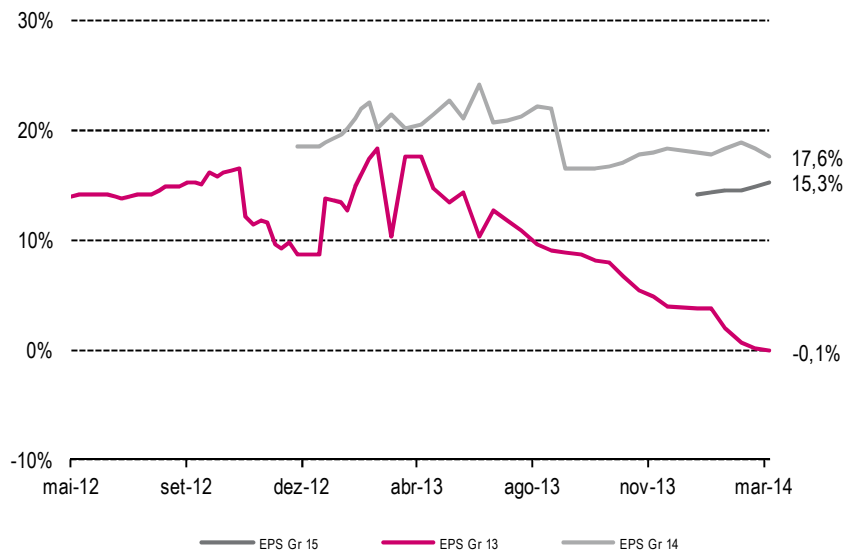


Euro Earnings Watch

Europa - Síntese

- Os analistas estimam que os resultados do Euro Stoxx cresçam 17,6% em 2014, depois de terem decrescido ligeiramente em 2013 (-0,1%). Para 2015 espera-se uma subida de 15,3% (estimativa revista em alta em 42pb na última quinzena, o que se deve exclusivamente ao maior corte na base de EPS de 2014 face a 2015).

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



- Sectorialmente, **Banks** (+116%) deve ter apresentado o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+28,9%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-32,1%) e **Oil & Gas** (-22,6%) devem ter registado 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 março (315,5 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,7x, com um *downside* de 16% em relação à média dos últimos dois anos (12,4x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).
- Os resultados do **PSI20** devem ter recuado 18,8% em 2013, subindo 83,0% este ano. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (40,8%) e continue em 2014, embora de forma mais branda (14,6%). 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 24,1x, com um *downside* de 21% em relação à média dos últimos dois anos (19,1x) e de 35% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,6x).

Ramiro Loureiro,
Analista de mercados

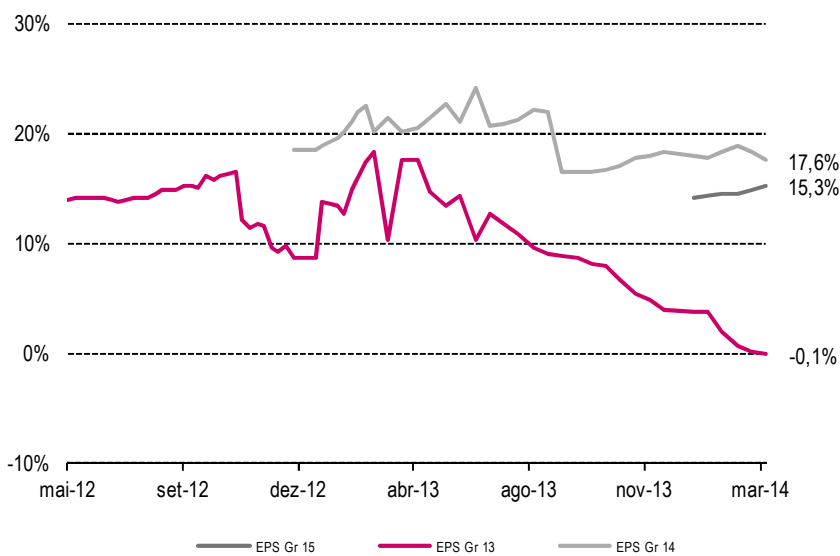
+351 21 003 78 56

ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt

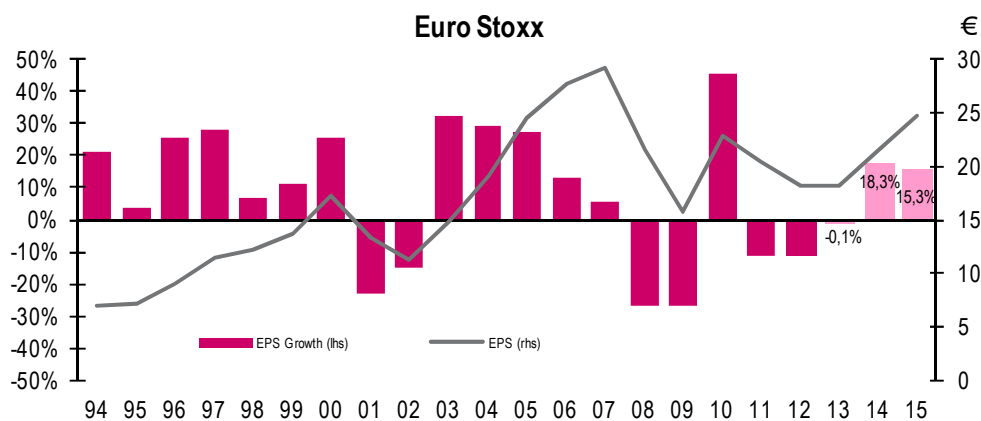
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados do **Euro Stoxx** devem ter caído 0,1% em 2013 (estimativa revista em baixa 21 pb nas últimas duas semanas), quando há pouco mais de dois meses se esperava que tivessem crescido 8,2%. Para 2014 prevê-se um crescimento de 17,6% (revisado em baixa em 75 pb), seguido de 15,3% em 2015 (estimativa subiu 42pb, em virtude do maior corte na base de EPS de 2014 face a 2015).

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve ter atingido os € 18,25 em 2013 e chegar aos € 21,46 em 2014 e € 24,74 em 2015, apenas superado pelos anos de 2006 (€ 27,8) e 2007 (€ 29,2).



* Dados fechados até 2012 e estimados para 2013, 2014 e 2015

Múltiplos

Com base na cotação de fecho do dia 18 de março (315,5 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,7x, com um *downside* de 16% em relação à média dos últimos dois anos (12,4x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

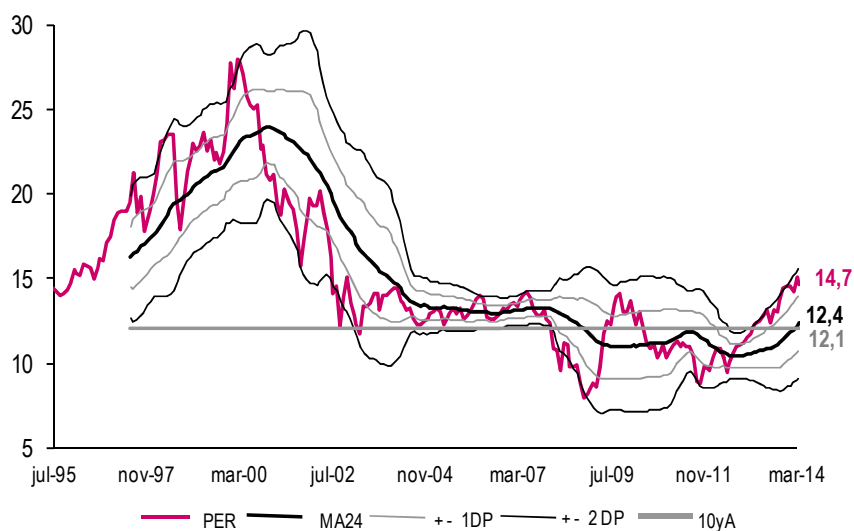
	Adjusted PER	#SD	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
DJ Euro Stoxx Bench	14,7	1,4	1,6	9,1	12,4	15,6	12,1	265,4	-16%

#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



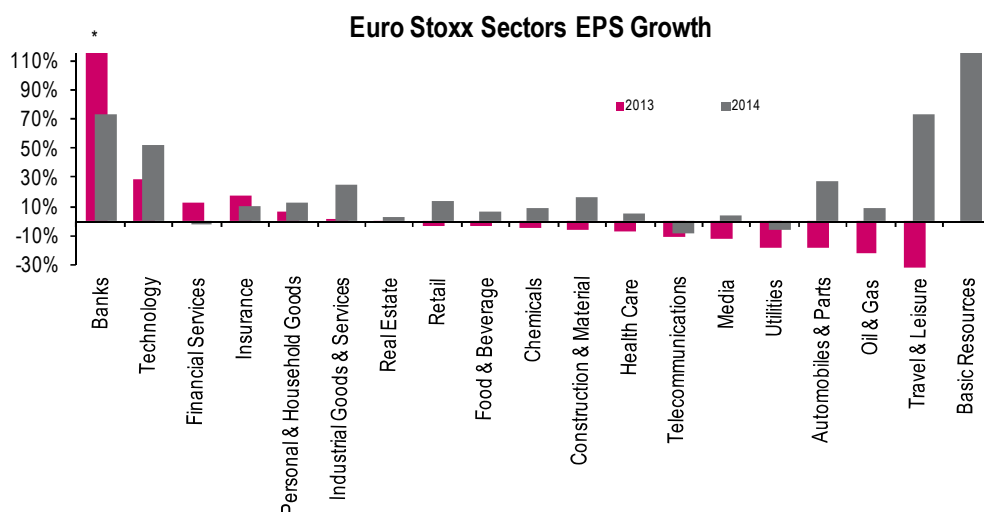
Análise Sectorial

Sectorialmente, **Banks** (+116%) deve ter apresentado o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+28,9%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-32,1%) e **Oil & Gas** (-22,6%) devem ter registado 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 8,4%), 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	545,49	24,6	13,8	116%	73,5%	-40,3%	93,6%	0,0%	4,1%	0,6	25,9%	7,6%
Technology	204,79	30,3	19,4	28,9%	52,1%	-0,4%	40,0%	2,7%	1,4%	3,2	27,4%	-3,0%
Financial Services	44,35	16,0	16,1	12,1%	-2,1%	8,8%	4,7%	6,4%	3,8%	1,1	33,2%	2,6%
Insurance	272,84	11,0	9,5	17,7%	10,3%	12,8%	14,0%	8,8%	4,1%	0,7	31,0%	-4,3%
Personal & Household Goods	293,61	23,2	19,4	5,9%	13,1%	19,1%	9,5%	4,3%	1,9%	3,4	16,0%	-6,2%
Industrial Goods & Services	505,61	21,1	16,3	0,1%	25,0%	18,8%	11,9%	4,5%	2,9%	2,3	27,1%	-2,9%
Real Estate	54,68	16,8	16,0	0,0%	3,0%	17,7%	1,5%	6,0%	5,1%	1,0	2,6%	1,8%
Retail	166,39	21,0	17,9	-3,0%	14,5%	1,0%	5,4%	5,0%	2,7%	2,5	7,0%	-5,8%
Food & Beverage	333,28	19,4	17,7	-3,5%	6,0%	10,7%	1,1%	5,5%	2,2%	3,3	24,8%	-4,1%
Chemicals	286,87	17,5	15,2	-4,3%	8,5%	23,5%	1,9%	6,3%	2,8%	2,4	23,0%	-3,8%
Construction & Material	151,30	19,9	16,8	-6,0%	16,0%	-0,2%	4,4%	5,4%	4,2%	1,2	16,6%	8,6%
Health Care	210,93	17,4	15,9	-6,6%	4,8%	2,5%	-1,1%	6,6%	2,7%	2,0	12,3%	-4,2%
Telecommunications	197,65	13,5	14,6	-10,5%	-7,9%	-13,8%	-9,2%	8,1%	5,5%	1,3	20,9%	0,9%
Media	153,12	21,6	19,9	-12,2%	4,3%	-4,9%	-4,3%	5,5%	4,7%	2,2	36,0%	1,0%
Utilities	349,21	13,2	14,4	-17,9%	-6,5%	-8,8%	-12,4%	9,1%	7,2%	0,8	33,2%	11,3%
Automobiles & Parts	333,46	13,9	10,5	-18,4%	28,0%	12,2%	2,2%	7,7%	3,4%	1,0	9,2%	3,7%
Oil & Gas	247,46	12,4	11,2	-22,6%	9,0%	15,0%	-8,1%	10,6%	5,3%	1,1	4,3%	2,7%
Travel & Leisure	49,62	30,4	17,5	-32,1%	73,6%	84,5%	8,6%	3,3%	2,4%	1,7	21,8%	13,8%
Basic Resources	60,89	41,0	14,9	n.m.	161,6%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	11,3%	-6,8%
Euro Stoxx	4461,54	17,7	14,6	-0,1%	17,6%	-8,9%	8,4%	5,5%	3,6%	1,3	20,5%	0,4%

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



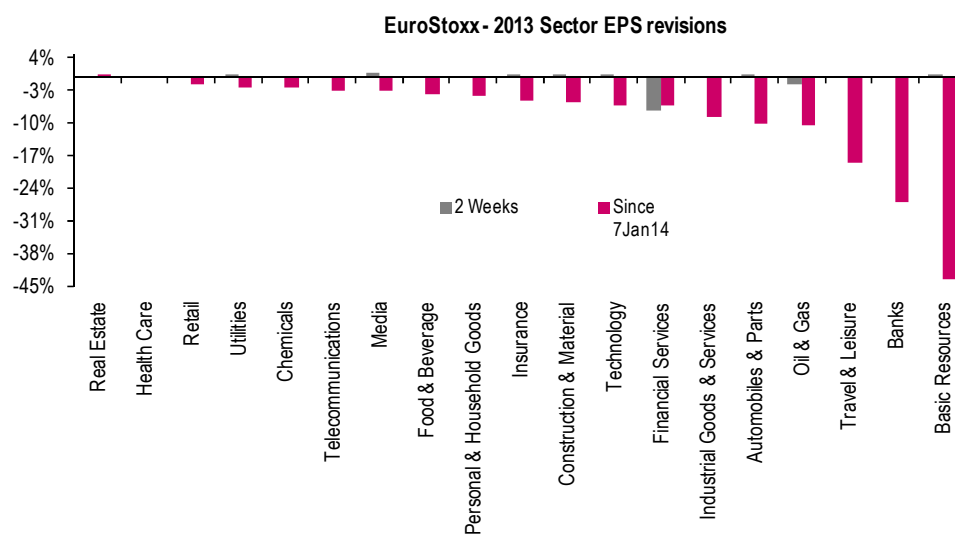
*Crescimento estimado de EPS para 2013 de 116%, devido à base baixa de 2012.

Revisões

Nas últimas duas semanas, as estimativas de EPS para 2013 mais revistas em alta foram do setor **Media** (+0,7%) e **Technology** (+0,4%). As mais revistas em baixa foram de **Financial Services** (-7,2%) e **Oil & Gas** (-1,6%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		2 Weeks	Since 7Jan14	2Weeks	YTD	2013
Media	-12,2%	0,7%	-3,2%	-3,2%	-2,5%	33,7%
Technology	28,9%	0,4%	-6,2%	-1,2%	-2,5%	26,7%
Construction & Material	-6,0%	0,3%	-5,3%	0,0%	7,3%	21,8%
Utilities	-17,9%	0,2%	-2,3%	1,5%	8,5%	7,5%
Insurance	17,7%	0,1%	-5,2%	-2,0%	-1,0%	28,9%
Basic Resources	n.m.	0,0%	-43,6%	-5,7%	-2,0%	-13,4%
Automobiles & Parts	-18,4%	0,0%	-10,0%	-2,6%	3,6%	37,3%
Real Estate	0,0%	0,0%	0,2%	-3,5%	4,8%	5,3%
Telecommunications	-10,5%	0,0%	-3,2%	-2,9%	-1,9%	32,1%
Food & Beverage	-3,5%	0,0%	-3,8%	-3,5%	-3,7%	8,5%
Health Care	-6,6%	0,0%	-0,2%	-3,3%	3,8%	20,4%
Personal & Household Goods	5,9%	0,0%	-4,1%	-3,9%	-2,6%	14,0%
Chemicals	-4,3%	0,0%	-2,4%	-4,0%	-3,9%	13,9%
Retail	-3,0%	-0,1%	-1,6%	-3,8%	-3,8%	19,6%
Industrial Goods & Services	0,1%	-0,2%	-8,8%	-2,6%	-1,7%	22,5%
Travel & Leisure	-32,1%	-0,3%	-18,5%	-2,4%	4,7%	27,9%
Banks	116,1%	-0,3%	-27,0%	-2,5%	1,5%	19,0%
Oil & Gas	-22,6%	-1,6%	-10,6%	-2,5%	-2,1%	3,8%
Financial Services	12,1%	-7,2%	-6,3%	-1,5%	-1,0%	35,0%
Euro Stoxx	-0,1%	-0,2%	-7,7%	-1,7%	0,4%	20,5%

n.m.- Base EPS 12 negativa



Múltiplos – Pan-europeu

No pan-europeu, a generalidade dos setores estão sobrevalorizados; à exceção de Technology, que negocia a um Per ajustado de 19,7x. 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 15,1x, 18,3x e 10,6x, respetivamente, com *downside* de 25%, 23% e 21%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Technology	19,7	-0,1	1,7	16,3	19,8	23,3	17,7	280,8	1%
Personal & Household Goods	17,2	0,4	0,9	15,1	16,9	18,6	15,2	557,6	-2%
Food & Beverage	18,0	0,7	1,0	15,2	17,3	19,3	15,6	455,3	-4%
Travel & Leisure	16,8	1,3	0,7	14,4	15,8	17,3	14,7	185,3	-6%
Retail	16,8	1,0	1,6	12,0	15,2	18,4	14,6	282,3	-10%
Chemicals	15,6	1,3	1,4	11,0	13,8	16,5	13,4	656,0	-11%
Industrial Goods & Services	16,3	1,3	1,5	11,3	14,4	17,4	14,0	357,6	-12%
Banks	12,4	1,1	1,5	7,6	10,7	13,8	10,7	170,9	-13%
Real Estate	19,4	2,1	1,2	14,6	17,0	19,3	16,7	124,9	-12%
Stoxx 600	14,6	1,4	1,5	9,6	12,5	15,4	12,2	281,5	-14%
Basic Resources	12,9	0,8	1,9	7,5	11,4	15,2	11,1	353,6	-12%
Insurance	10,5	1,4	1,2	6,5	8,9	11,3	9,1	190,9	-15%
Financial Services	16,8	1,6	2,0	9,5	13,5	17,6	14,8	274,0	-19%
Oil & Gas	11,3	1,9	1,0	7,5	9,4	11,3	10,2	276,0	-16%
Health Care	16,9	1,7	1,6	10,8	14,1	17,3	14,3	509,2	-17%
Construction & Materials	17,2	1,9	1,8	10,0	13,7	17,4	12,8	273,9	-20%
Utilities	14,4	2,4	1,4	8,3	11,1	13,9	12,4	232,7	-23%
Automobiles & Parts	10,6	1,4	1,6	5,1	8,4	11,7	13,4	388,3	-21%
Media	18,3	1,6	2,6	8,7	14,0	19,3	13,9	189,8	-23%
Telecommunications	15,1	1,9	2,0	7,3	11,3	15,4	11,7	216,5	-25%

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 18,8% em 2013, subindo 83,0% este ano. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (40,8%) e continue em 2014, embora de forma mais branda (14,6%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P / BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	18x	13.3x	-10,7%	34,1%	6,3%	1.2x	-3,1%
CAC 40 (FR)	16.3x	13.6x	6,9%	17,3%	6,2%	1.2x	0,4%
DAX (DE)	15.2x	13x	-1,7%	11,2%	6,8%	1.5x	-3,2%
Euro STOXX	17.7x	14.6x	13,3%	19,0%	5,5%	1.3x	0,4%
FTSE 100 (GB)	15.1x	13.3x	-4,9%	9,4%	7,7%	1.8x	-2,1%
IBEX 35 (ES)	18.2x	15.6x	40,8%	14,6%	4,6%	1.1x	1,4%
PSI 20 (PT)	45.1x	23.9x	-18,8%	83,0%	2,8%	1.2x	14,6%
SMI (CH)	17x	15.6x	12,2%	5,3%	5,5%	2.5x	0,5%
Ireland ISEQ Overall	29.7x	17.9x	15%	57%	2,7%	1.7x	9,3%
S&P 500 (US)	17x	15.6x	5,4%	8,8%	5,6%	2.3x	1,3%

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 24,1x, com um *downside* de 21% em relação à média dos últimos dois anos (19,1x) e de 35% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,6x).

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
AEX (NL)	13,4	1,2	1,6	8,2	9,8	11,5	13,1	14,7	10,9	333,2	-14%
CAC 40 (FR)	13,7	1,5	1,6	8,3	9,9	11,5	13,0	14,6	11,6	3601,3	-17%
DAX (DE)	13,1	1,3	1,3	8,7	10,1	11,4	12,7	14,0	12,2	8023,3	-13%
Euro STOXX	14,7	1,4	1,6	9,1	10,8	12,4	14,0	15,7	12,3	265,9	-16%
FTSE 100 (GB)	13,4	1,4	1,2	9,3	10,5	11,7	12,9	14,2	10,3	5797,8	-12%
IBEX 35 (ES)	15,8	1,5	2,2	8,0	10,2	12,4	14,7	16,9	11,5	7935,5	-21%
PSI 20 (PT)	24,1	1,0	4,9	9,2	14,2	19,1	24,1	29,0	15,6	5962,4	-21%
SMI (CH)	15,7	1,4	1,3	11,3	12,6	13,9	15,3	16,6	13,6	7292,4	-12%
Ireland ISEQ Overall	17,9	-0,3	1,0	16,3	17,2	18,2	19,1	20,1	10,1	5033,8	1%
S&P 500 (US)	15,7	1,6	1,0	12,0	13,0	14,0	15,0	16,1	14,5	1671,2	-11%
Bovespa (BR)	9,2	-0,7	3,6	4,5	8,1	11,7	15,4	19,0	10,5	58582,6	27%
Nikkei 225 (JP)	16,8	0,7	3,0	8,9	11,9	14,9	17,8	20,8	17,6	12724,7	-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 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. (“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.
- 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%	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 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