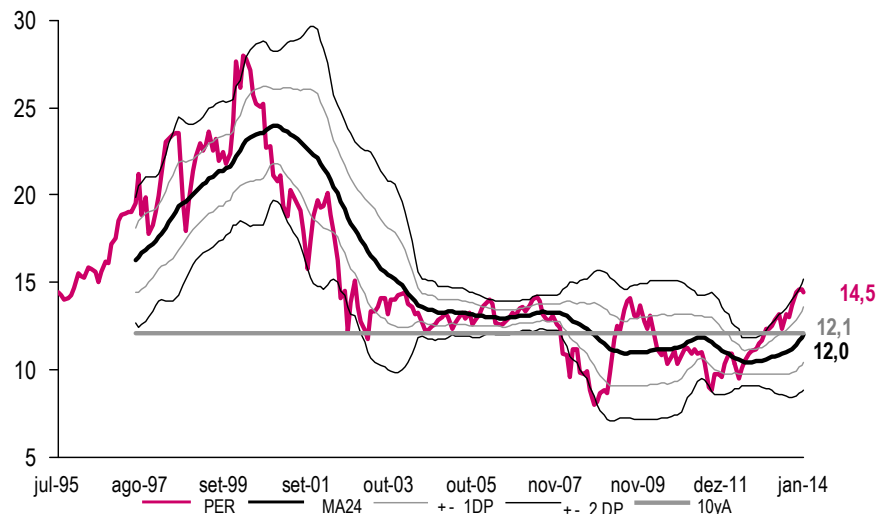


# Euro Earnings Watch

## Europa - Síntese

- Os analistas preveem que os resultados do **Euro Stoxx** tenham crescido 3,9% em 2013 (estimativa revista em baixa 4pb nas últimas quatro semanas), menos de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para este ano aponta-se um crescimento de 18,0%, taxa revista em baixa em 30pb.
- Com base na cotação de fecho do dia 7 de janeiro (312 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 13,9x, com um *downside* de 17% em relação à média dos últimos dois anos (12,0x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

Euro Stoxx - Adjusted PER



- No pan-europeu, todos os setores continuam sobrevalorizados. 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 14,9x, 17,8x e 10,6x, respetivamente, com *downside* de 27%, 24% e 23%, respetivamente, relativamente ao valor médio.
- A nível global, os resultados do **PSI20** devem ter crescido 2,2% em 2013, subindo 63,9% este ano. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (41,0%). 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 21,6x, com um *downside* de 16% em relação à média dos últimos dois anos (18,1x) e de 29% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,4x).

Sónia Martins,

Analista de mercados

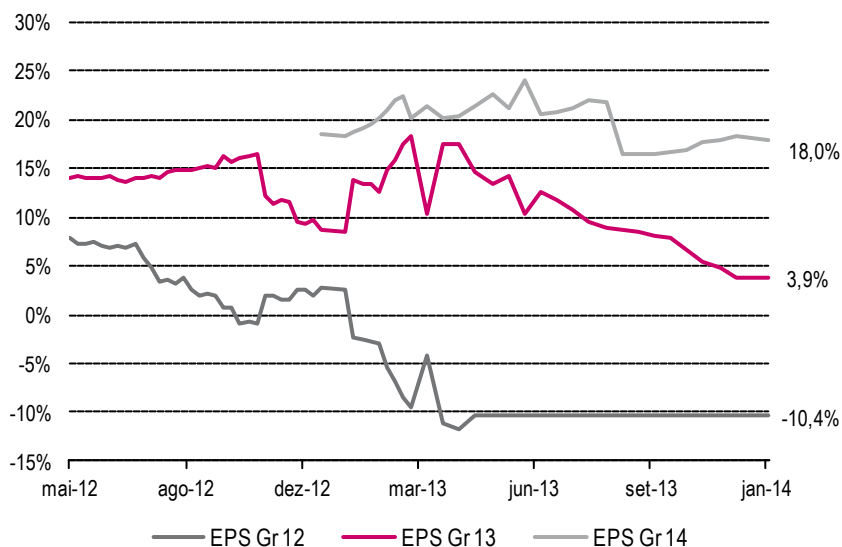
+351 21 003 78 64

[sonia.martins@millenniumbcp.pt](mailto:sonia.martins@millenniumbcp.pt)

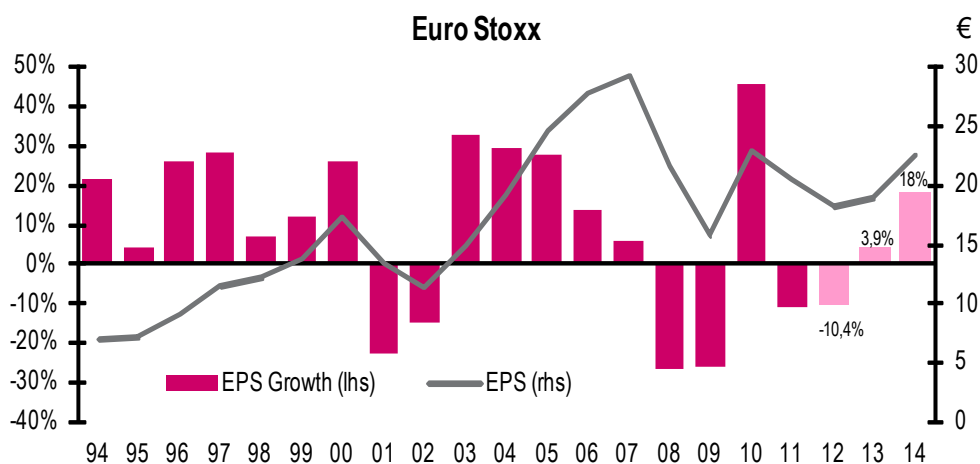
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados do **Euro Stoxx** devem ter crescido 3,9% em 2013 (estimativa revista em baixa 4pb nas últimas quatro semanas), menos de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para este ano prevê-se um crescimento de 18,0%, taxa revista em baixa em 30pb.

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve ter atingido os €18,98 em 2013 e chegar aos €22,39 em 2014, ainda abaixo do registado em 2005 (€24,5), 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 7 de janeiro (312,0 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,5x, com um *downside* de 17% em relação à média dos últimos dois anos (12,0x) 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	14,5	1,6	1,6	8,8	12,0	15,2	12,1	261,7	-17%

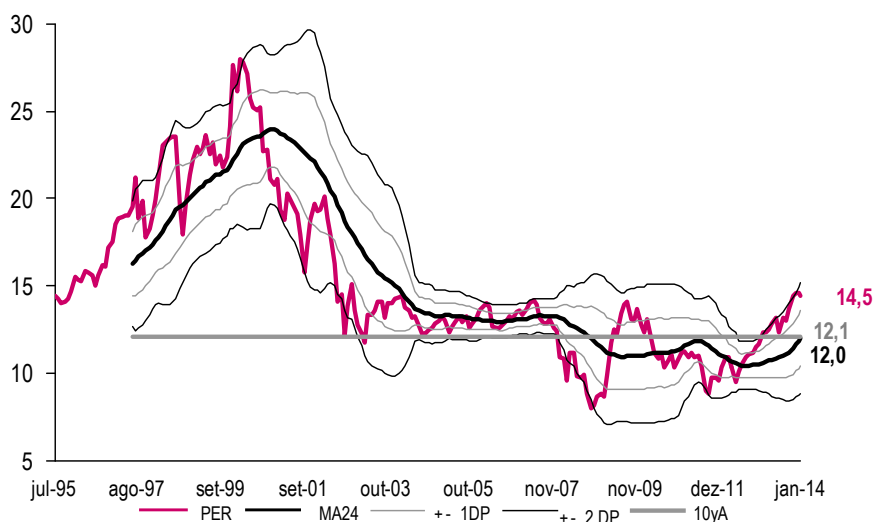
#SD – Desvio padrão face à média dos últimos dois anos

\* - Utilizando PER médio de 24M

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

Apesar do índice europeu transacionar a um PER acima da média histórica, e na banda de dois desvios padrão superior calculada a partir da média móvel a dois anos, estamos sem dúvida a viver um **período de expansão de múltiplos**. O rácio parece estar a estabilizar neste patamar, à semelhança do período 2003-2007. Ainda assim, seria desejável estarmos a assistir a revisões em alta de estimativas de *earnings* para os próximos dois anos, de forma a sustentar uma subida nos mercados acionistas.

Euro Stoxx - Adjusted PER



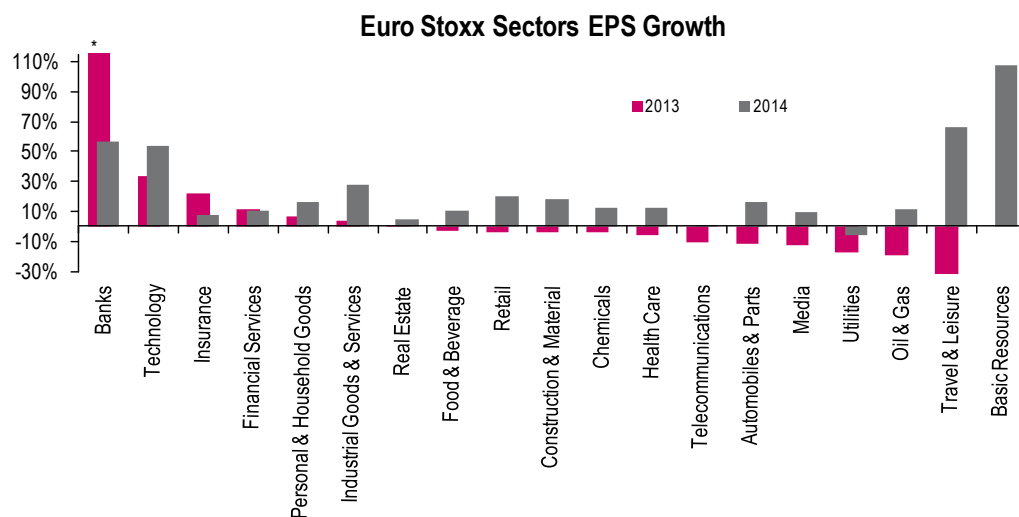
**Análise Sectorial**

Sectorialmente, **Banks** (+157%) deve apresentar o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+33,4%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-31,3%) e **Oil & Gas** (-18,8%) 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 regressar aos lucros este ano.

Os resultados do **Euro Stoxx** devem ganhar *momentum* entre 2012 e 2014 (CAGR 10,7%), depois de um crescimento médio negativo nos últimos 5 anos (-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	498,39	19,0	12,1	157%	56,5%	-40,3%	100,7%	0,0%	4,1%	0,6	25,9%	4,3%
Technology	208,80	29,6	19,2	33,4%	53,8%	-0,4%	43,3%	2,7%	1,4%	3,2	27,4%	-0,5%
Insurance	281,04	10,5	9,7	22,2%	8,1%	12,8%	14,9%	8,4%	4,1%	0,7	33,2%	0,3%
Financial Services	42,94	15,6	14,1	11,3%	10,7%	8,8%	11,0%	6,6%	3,8%	1,1	31,0%	0,4%
Personal & Household Goods	307,02	23,0	19,8	6,3%	16,6%	19,1%	11,3%	4,1%	1,9%	3,4	16,0%	-2,1%
Industrial Goods & Services	522,60	20,3	15,9	3,4%	27,7%	18,8%	14,9%	4,4%	2,9%	2,3	27,1%	-0,1%
Real Estate	52,85	16,0	15,3	0,0%	4,5%	17,7%	2,2%	6,1%	5,1%	1,0	2,6%	-0,5%
Food & Beverage	340,48	19,2	17,4	-3,2%	10,4%	10,7%	3,4%	5,3%	2,2%	3,3	7,0%	-1,1%
Retail	178,73	22,0	18,3	-3,8%	19,9%	1,0%	7,4%	4,7%	2,7%	2,5	24,8%	-0,5%
Construction & Material	139,35	17,7	15,0	-3,9%	17,8%	-0,2%	6,4%	5,9%	4,2%	1,2	23,0%	0,9%
Chemicals	294,39	16,9	15,1	-4,0%	12,2%	23,5%	3,8%	6,1%	2,8%	2,4	16,6%	-0,9%
Health Care	217,26	17,4	15,5	-5,9%	12,3%	2,5%	2,8%	6,4%	2,7%	2,0	12,3%	-0,2%
Telecommunications	194,31	13,4	13,4	-10,8%	0,2%	-13,8%	-5,4%	8,1%	5,5%	1,3	20,9%	1,2%
Automobiles & Parts	325,55	11,8	10,1	-11,1%	16,6%	12,2%	1,8%	8,0%	3,4%	1,0	36,0%	-0,4%
Media	151,93	20,5	18,7	-12,3%	9,5%	-4,9%	-2,0%	5,6%	4,7%	2,2	33,2%	-0,3%
Utilities	309,10	12,0	12,8	-17,7%	-5,9%	-8,8%	-12,0%	10,1%	7,2%	0,8	9,2%	-0,4%
Oil & Gas	239,49	11,3	10,2	-18,8%	11,2%	15,0%	-5,0%	10,9%	5,3%	1,1	4,3%	-0,3%
Travel & Leisure	43,82	26,9	16,1	-31,3%	66,7%	84,5%	7,0%	3,6%	2,4%	1,7	21,8%	3,0%
Basic Resources	64,50	32,0	15,4	n.m.	107,5%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	11,3%	-0,7%
						<b>T 3Y*</b>	<b>F 2Y*</b>					
Euro Stoxx	4412,58	16,4	13,9	3,9%	18,0%	-8,9%	10,7%	5,5%	3,6%	1,3	20,5%	0,3%

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



\*Crescimento estimado de EPS para 2013 de 157%, devido à base baixa de 2012.

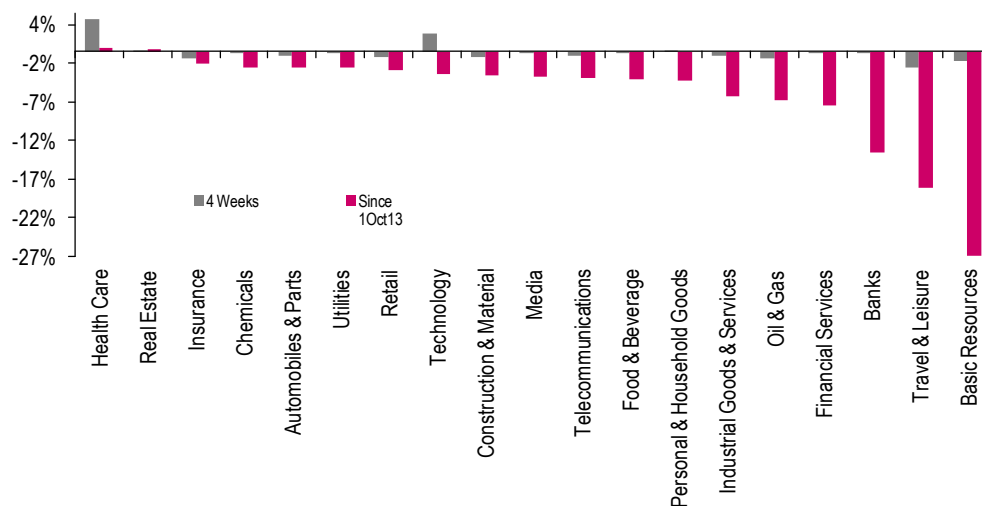
Revisões

Nas últimas quatro semanas, as estimativas de EPS para 2013 mais revistas em alta foram do setor **Health Care** (+4,2%) e **Technology** (+2,3%). As mais revistas em baixa foram de **Travel & Leisure** (-2,1%) e **Basic Resources** (-1,3%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		4 Weeks	Since 1Oct13	4 Weeks	YTD	2013
Health Care	-5,9%	4,2%	0,5%	4,4%	0,6%	20,4%
Technology	33,4%	2,3%	-2,9%	2,7%	-1,0%	26,7%
Real Estate	0,0%	0,2%	0,3%	1,4%	0,0%	5,3%
Personal & Household Goods	6,3%	0,1%	-3,7%	1,7%	-1,5%	14,0%
Financial Services	11,3%	0,0%	-6,9%	7,1%	0,6%	35,0%
Food & Beverage	-3,2%	0,0%	-3,5%	1,7%	-0,5%	8,5%
Utilities	-17,7%	-0,1%	-2,1%	2,8%	-0,6%	7,5%
Media	-12,3%	-0,1%	-3,2%	5,6%	-0,2%	33,7%
Banks	157,4%	-0,2%	-13,0%	7,7%	3,2%	19,0%
Chemicals	-4,0%	-0,2%	-2,0%	3,8%	-0,8%	13,9%
Automobiles & Parts	-11,1%	-0,5%	-2,1%	4,7%	-0,3%	37,3%
Industrial Goods & Services	3,4%	-0,6%	-5,8%	5,7%	0,1%	22,5%
Telecommunications	-10,8%	-0,6%	-3,5%	4,8%	0,8%	32,1%
Retail	-3,8%	-0,7%	-2,5%	3,6%	0,5%	19,6%
Construction & Material	-3,9%	-0,8%	-3,1%	7,0%	0,5%	21,8%
Insurance	22,2%	-0,8%	-1,6%	6,3%	0,3%	28,9%
Oil & Gas	-18,8%	-0,9%	-6,2%	4,2%	0,6%	3,8%
Basic Resources	n.m.	-1,3%	-26,5%	1,1%	-2,6%	-13,4%
Travel & Leisure	-31,3%	-2,1%	-17,6%	8,2%	1,9%	27,9%
Euro Stoxx	3,9%	0,0%	-4,0%	4,8%	0,3%	20,5%

n.m. - Base EPS 12 negativa

EuroStoxx - 2013 Sector EPS revisions



## Múltiplos – Pan-europeu

No pan-europeu, todos os setores continuam sobrevalorizados. 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 14,9x, 17,8x e 10,6x, respetivamente, com *downside* de 27%, 24% e 23%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Personal & Household Good	17,2	0,5	1,0	14,8	16,7	18,6	15,1	557,7	-3%
Technology	20,2	0,4	2,3	14,8	19,4	24,0	17,8	271,8	-4%
Food & Beverage	18,1	0,9	1,1	14,8	17,0	19,3	15,6	461,8	-6%
Travel & Leisure	17,0	1,6	0,9	13,8	15,6	17,4	14,7	174,9	-9%
Real Estate	18,5	1,3	1,2	14,4	16,9	19,3	16,6	124,2	-9%
Health Care	15,6	1,4	1,5	10,7	13,6	16,5	14,3	516,0	-13%
Retail	17,1	1,3	1,7	11,6	14,9	18,3	14,5	284,4	-13%
Oil & Gas	10,7	1,8	0,8	7,6	9,2	10,8	10,2	290,1	-14%
Industrial Goods & Services	16,3	1,5	1,5	11,0	14,0	17,0	14,0	356,7	-14%
Chemicals	15,7	1,6	1,4	10,7	13,5	16,3	13,4	656,5	-14%
<b>Stoxx 600</b>	<b>14,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>9,3</b>	<b>12,2</b>	<b>15,0</b>	<b>12,2</b>	<b>279,8</b>	<b>-15%</b>
Utilities	12,8	1,9	1,1	8,7	10,8	12,9	12,4	233,8	-15%
Basic Resources	13,1	1,1	2,0	6,9	11,0	15,0	11,2	333,0	-16%
Construction & Materials	15,9	1,7	1,6	10,1	13,3	16,5	12,7	267,9	-17%
Banks	12,5	1,3	1,6	7,1	10,4	13,6	10,7	166,3	-17%
Insurance	10,6	1,7	1,2	6,4	8,7	11,0	9,1	187,1	-18%
Financial Services	16,3	1,6	2,0	9,2	13,2	17,1	14,7	279,6	-19%
Automobiles & Parts	10,6	1,6	1,6	5,0	8,1	11,2	13,4	362,8	-23%
Media	17,8	1,8	2,4	8,7	13,5	18,2	13,9	192,1	-24%
Telecommunications	14,9	<b>2,3</b>	1,7	7,4	10,9	14,4	11,7	218,5	-27%

# 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 crescido 2,2% em 2013, subindo 63,9% este ano. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (41,0%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P/BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	16.1x	12.8x	0,2%	25,4%	6,1%	1.2x	0,3%
CAC 40 (FR)	15x	12.9x	11,1%	16,7%	6,3%	1.2x	-0,8%
DAX (DE)	14.5x	13.1x	0,6%	10,6%	6,6%	1.5x	-0,5%
Euro STOXX	16.4x	13.9x	17,6%	18,0%	5,5%	1.3x	0,3%
FTSE 100 (GB)	14.4x	13x	-2,3%	10,2%	7,5%	1.8x	0,1%
IBEX 35 (ES)	17.7x	14.6x	41,0%	21,2%	4,5%	1.1x	2,6%
PSI 20 (PT)	32.2x	19.7x	2,2%	63,9%	3,1%	1.2x	6,1%
SMI (CH)	16.4x	15x	12,0%	9,8%	5,5%	2.5x	1,4%
Ireland ISEQ Overall	24.7x	16.5x	22%	50%	2,9%	1.7x	3,1%
S&P 500 (US)	16.8x	15.3x	5,6%	10,1%	5,6%	2.3x	-0,6%

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 21,6x, com um *downside* de 16% em relação à média dos últimos dois anos (18,1x) e de 29% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,4x).

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
AEX (NL)	13,4	1,4	1,6	8,0	9,6	11,1	12,7	14,3	10,9	335,3	-17%
CAC 40 (FR)	13,3	1,5	1,5	8,2	9,6	11,1	12,6	14,0	11,6	3563,4	-16%
DAX (DE)	13,4	1,9	1,3	8,5	9,8	11,1	12,4	13,6	12,2	7839,1	-18%
Euro STOXX	14,5	1,5	1,6	8,8	10,4	12,0	13,6	15,2	12,3	262,2	-17%
FTSE 100 (GB)	13,3	1,5	1,2	9,0	10,2	11,4	12,6	13,8	10,2	5814,1	-14%
IBEX 35 (ES)	15,5	1,6	2,1	7,7	9,8	12,0	14,1	16,2	11,5	7879,9	-23%
PSI 20 (PT)	21,6	0,7	5,0	8,1	13,1	18,1	23,1	28,1	15,4	5845,2	-16%
SMI (CH)	15,3	1,3	1,3	11,0	12,3	13,6	14,9	16,2	13,5	7411,5	-11%
Ireland ISEQ Overall	17,8	-0,2	1,1	15,8	16,9	18,0	19,1	20,2	10,0	4733,3	1%
S&P 500 (US)	15,6	1,8	1,0	11,8	12,8	13,8	14,8	15,8	14,5	1625,9	-12%
Bovespa (BR)	10,9	-0,3	3,7	4,6	8,3	12,0	15,7	19,4	10,5	55130,9	9%
Nikkei 225 (JP)	19,0	1,4	3,1	8,6	11,7	14,7	17,8	20,8	17,7	12228,2	-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

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.
- 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. ("Oferente" no lançamento da oferta pública de aquisição das ações Brisa - Autoestradas de Portugal, S.A.).

**Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium bcp (%)**

Recomendação	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
Comprar	55%	59%	77%	76%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	23%	9%	9%	10%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	18%	18%	14%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	5%	14%	0%	0%	4%	7%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	0%	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	10,2%	7,1%	-4,6%	3,0%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	6559	5954	5557	5822	5655	4698	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619	7600

**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