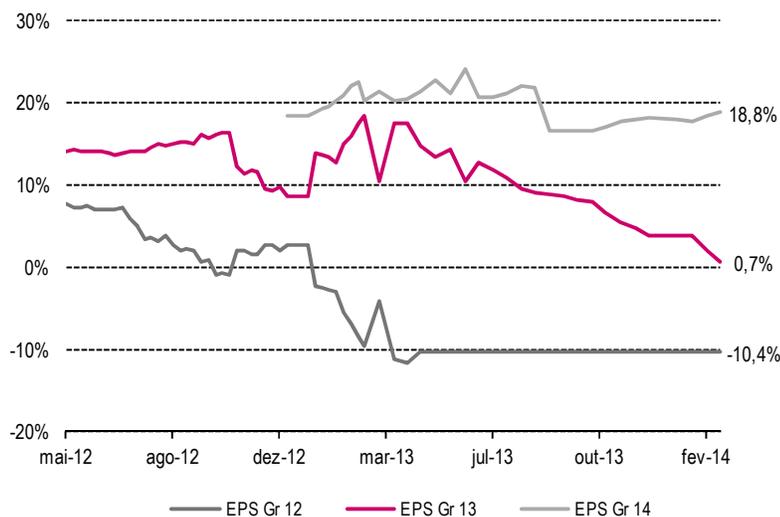


## Euro Earnings Watch

### Europa - Síntese

- Os resultados do **Euro Stoxx** devem ter crescido 0,7% em 2013 (estimativa revista em baixa 131 pb nas últimas duas semanas), bastante abaixo do apontado há 4 meses (8,2%). Para este ano prevê-se um crescimento de 18,8%, taxa revista em alta em 45 pb. Os resultados do Euro Stoxx devem estar a ganhar *momentum* em 2013/214 (CAGR 9,4%), depois de um crescimento médio negativo nos 5 anos anteriores (-8,9%).

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



- Sectorialmente**, Banks (+120%) deve ter apresentado o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de Technology (+28,7%). Em sentido inverso, Travel & Leisure (-33,8%) e Oil & Gas (-21,1%) 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 18 de fevereiro (319,5 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,8x, com um *downside* de 18% em relação à média dos últimos dois anos (12,2x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).
- No **pan-europeu**, todos os setores estão 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 15,8x, 18,4x e 10,9x, respetivamente, com *downside* de 30%, 25% e 24%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

Sónia Martins,  
Analista de mercados

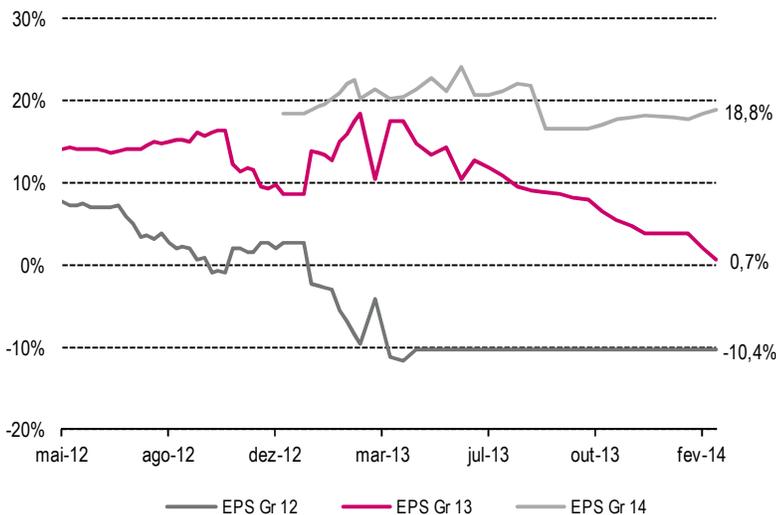
+351 21 003 78 64

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

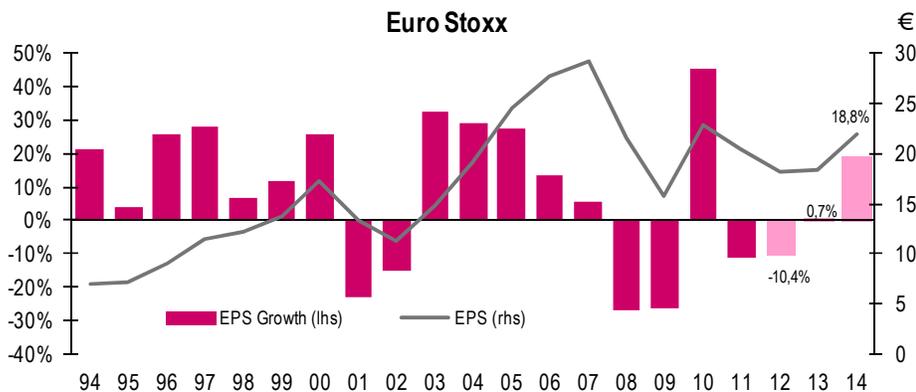
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados do **Euro Stoxx** devem ter crescido 0,7% em 2013 (estimativa revista em baixa 131 pb nas últimas duas semanas), bastante abaixo do apontado há 4 meses (7,9%). Para este ano prevê-se um crescimento de 18,8%, taxa revista em alta em 45 pb.

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve ter atingido os € 18,40 em 2013 e chegar aos € 21,86 em 2014 e € 25,04 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 18 de fevereiro (319,5 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,8x, com um *downside* de 18% em relação à média dos últimos dois anos (12,2x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

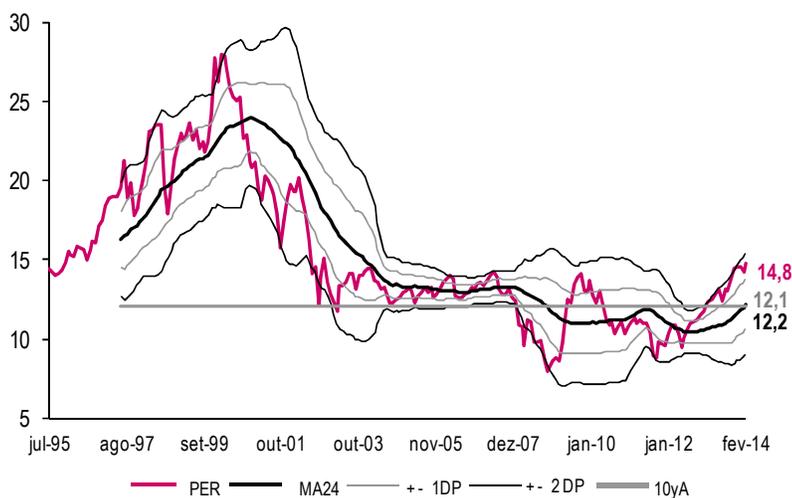
	Adjusted PER	#SD	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
DJ Euro Stoxx Bench	14,8	1,7	1,6	9,0	12,2	15,4	12,1	262,9	-18%

#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



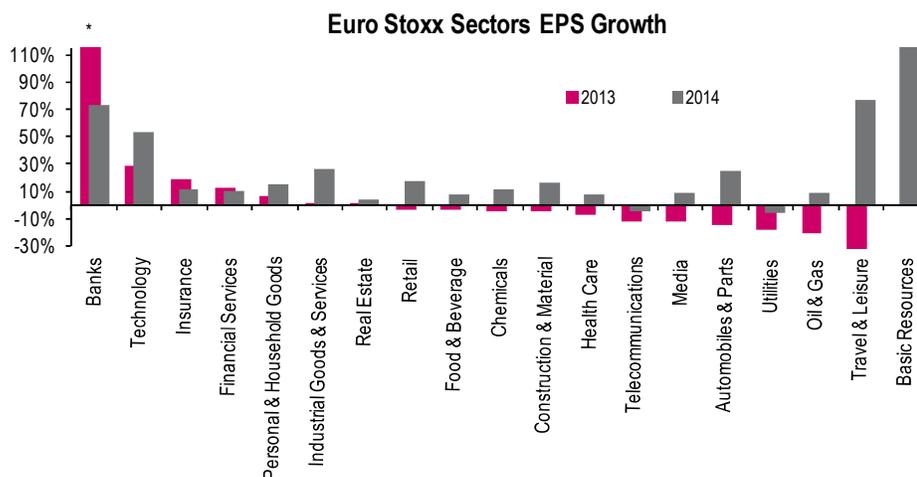
**Análise Sectorial**

Sectorialmente, **Banks** (+120%) deve ter apresentado o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+28,7%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-33,8%) e **Oil & Gas** (-21,1%) 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 9,4%), 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	547,11	24,0	13,9	120%	72,8%	-40,3%	95,1%	0,0%	4,1%	0,6	25,9%	8,2%
Technology	206,35	30,0	19,5	28,7%	53,9%	-0,4%	40,7%	2,7%	1,4%	3,2	27,4%	-2,1%
Insurance	284,70	11,0	9,9	19,1%	10,8%	12,8%	14,9%	8,4%	4,1%	0,7	33,2%	0,2%
Financial Services	43,65	15,9	14,4	12,1%	9,8%	8,8%	10,9%	6,5%	3,8%	1,1	31,0%	1,7%
Personal & Household Goods	307,78	23,3	20,3	6,1%	14,7%	19,1%	10,3%	4,1%	1,9%	3,4	16,0%	-1,1%
Industrial Goods & Services	517,99	20,9	16,6	0,7%	26,1%	18,8%	12,7%	4,4%	2,9%	2,3	27,1%	-0,2%
Real Estate	54,59	16,6	15,9	0,2%	3,8%	17,7%	2,0%	5,9%	5,1%	1,0	2,6%	1,9%
Retail	168,86	21,3	18,0	-3,5%	17,9%	1,0%	6,7%	4,9%	2,7%	2,5	7,0%	-4,9%
Food & Beverage	337,58	19,1	17,8	-3,5%	7,1%	10,7%	1,7%	5,4%	2,2%	3,3	24,8%	-3,1%
Chemicals	300,03	17,3	15,5	-4,2%	11,8%	23,5%	3,5%	6,0%	2,8%	2,4	23,0%	0,6%
Construction & Material	146,60	18,8	16,1	-4,3%	16,6%	-0,2%	5,6%	5,6%	4,2%	1,2	16,6%	5,6%
Health Care	215,21	17,3	16,1	-6,8%	7,1%	2,5%	-0,1%	6,5%	2,7%	2,0	12,3%	-1,9%
Telecommunications	199,96	13,7	14,3	-11,5%	-4,2%	-13,8%	-7,9%	8,1%	5,5%	1,3	20,9%	1,8%
Media	158,52	21,5	19,9	-12,3%	8,3%	-4,9%	-2,5%	5,3%	4,7%	2,2	36,0%	4,5%
Automobiles & Parts	346,79	13,4	10,7	-14,9%	24,6%	12,2%	3,0%	7,5%	3,4%	1,0	33,2%	6,2%
Utilities	329,91	12,8	13,7	-18,0%	-6,4%	-8,8%	-12,4%	9,6%	7,2%	0,8	9,2%	5,2%
Oil & Gas	238,53	11,6	10,7	-21,1%	8,5%	15,0%	-7,5%	11,1%	5,3%	1,1	4,3%	-1,6%
Travel & Leisure	47,94	30,2	17,1	-33,8%	76,6%	84,5%	8,1%	3,4%	2,4%	1,7	21,8%	10,1%
Basic Resources	65,89	40,9	15,7	n.m.	160,4%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	11,3%	0,3%
<b>Euro Stoxx</b>	<b>4517,99</b>	<b>17,4</b>	<b>14,6</b>	<b>0,7%</b>	<b>18,8%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>9,4%</b>	<b>5,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>1,3</b>	<b>20,5%</b>	<b>1,6%</b>

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



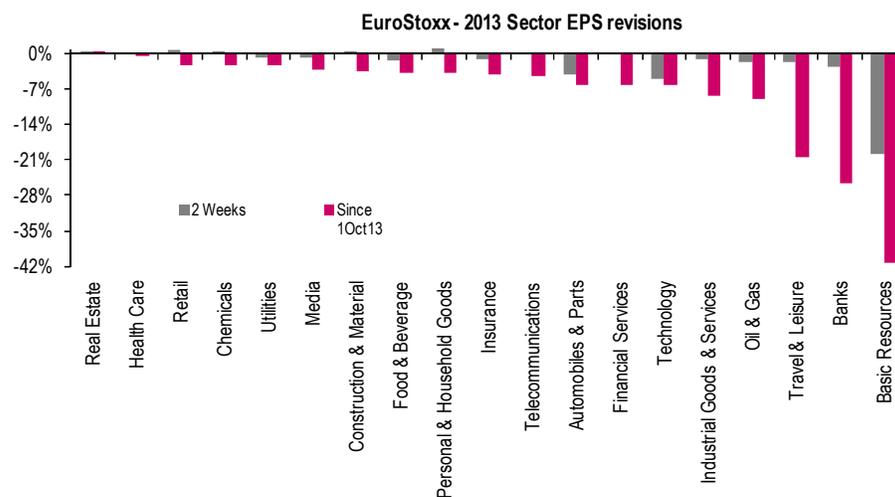
Crescimento estimado de EPS para 2013 de 120%, devido à base baixa de 2012.

Revisões

Nas últimas duas semanas, as estimativas de EPS para 2013 mais revistas em alta foram do setor **Personal & Household Goods** (+1,1%) e **Retail** (+0,6%). As mais revistas em baixa foram de **Basic Resources** (-19,7%) e **Technology** (-5,1%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		2 Weeks	Since 10Oct13	2Weeks	YTD	2013
Real Estate	0,2%	0,1%	0,5%	6,2%	6,6%	5,3%
Health Care	-6,8%	-0,2%	-0,5%	5,9%	6,0%	20,4%
Retail	-3,5%	0,6%	-2,1%	4,0%	-1,1%	19,6%
Chemicals	-4,2%	0,2%	-2,2%	5,9%	-0,2%	13,9%
Utilities	-18,0%	-0,7%	-2,4%	5,5%	4,2%	7,5%
Media	-12,3%	-0,8%	-3,2%	6,1%	2,4%	33,7%
Construction & Material	-4,3%	0,5%	-3,6%	5,0%	4,0%	21,8%
Food & Beverage	-3,5%	-1,2%	-3,8%	3,5%	-2,0%	8,5%
Personal & Household Goods	6,1%	1,1%	-3,9%	6,4%	0,3%	14,0%
Insurance	19,1%	-1,1%	-4,1%	6,0%	1,6%	28,9%
Telecommunications	-11,5%	-0,1%	-4,3%	4,6%	0,3%	32,1%
Automobiles & Parts	-14,9%	-4,0%	-6,3%	9,4%	6,4%	37,3%
Financial Services	12,1%	-0,1%	-6,3%	4,5%	-1,0%	35,0%
Technology	28,7%	-5,1%	-6,3%	4,2%	-2,2%	26,7%
Industrial Goods & Services	0,7%	-1,0%	-8,2%	3,8%	-0,5%	22,5%
Oil & Gas	-21,1%	-1,8%	-8,9%	4,9%	-1,5%	3,8%
Travel & Leisure	-33,8%	-1,8%	-20,5%	5,6%	5,0%	27,9%
Banks	120,2%	-2,6%	-25,6%	5,1%	4,8%	19,0%
Basic Resources	n.m.	-19,7%	-41,2%	10,2%	8,0%	-13,4%
Euro Stoxx	0,7%	-1,3%	-6,9%	5,4%	1,6%	20,5%

n.m.- Base EPS 12 negativa



## Múltiplos – Pan-europeu

No pan-europeu, todos os setores estão 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 15,8x, 18,4x e 10,9x, respetivamente, com *downside* de 30%, 25% e 24%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Technology	20,0	0,2	2,0	15,7	19,6	23,5	17,7	273,9	-2%
Personal & Household Goods	17,6	0,9	0,9	15,0	16,8	18,6	15,2	557,6	-5%
Food & Beverage	18,2	1,0	1,1	15,0	17,1	19,3	15,6	455,7	-6%
Travel & Leisure	17,1	1,9	0,7	14,2	15,7	17,2	14,7	181,2	-8%
Retail	16,8	1,1	1,6	11,8	15,0	18,3	14,5	288,2	-10%
Real Estate	19,5	<b>2,2</b>	1,2	14,6	16,9	19,3	16,7	126,0	-13%
Industrial Goods & Services	16,4	1,5	1,5	11,3	14,2	17,2	14,0	356,1	-14%
Chemicals	15,9	1,6	1,4	10,9	13,6	16,4	13,4	663,1	-14%
Financial Services	15,7	1,2	1,9	9,5	13,3	17,2	14,7	288,7	-15%
<b>Stoxx 600</b>	<b>14,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,4</b>	<b>9,5</b>	<b>12,3</b>	<b>15,2</b>	<b>12,2</b>	<b>279,8</b>	<b>-16%</b>
Oil & Gas	11,1	<b>2,1</b>	0,9	7,6	9,3	11,0	10,2	276,3	-16%
Banks	12,8	1,4	1,6	7,4	10,6	13,7	10,7	168,3	-17%
Insurance	10,7	1,7	1,2	6,5	8,8	11,1	9,1	190,5	-18%
Construction & Materials	16,6	1,8	1,7	10,2	13,5	16,8	12,7	270,6	-19%
Health Care	17,1	<b>2,1</b>	1,6	10,7	13,9	17,0	14,3	506,2	-19%
Utilities	13,6	<b>2,2</b>	1,2	8,6	10,9	13,3	12,4	233,2	-20%
Basic Resources	14,3	1,6	2,0	7,3	11,2	15,2	11,2	345,7	-22%
Automobiles & Parts	10,9	1,7	1,6	5,1	8,3	11,4	13,4	382,0	-24%
Media	18,4	1,9	2,5	8,7	13,7	18,8	13,9	193,9	-25%
Telecommunications	15,8	<b>2,4</b>	2,0	7,2	11,1	15,1	11,7	208,0	-30%

# 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 14,4% em 2013, subindo 77,2% este ano. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (41,3%) e continue em 2014, embora de forma mais branda (16,9%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P / BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	17.6x	13.6x	-8,4%	30,0%	6,1%	1.2x	0,0%
CAC 40 (FR)	16x	13.6x	7,2%	17,5%	6,2%	1.2x	0,8%
DAX (DE)	15.1x	13.5x	-1,1%	12,0%	6,5%	1.5x	1,1%
Euro STOXX	17.4x	14.6x	14,2%	18,9%	5,5%	1.3x	1,6%
FTSE 100 (GB)	14.9x	13.7x	-4,6%	8,9%	7,5%	1.8x	0,7%
IBEX 35 (ES)	18.2x	15.5x	41,3%	16,9%	4,6%	1.1x	1,3%
PSI 20 (PT)	40.8x	23x	-14,4%	77,2%	3,0%	1.2x	10,2%
SMI (CH)	16.9x	15.8x	11,3%	7,0%	5,4%	2.5x	2,6%
Ireland ISEQ Overall	28x	18x	17%	51%	2,7%	1.7x	9,3%
S&P 500 (US)	16.8x	15.4x	5,3%	9,2%	5,6%	2.3x	-0,4%

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 23,8x, com um *downside* de 22% em relação à média dos últimos dois anos (18,6x) e de 35% 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)	13,9	1,6	1,6	8,1	9,7	11,3	12,9	14,5	10,9	328,0	-18%
CAC 40 (FR)	13,8	1,7	1,5	8,3	9,8	11,3	12,8	14,3	11,6	3546,0	-18%
DAX (DE)	13,6	1,8	1,3	8,7	10,0	11,2	12,5	13,8	12,2	7992,2	-17%
Euro STOXX	14,8	1,6	1,6	9,0	10,6	12,2	13,8	15,4	12,3	263,4	-18%
FTSE 100 (GB)	13,9	1,9	1,2	9,2	10,4	11,6	12,8	14,0	10,3	5678,2	-16%
IBEX 35 (ES)	15,6	1,6	2,2	7,9	10,0	12,2	14,4	16,5	11,5	7844,7	-22%
PSI 20 (PT)	23,8	1,0	5,0	8,7	13,6	18,6	23,6	28,5	15,5	5661,5	-22%
SMI (CH)	15,9	1,6	1,3	11,2	12,5	13,8	15,1	16,4	13,6	7288,5	-13%
Ireland ISEQ Overall	18,5	0,4	1,0	16,1	17,1	18,1	19,1	20,1	10,0	4853,2	-2%
S&P 500 (US)	15,5	1,6	1,0	11,9	12,9	13,9	14,9	15,9	14,5	1650,3	-10%
Bovespa (BR)	9,4	-0,7	3,7	4,5	8,1	11,8	15,5	19,2	10,5	58663,0	26%
Nikkei 225 (JP)	17,7	1,0	3,0	8,8	11,8	14,8	17,8	20,8	17,6	12376,7	-17%

# 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 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 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%	63%
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%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	26%	5%	14%	0%	0%	4%	7%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	0%	0%	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	2,1%	10,2%	7,1%	-4,6%	3,0%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI20	6697	6559	5954	5557	5822	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](http://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