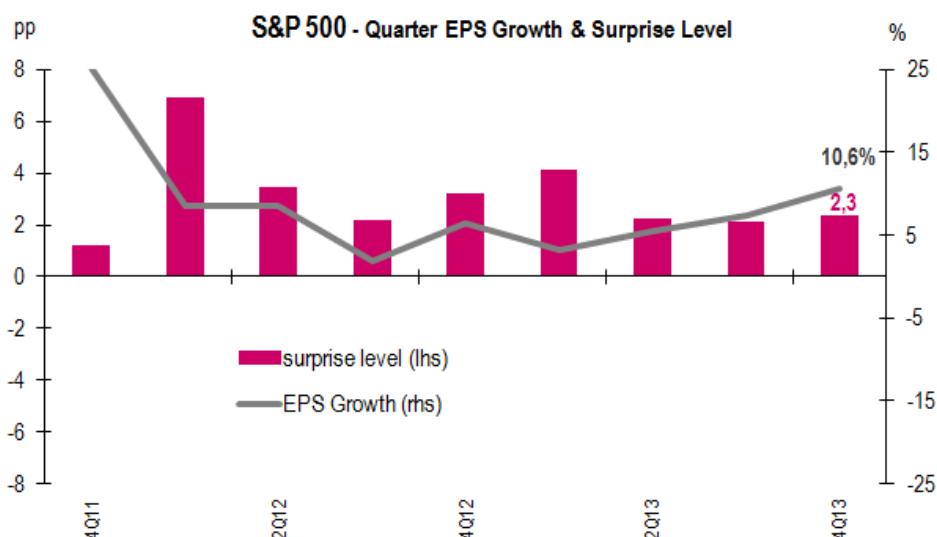


US Earnings Watch

Estados Unidos - Síntese

- Os resultados do 4º trimestre do **S&P500** devem ter registado um crescimento homólogo de 10,6% (taxa revista em alta em 3,2pp na última quinzena, ainda que continue abaixo dos 12,3% previstos pelos analistas no arranque do trimestre, a 1 de outubro). O EPS deve desacelerar o ritmo de subida no 1T14, onde se prevê que o EPS aumente 4% face a igual período de 2013 (taxa revista em baixa em 145b). Numa base anual, os resultados do índice norte-americano devem ter crescido 6,8% em 2013 (taxa revista em alta em 105pb nas duas últimas semanas), estimando-se um crescimento de 9,4% em 2014 (revisado em baixa em 78pb, o que se justifica pela maior subida nas previsões de EPS para 2013 do que para 2014).
- Earnings season vai a mais de meio e já supera expectativas**
Depois de um arranque pouco animador, a *earnings season* do 4º trimestre está agora a justificar uma revisão em alta das estimativas dos analistas. Numa altura em que 57% das empresas do S&P 500 reportaram as suas contas, o crescimento de EPS no 4T13 apontado pelos analistas neste momento (10,6%) é superior ao estimado antes do arranque da apresentação de resultados (8,2%), o que se traduz num *surprise level* positivo de 230pb.



- Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1755 pontos), o S&P 500 transaciona a um **PER ajustado** estimado de 14,8x, com um *downside* de 6% em relação à média dos últimos dois anos (13,9x), e ligeiramente acima da média dos últimos 10 anos (14,4x). A correção na cotação desde o início do ano e a subida do EPS ajustado está a trazer o índice norte-americano para níveis mais justos, o que é saudável em termos fundamentais para a sustentabilidade da evolução a longo prazo.
- Dos 10 **setores** do S&P 500, Telecoms Services e Cons Staples são os únicos subvalorizados, transacionando a um PER ajustado de 13x e 16x, com um *upside* de 28% e 1%, respetivamente, face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já HealthCare, Industrials e Materials são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 16,8x, 15,9x e 15,8x, respetivamente, o primeiro com o *downside* de 15% e os restantes de 10% em relação à MM24.

Ramiro Loureiro,
Analista de mercados

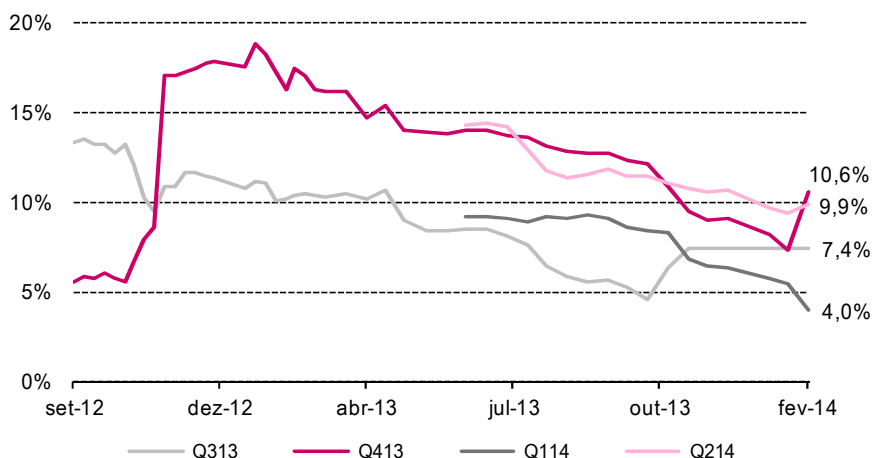
+351 21 003 78 56

ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt

S&P 500 - Perspectivas

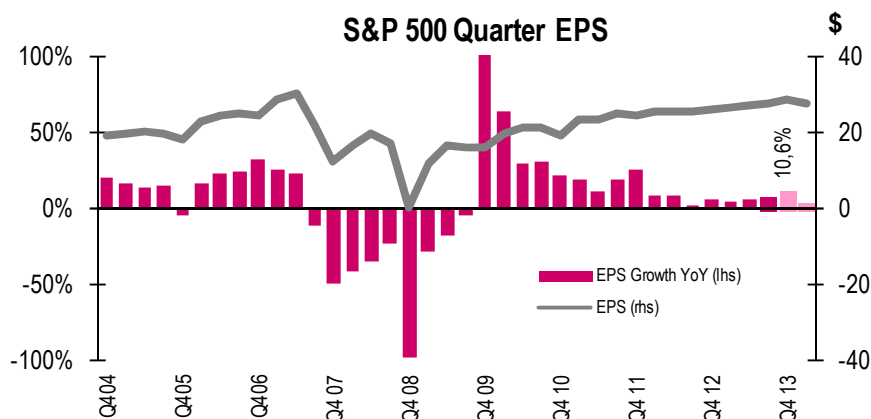
Estima-se que os resultados do 4º trimestre do **S&P500** tenham registado uma subida homóloga de 10,6% (taxa revista em alta em 3,2pp na última quinzena, ainda que continue abaixo dos 12,3% previstos pelos analistas no arranque do trimestre, a 1 de outubro). O EPS deve desacelerar o ritmo de crescimento no **1T14**, onde o EPS deve aumentar 4,0% face a igual período de 2013 (taxa revista em baixa em 145pb).

S&P 500 Quarter EPS Growth



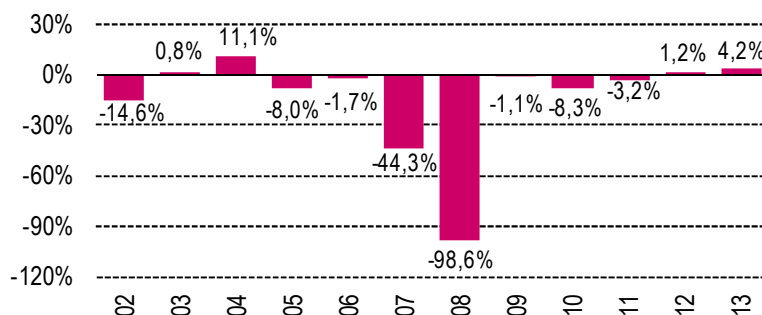
Base EPS fechada até ao 3º trimestre de 2013, sem ajustamentos.

S&P 500 Quarter EPS

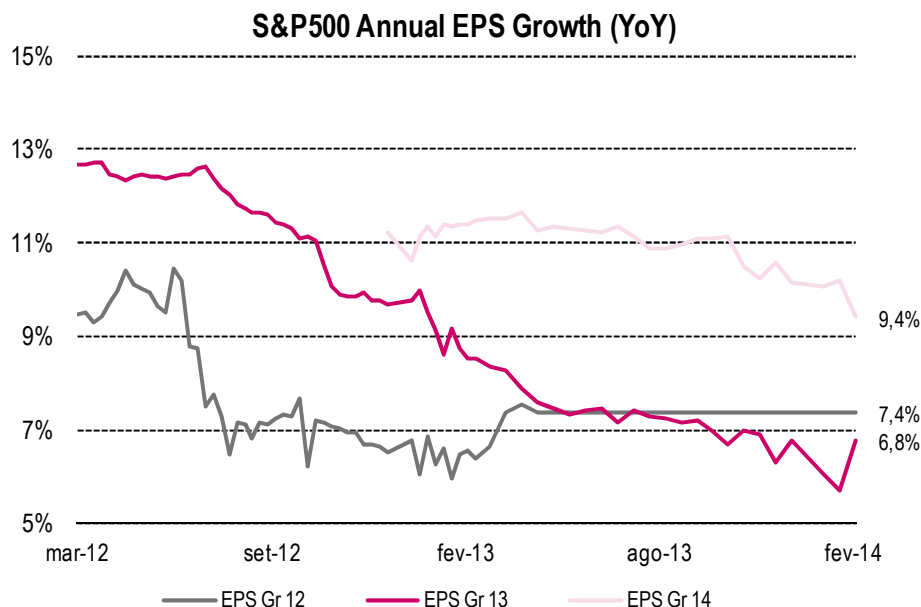


Em termos sequenciais o EPS do S&P500 deve subir 4,2% no 4T13, registando uma variação positiva pelo segundo ano consecutivo neste período e a segunda melhor da última década.

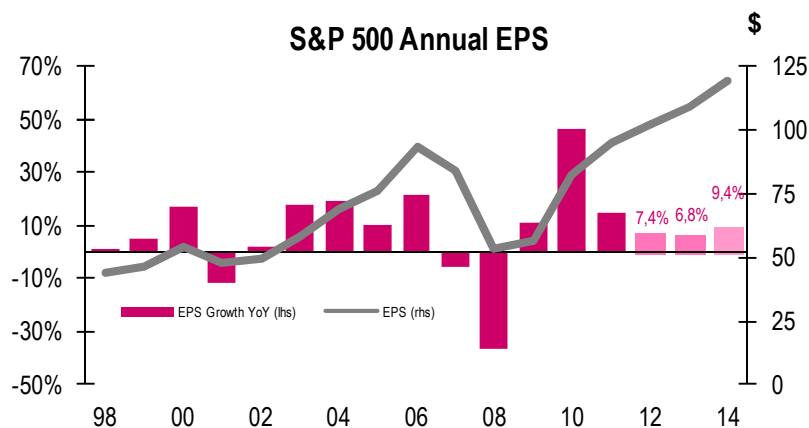
S&P500 4th Quarter EPS Growth (QoQ)



Numa base anual, os resultados do **S&P 500** devem ter crescido 6,8% em **2013** (taxa revista em alta em 105pb nas duas últimas semanas) e devem subir 9,4% em **2014** (revisto em baixa em 78pb, o que se justifica pela maior subida nas previsões de EPS para 2013 do que para 2014).



Em termos absolutos o EPS do S&P 500 deve continuar a atingir valores recorde em 2013 (109,49) e 2014 (119,80).



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

Earnings season vai a mais de meio e já supera expectativas

Depois de um arranque pouco animador, a *earnings season* do 4º trimestre está agora a justificar uma revisão em alta das estimativas dos analistas. Numa altura em que 57% das empresas do S&P 500 reportaram as suas contas, o crescimento de EPS apontado agora pelos analistas (10,6%) é superior ao estimado antes do arranque da apresentação de resultados (8,2%), o que se traduz num *surprise level* positivo de 230pb.

	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%	10,6%	2,3*

*Last Figure available

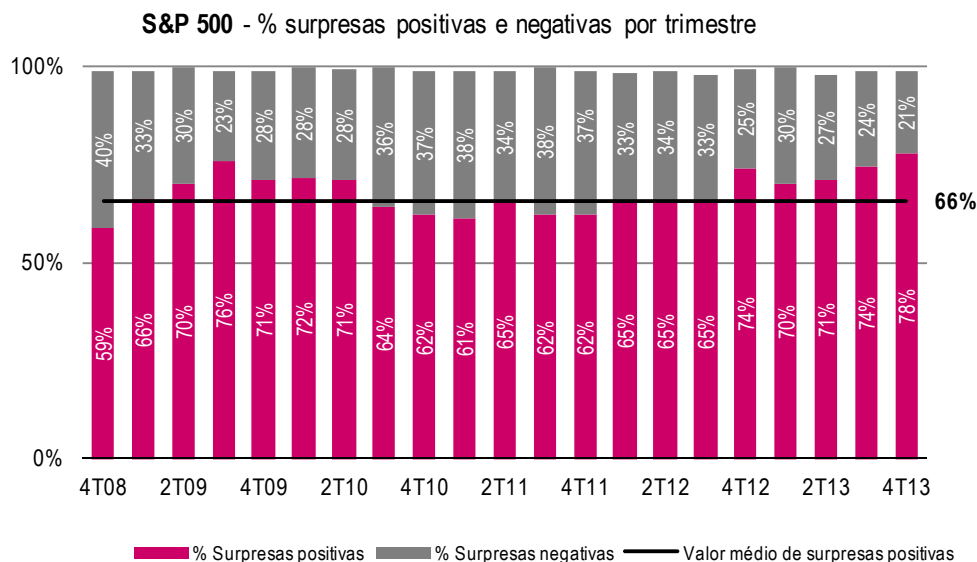
*Last figure available

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.

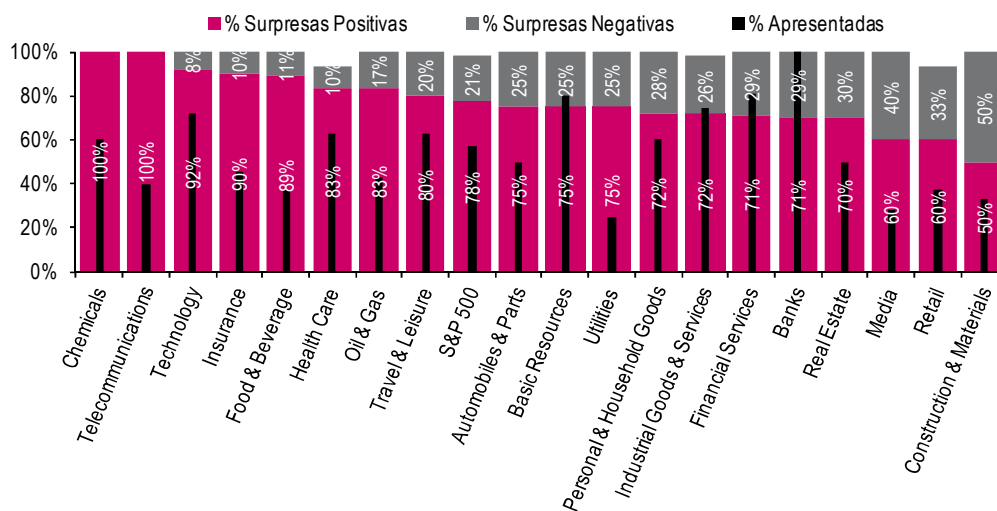
Numa outra métrica, que compara o EPS reportado por cada empresa com o estimado no dia anterior à sua divulgação, verificamos uma tendência histórica em que a maioria das empresas apresenta um EPS acima do apontado pelos analistas, mesmo em trimestres fracos, como foi o caso do 4º trimestre de 2010.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

Das 285 empresas do S&P 500 que divulgaram resultados, o EPS superou o apontado pelo consenso em 222 casos, o que corresponde a uma percentagem de surpresas positivas de 78%, a maior percentagem desde que temos registo (2007).



A nível sectorial, destaque para o bom desempenho de Chemicals, Telecoms, Technology e Insurance, onde mais de 90% das empresas que reportaram contas divulgaram um EPS superior ao estimado. Os que menos têm animado em relação ao previsto são Construction & Materials e Retail.



Múltiplos

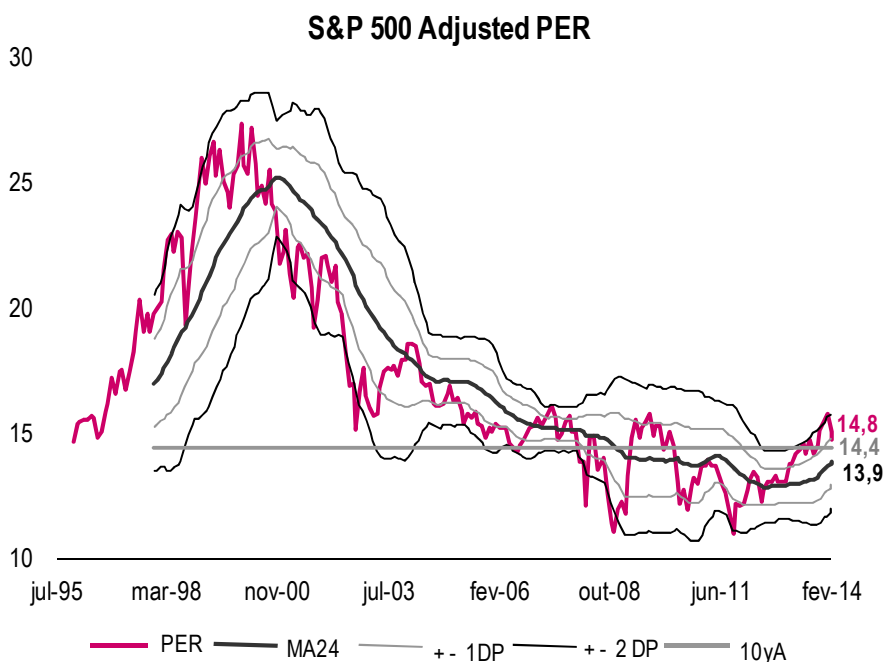
Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1755 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 14,8x, com um *downside* de 6% em relação à média dos últimos dois anos (13,9x), e ligeiramente acima da média dos últimos 10 anos (14,4x). A correção na cotação desde o início do ano e a subida do EPS ajustado está a trazer o índice norte-americano para níveis mais justos, o que é saudável em termos fundamentais para a sustentabilidade da evolução a longo prazo.

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	14,8	0,9	13,9	14,4	1649,6	-6%

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 **4T13** deverão ter sido **Telecom Services** (+40,6%) e **Financials** (+35,3%), enquanto **Info Technology** (-8,6%) deve ter sido o que registou a maior quebra homóloga no EPS.

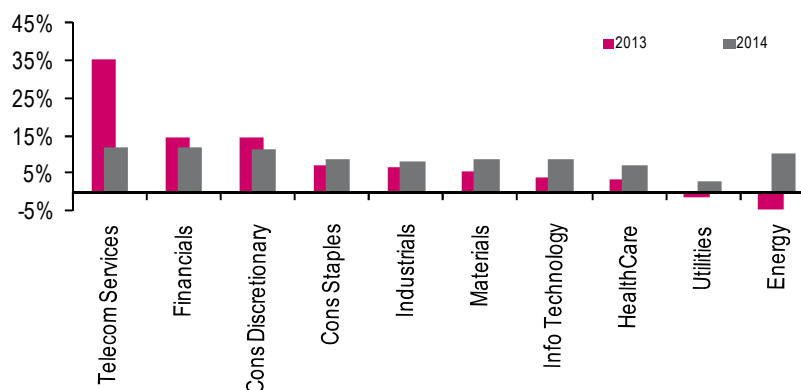
Em 2013 estima-se que **Telecom Services** (+35,4%) e **Financials** (+14,5%) tenham registado também o crescimento de EPS mais forte, enquanto **Energy** (-4,6%) e **Utilities** (-1,6%) devem ser os únicos setores a apresentar quebra de resultados.

O **CAGR** do S&P 500 para os próximos 2 anos (+8,1%) 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% 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	3T13	4T13	4T13								
Telecom Services	361,2	14,8	13,3	35,4%	11,6%	18,0%	40,6%	32,7%	1,6%	22,0%	6,1%	4,8%	2,5	6,5%	-6,6%	
Financials	2751,6	13,8	12,3	14,5%	11,8%	17,6%	35,3%	20,9%	66,3%	23,0%	6,5%	1,8%	1,1	33,2%	-5,2%	
Cons Discretionary	2104,3	19,9	17,8	14,4%	11,6%	9,4%	11,8%	15,5%	21,9%	13,6%	4,6%	1,5%	3,7	41,0%	-7,4%	
Cons Staples	1724,9	17,5	16,1	6,9%	8,7%	6,0%	5,0%	6,1%	7,4%	5,8%	5,5%	2,7%	4,2	22,7%	-6,9%	
HealthCare	2175,8	18,1	16,9	3,5%	7,1%	3,7%	2,2%	-0,7%	6,9%	2,5%	5,4%	1,9%	2,9	38,7%	-0,2%	
Industrials	1782,3	17,4	16,1	6,7%	8,2%	5,3%	-0,6%	9,2%	18,4%	7,4%	5,5%	2,2%	3,0	37,6%	-6,5%	
Utilities	485,5	15,8	15,3	-1,6%	2,8%	1,2%	-2,9%	3,1%	1,3%	-2,1%	6,6%	4,1%	1,5	8,8%	1,5%	
Materials	568,8	17,4	16,0	5,5%	8,8%	3,4%	-5,5%	6,0%	28,8%	-2,2%	5,6%	2,3%	2,6	22,7%	-6,1%	
Energy	1633,5	14,0	12,7	-4,6%	10,2%	3,4%	-7,0%	-5,5%	25,2%	-5,2%	7,5%	2,1%	1,9	22,3%	-7,3%	
Info Technology	3311,7	16,0	14,7	4,1%	8,8%	-6,4%	-8,6%	3,1%	22,2%	4,4%	6,3%	1,3%	3,3	26,2%	-4,2%	
S&P 500	16899,5	16,3	14,9	6,8%	9,4%	4,2%	5,4%	7,4%	T 6Y*	F 2Y*	5,9%	2,0%	2,3	29,6%	-5,0%	

* T = Trailing, F = Forward

S&P500 Sectors EPS Growth



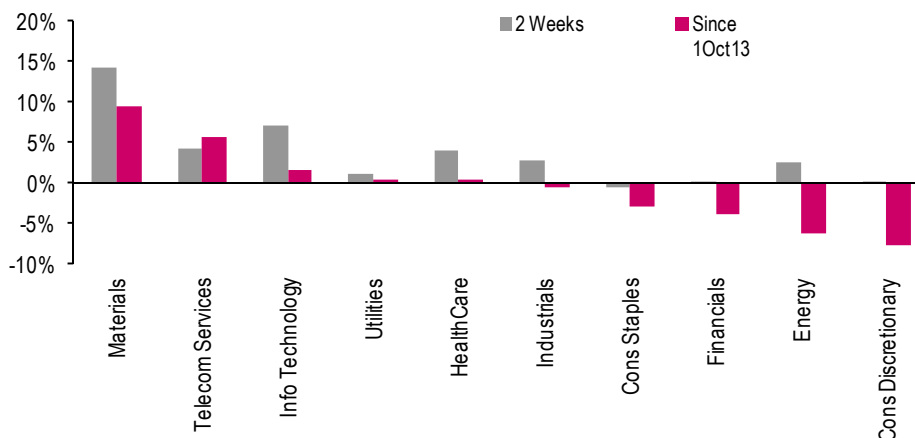
Revisões

Na última quinzena destaque para a revisão em alta das estimativas de EPS do 4º trimestre para o setor Materials (+14,3%) e Info Technology (+7,2%). Em sentido inverso, Cons Staples (-0,4%) foi o único revisto em baixa.

Sector	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision (%change)		EPS Gr. 4Q13	4Q13 revision (% change)		% change		
		2Weeks	Since 10Oct13		2 Weeks	Since 10Oct13	2 Weeks	YTD	2013
Materials	5,5%	3,1%	3,3%	23,9%	14,3%	9,5%	-6,1%	-6,1%	22,7%
Info Technology	4,1%	4,4%	1,2%	8,5%	7,2%	1,6%	-4,9%	-4,2%	26,2%
Telecom Services	35,4%	0,9%	0,5%	62,5%	4,4%	5,6%	-3,2%	-6,6%	6,5%
HealthCare	3,5%	1,4%	2,2%	5,8%	4,0%	0,4%	-3,4%	-0,2%	38,7%
Industrials	6,7%	0,6%	0,1%	30,2%	2,9%	-0,4%	-5,6%	-6,5%	37,6%
Energy	-4,6%	0,0%	-3,9%	-7,4%	2,6%	-6,3%	-5,3%	-7,3%	22,3%
Utilities	-1,6%	1,9%	2,4%	-5,5%	1,1%	0,4%	0,1%	1,5%	8,8%
Financials	14,5%	-2,1%	-3,2%	20,8%	0,3%	-3,9%	-5,6%	-5,2%	33,2%
Cons Discretionary	14,4%	2,1%	2,1%	9,5%	0,2%	-7,6%	-4,8%	-7,4%	41,0%
Cons Staples	6,9%	-0,1%	-0,5%	4,4%	-0,4%	-2,9%	-5,2%	-6,9%	22,7%
S&P 500	6,8%	1,0%	-0,2%	10,6%	3,2%	-1,7%	-4,8%	-5,0%	29,6%

n.m. - base não comparável

S&P500 - Sector EPS 4Q13 revisions



Múltiplos

Dos 10 setores do S&P 500, **Telecoms Services** e **Cons Staples** são os únicos subvalorizados, transacionando a um PER ajustado de 13x e 16x,, com um *upside* de 32% e 1%, respetivamente, face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já **HealthCare**, **Industrials** e **Materials** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 16,8x, 15,9x e 15,8x, respetivamente, o primeiro com o *downside* de 15% e os restantes de 10% 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	-1,8	2,4	12,5	14,9	17,2	19,6	21,9	15,6	191,5	32%
S&P 500 /1/ Cons Staples (US)	16,0	-0,2	0,8	14,6	15,3	16,1	16,9	17,6	16,1	415,8	1%
S&P 500 /1/ Utilities (US)	15,2	0,1	0,6	13,9	14,5	15,1	15,7	16,4	14,3	195,4	0%
S&P 500 /1/ Financials (US)	12,2	0,4	0,5	10,9	11,5	12,0	12,6	13,1	12,8	274,4	-2%
S&P 500 /1/ Cons Discr (US)	17,7	0,7	1,3	14,2	15,5	16,8	18,0	19,3	17,3	465,2	-5%
S&P 500 (US)	14,8	0,9	0,9	12,0	12,9	13,9	14,8	15,8	14,4	1649,6	-6%
S&P 500 /1/ Energy (US)	12,7	0,8	1,0	9,9	10,9	11,9	12,8	13,8	11,9	567,1	-6%
S&P 500 /1/ Info Tech (US)	14,5	1,2	1,1	11,1	12,2	13,3	14,4	15,4	16,9	512,1	-9%
S&P 500 /1/ Materials (US)	15,8	1,2	1,3	11,7	13,0	14,3	15,6	16,9	15,2	247,1	-10%
S&P 500 /1/ Industrials (US)	15,9	1,2	1,4	11,5	12,9	14,2	15,6	17,0	15,3	380,0	-10%
S&P 500 /1/ HealthCare (US)	16,8	1,4	1,9	10,5	12,4	14,2	16,1	18,0	14,5	543,9	-15%

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 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. ("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%	4%	7%	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
PSI 20	6697	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