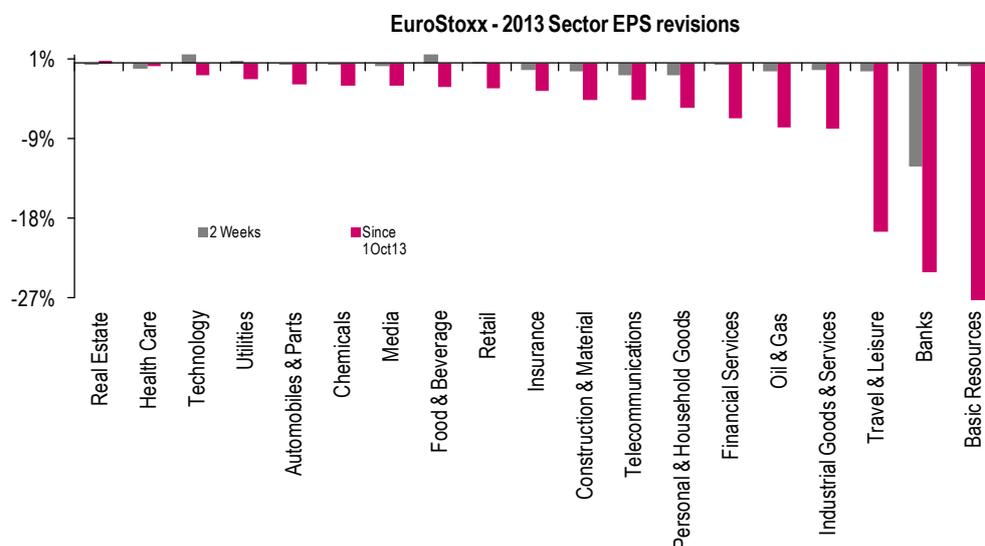
*Crescimento estimado de EPS para 2013 de 126%, devido à base baixa de 2012.

Revisões

Nas últimas duas semanas, as estimativas de EPS para 2013 mais revistas em alta foram do setor **Technology** (+1,0%) e **Food & Beverage** (+1,0%). As mais revistas em baixa foram de **Banks** (-11,6%) e **Personal & Household Goods** (-1,4%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		2 Weeks	Since 1Oct13	2Weeks	YTD	2013
Technology	35,6%	1,0%	-1,3%	-4,3%	-6,1%	26,7%
Food & Beverage	-2,3%	1,0%	-2,6%	-7,1%	-5,4%	8,5%
Utilities	-17,4%	0,3%	-1,8%	-2,5%	-1,3%	7,5%
Retail	-4,1%	0,1%	-2,8%	-6,0%	-4,8%	19,6%
Automobiles & Parts	-11,4%	-0,1%	-2,3%	-6,7%	-2,7%	37,3%
Real Estate	0,0%	-0,2%	0,3%	-3,2%	0,3%	5,3%
Chemicals	-4,4%	-0,2%	-2,4%	-5,7%	-5,7%	13,9%
Financial Services	12,2%	-0,2%	-6,2%	-5,0%	-5,2%	35,0%
Media	-11,6%	-0,2%	-2,5%	-4,8%	-3,5%	33,7%
Basic Resources	n.m.	-0,3%	-26,8%	-3,3%	-1,9%	-13,4%
Health Care	-6,6%	-0,6%	-0,3%	-3,2%	0,1%	20,4%
Insurance	20,4%	-0,7%	-3,1%	-5,6%	-4,1%	28,9%
Industrial Goods & Services	1,7%	-0,8%	-7,3%	-6,4%	-4,1%	22,5%
Construction & Material	-4,8%	-0,9%	-4,1%	-4,1%	-1,0%	21,8%
Travel & Leisure	-32,6%	-0,9%	-19,1%	-4,7%	-0,6%	27,9%
Oil & Gas	-19,7%	-1,0%	-7,3%	-7,5%	-6,1%	3,8%
Telecommunications	-11,4%	-1,3%	-4,1%	-6,9%	-4,2%	32,1%
Personal & Household Goods	4,9%	-1,4%	-5,0%	-5,3%	-5,7%	14,0%
Banks	126,1%	-11,6%	-23,6%	-5,6%	-0,3%	19,0%
Euro Stoxx	2,0%	-1,7%	-5,7%	-5,5%	-3,6%	20,5%

n.m. - Base EPS 12 negativa



Múltiplos – Pan-europeu

No pan-europeu, a generalidade dos setores continua sobrevalorizada. Os mais distantes em relação ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos são **Telecommunications**, **Media** e **Automobiles & Parts**, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 14,4x, 17,3x e 9,9x, respetivamente, com *downside* de 23%, 21% e 17%, respetivamente, relativamente ao valor médio. As exceções são **Technology** e **Personal & Household Goods**, com PER ajustado estimado de 19,2x e 16,7x e *upsides* de 2% e 1% (face à média dos últimos dois anos), respetivamente.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Technology	19,2	-0,2	2,0	15,7	19,6	23,5	17,7	273,9	2%
Personal & Household Good	16,7	-0,1	0,9	15,0	16,8	18,5	15,2	553,4	1%
Food & Beverage	17,3	0,2	1,0	15,0	17,1	19,2	15,6	462,1	-1%
Travel & Leisure	16,2	0,8	0,7	14,3	15,7	17,1	14,7	180,4	-3%
Retail	16,1	0,7	1,6	11,8	15,0	18,2	14,5	287,7	-7%
Real Estate	18,3	1,3	1,1	14,6	16,9	19,2	16,7	126,0	-8%
Chemicals	14,9	1,0	1,3	11,0	13,6	16,2	13,4	664,6	-9%
Industrial Goods & Services	15,6	1,0	1,4	11,3	14,2	17,0	14,0	360,4	-9%
Oil & Gas	10,3	1,3	0,8	7,7	9,3	10,9	10,2	283,6	-10%
Stoxx 600	13,8	1,1	1,4	9,6	12,3	15,0	12,2	282,7	-11%
Banks	12,0	0,9	1,5	7,5	10,5	13,6	10,7	170,3	-12%
Health Care	15,7	1,3	1,5	10,9	13,8	16,7	14,3	516,4	-12%
Financial Services	15,2	1,0	1,9	9,6	13,3	17,1	14,7	284,6	-13%
Insurance	10,1	1,2	1,1	6,5	8,8	11,0	9,1	190,2	-13%
Basic Resources	12,9	0,9	1,9	7,4	11,2	15,0	11,1	347,2	-13%
Construction & Materials	15,7	1,4	1,6	10,3	13,5	16,7	12,7	271,0	-14%
Utilities	12,8	1,6	1,1	8,7	10,9	13,2	12,4	235,0	-14%
Automobiles & Parts	9,9	1,1	1,5	5,2	8,2	11,3	13,4	383,1	-17%
Media	17,3	1,5	2,4	8,8	13,7	18,6	13,9	194,4	-21%
Telecommunications	14,4	1,8	1,8	7,4	11,1	14,8	11,7	217,3	-23%

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

** - Utilizando PER médio de 24M

O P/E ajustado resulta da média ponderada do EPS 13 e EPS 14

Índices – Análise global

Os resultados do **PSI20** devem ter recuado 13,2% em 2013, subindo 78,3% este ano. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (40,9%) e continue em 2014 (18,4%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P/BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	16.5x	13x	-4,6%	27,0%	6,4%	1.2x	-4,7%
CAC 40 (FR)	14.9x	12.9x	10,4%	15,4%	6,5%	1.2x	-4,2%
DAX (DE)	14.6x	13x	-1,8%	12,3%	6,9%	1.5x	-4,4%
Euro STOXX	16.5x	13.9x	15,6%	18,4%	5,8%	1.3x	-3,6%
FTSE 100 (GB)	14.1x	12.9x	-3,6%	9,4%	7,9%	1.8x	-4,4%
IBEX 35 (ES)	17.8x	15x	40,9%	18,4%	4,7%	1.1x	-1,6%
PSI 20 (PT)	37.5x	21x	-13,2%	78,3%	3,2%	1.2x	2,3%
SMI (CH)	16.5x	15.1x	10,7%	9,0%	5,6%	2.5x	-1,3%
Ireland ISEQ Overall	26.2x	16.7x	16%	52%	2,9%	1.7x	2,8%
S&P 500 (US)	16.3x	14.9x	5,3%	9,4%	5,9%	2.3x	-5,0%

Numa análise ao rácio *price/earnings* constata-se que a generalidade dos principais índices mundiais transaciona sobrevalorizado. O **PSI20** transaciona a um PER ajustado de 21,9x, com um *downside* de 15% em relação à média dos últimos dois anos (18,5x) e de 29% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,5x).

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
AEX (NL)	13,1	1,1	1,6	8,1	9,7	11,3	12,9	14,4	10,9	330,7	-14%
CAC 40 (FR)	12,9	1,2	1,5	8,3	9,8	11,2	12,7	14,2	11,6	3577,9	-13%
DAX (DE)	12,9	1,3	1,2	8,7	10,0	11,2	12,5	13,7	12,2	7945,0	-13%
Euro STOXX	13,9	1,1	1,5	9,1	10,6	12,2	13,7	15,3	12,3	265,1	-13%
FTSE 100 (GB)	12,9	1,2	1,1	9,3	10,4	11,6	12,7	13,9	10,3	5786,7	-10%
IBEX 35 (ES)	15,0	1,3	2,1	7,9	10,1	12,2	14,3	16,4	11,5	7941,4	-19%
PSI 20 (PT)	21,9	0,7	4,9	8,7	13,6	18,5	23,4	28,3	15,5	5688,6	-15%
SMI (CH)	15,0	1,0	1,3	11,2	12,5	13,7	15,0	16,3	13,5	7406,8	-8%
Ireland ISEQ Overall	17,3	-0,8	1,0	16,1	17,1	18,1	19,0	20,0	10,0	4870,8	4%
S&P 500 (US)	14,8	0,9	0,9	12,0	12,9	13,9	14,8	15,8	14,5	1649,6	-6%
Bovespa (BR)	9,4	-0,7	3,7	4,5	8,1	11,8	15,5	19,2	10,5	59105,9	26%
Nikkei 225 (JP)	16,7	0,7	3,0	8,8	11,8	14,8	17,7	20,7	17,6	12357,5	-12%

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

* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E ajustado resulta da 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 pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.
- 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).
- Normalmente, 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 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.
- A remuneração dos analistas é parcialmente suportada pela rentabilidade do grupo BCP, a qual inclui proveitos de 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 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, realizada em junho 2008.
- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (atualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "Co-leader", da operação de aumento de capital do BES, realizada em Abril 2009.
- O Millennium bcp integrou o consórcio, como "Co-Manager", da operação de aumento de capital do BES, realizada em Maio 2012.
- Millenniumbcp através da sua área de Banca de Investimentos presta serviços de banca de investimento à Tagus Holdings S.a.r.l. (“Oferteante” 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 Publica Inicial dos CTT, realizada em dezembro 2013.
- Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium bcp (%).

Recomendação	jan-14	dez-13	set-13	jun-13	mar-13	dez-12	jun-12	dez-11	dez-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05	dez-04
Compra	30%	55%	59%	77%	76%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	6%
Manter	35%	23%	9%	9%	10%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6
Reduzir	9%	18%	18%	14%	14%	4%	0%	0%	7%	0%	0%	0%	21%	5%	6
Vender	26%	5%	14%	0%	0%	4%	7%	4%	4%	0%	0%	14%	16%	5%	0
Sem Recom./Sob Revisão	0%	0%	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	2%
Variação	2,1%	10,2%	7,1%	-4,6%	3,0%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	n
PSI 20	6697	6559	5954	5557	5822	5655	4698	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619	76

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 praticarem. 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