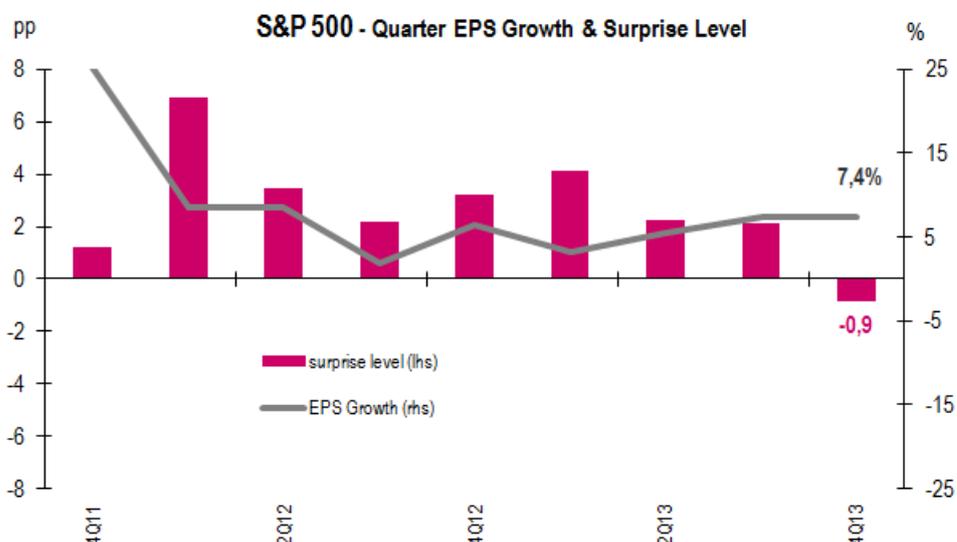


US Earnings Watch

Estados Unidos - Síntese

- Os analistas estimam que os resultados do **S&P500** tenham registado um crescimento homólogo de 7,4% no **4º trimestre** de 2013 (taxa revista em baixa em 86pb na última quinzena), devendo desacelerar o ritmo de crescimento no **1T14**, onde o EPS deve subir 5,4% (taxa revista em baixa em 37b). Numa base anual, os resultados do índice norte-americano devem ter crescido 5,7% em 2013 (taxa revista em baixa em 35pb) e subir 10,2% em 2014 (revisto em alta em 12pb, o que se justifica pelo maior corte nas previsões de EPS para 2013 do que para 2014).
- Earnings season arranca a desiludir, a manter-se será a primeira vez em 2 anos...**
Ainda que estejamos numa fase precoce da *earnings season* do 4º trimestre, onde apenas 13% das empresas do S&P 500 reportaram as suas contas, os números divulgados justificaram uma revisão em baixa dos valores de EPS que os analistas tinham antes do arranque da apresentação de resultados. O *surprise level* é negativo em 90pb (medida que representa a diferença entre a estimativa de crescimento atual (+7,4%) e a previsão apontada no início de janeiro (+8,2%).



- Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1843 pontos), o S&P 500 transaciona a um **PER** ajustado estimado de 15,7x, com um *downside* de 12% em relação à média dos últimos dois anos (13,8x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,5x).
- Dos 10 setores do S&P 500, **Telecoms Services** é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13,6x, com um *upside* de 28% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já **HealthCare**, **Info Technology** e **Industrials** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 17,7x, 15,9x e 16,9x, respetivamente, com um *downside* de 18%, 17% e 16%, respetivamente, em relação à MM24.

Ramiro Loureiro,
Analista de mercados

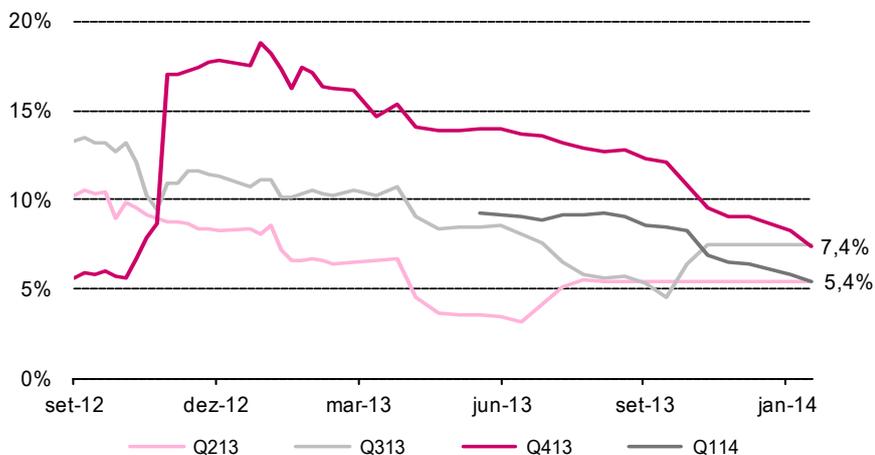
+351 21 003 78 56

ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt

S&P 500 - Perspetivas

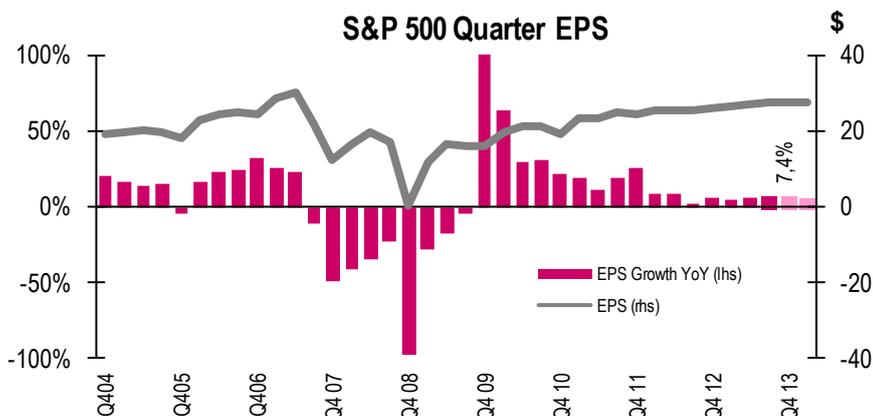
Os resultados do **S&P500** deverão ter crescido 7,4% em termos homólogos no 4º trimestre (taxa revista em baixa em 86pb na última quinzena), devendo desacelerar o ritmo de crescimento no **1T14**, onde o EPS deve subir 5,4% (taxa revista em baixa em 37b).

S&P 500 Quarter EPS Growth



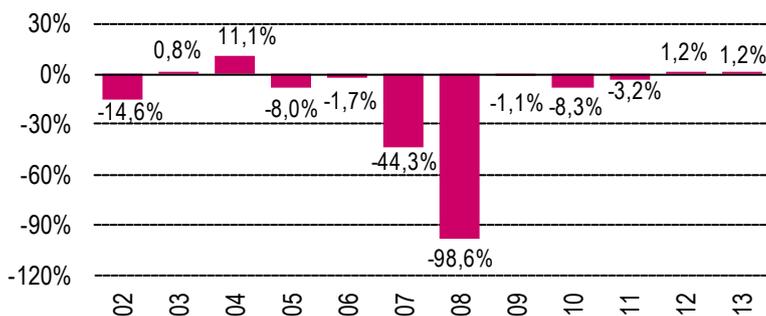
Base EPS fechada até ao 3º trimestre de 2013, sem ajustamentos.

S&P 500 Quarter EPS

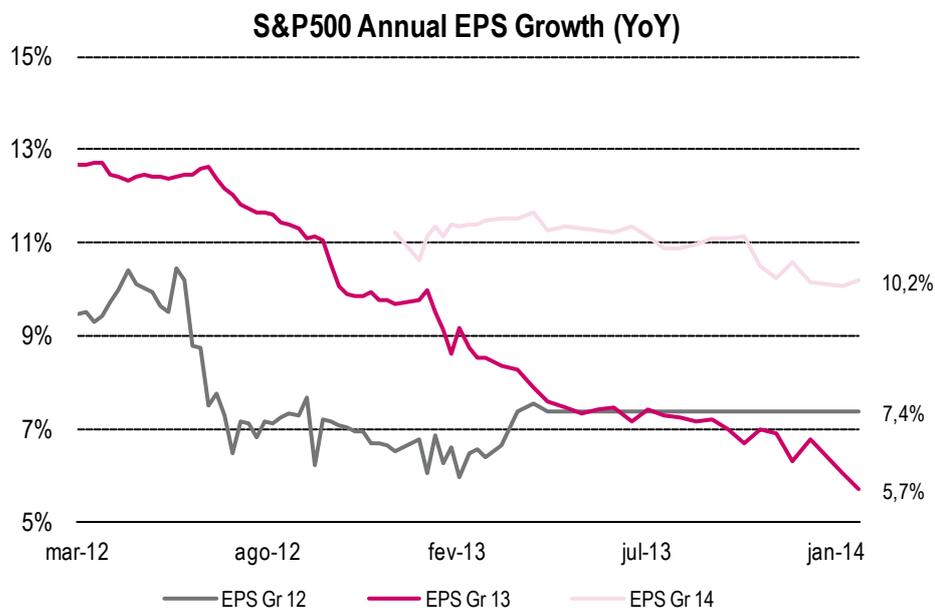


Em termos sequenciais o EPS do S&P500 deve subir 1,2% no 4T13, registando uma variação positiva pelo segundo ano consecutivo neste período.

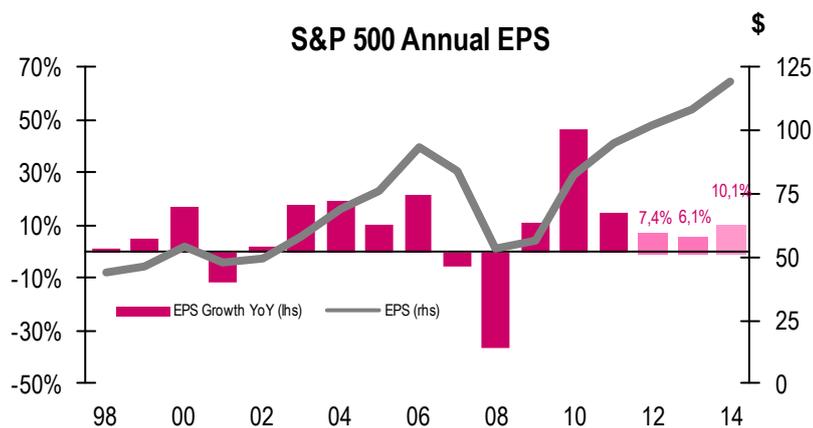
S&P500 4th Quarter EPS Growth (QoQ)



Numa base anual, os resultados do **S&P 500** devem ter crescido 5,7% em **2013** (taxa revista em baixa em 35pb nas duas últimas semanas) e devem subir 10,2% em **2014** (revisto em alta em 12pb, o que se justifica pelo maior corte 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 (108,40) e 2014 (119,46).



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

Earnings season arranca a desiludir, a manter-se será a primeira vez em 2 anos...

Ainda que estejamos numa fase precoce da *earnings season* do 4º trimestre, onde apenas 13% das empresas do S&P 500 reportaram as suas contas, os números divulgados justificaram uma revisão em baixa dos valores de EPS que os analistas tinham antes do arranque da apresentação de resultados. O *surprise level* é negativo em 90pb (medida que representa a diferença entre a estimativa de crescimento atual (+7,4%) e a previsão apontada no início de janeiro (+8,2%).

	Quarter	End of Quarter Estimate	Final Figure	Surprise level (em pb)
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%	7,4%	-0,9*

*Last Figure available

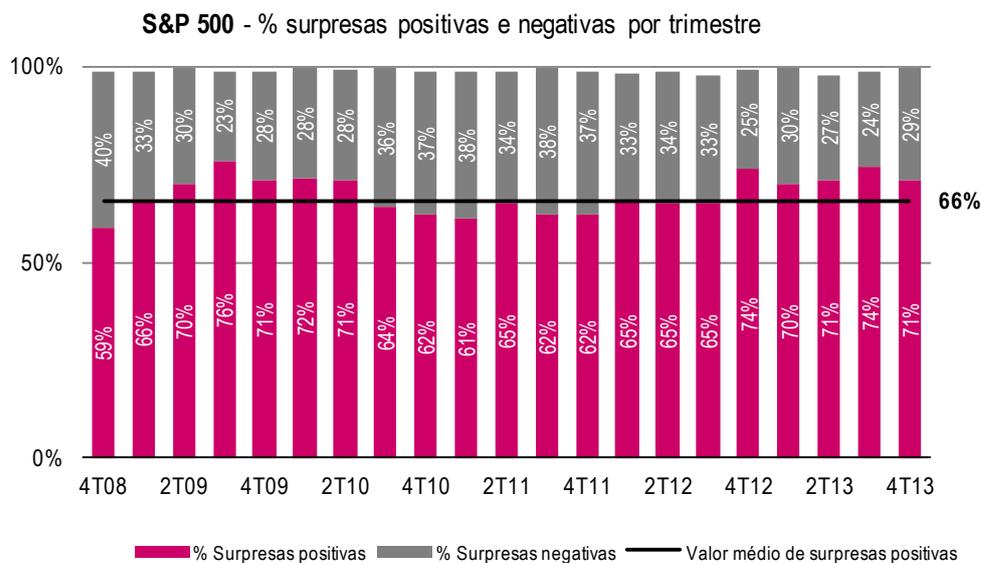
*Last figure available

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.

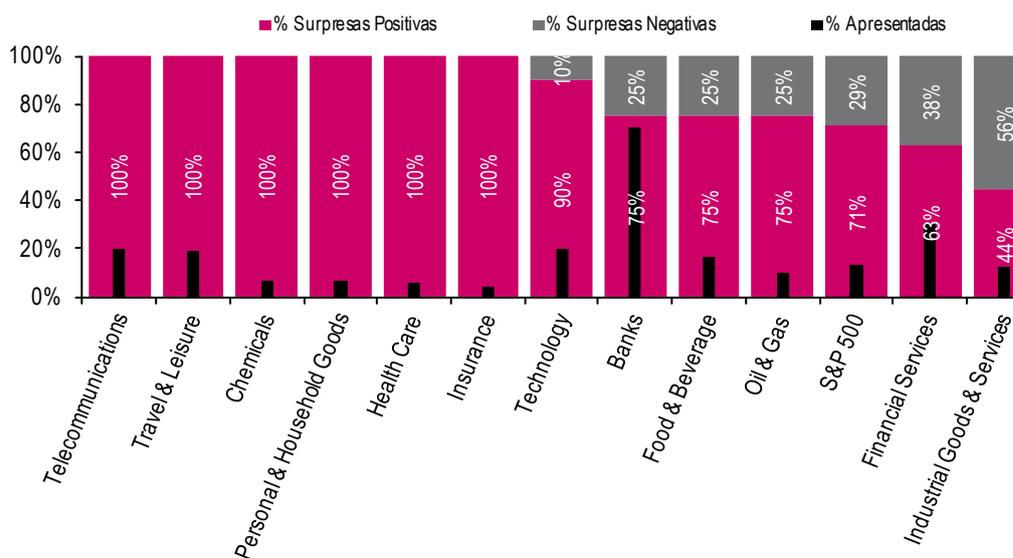
Numa outra métrica, que compara o EPS reportado por cada empresa com o estimado no dia anterior à sua divulgação, verificamos uma tendência histórica em que a maioria das empresas apresenta um EPS acima do apontado pelos analistas, mesmo em trimestres fracos, como foi o caso do 4º trimestre de 2010. 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 65 empresas do S&P 500 que divulgaram resultados, o EPS superou o apontado pelo consenso em 46 casos, o que corresponde a uma percentagem de surpresas positivas de 71%, acima da média histórica dos últimos 5 anos (66%).



A nível sectorial existe ainda pouca representatividade de resultados, à exceção da Banca, onde 71% dos bancos já divulgou os seus números, sendo que ¾ dos bancos que revelaram resultados superaram as expetativas.



Múltiplos

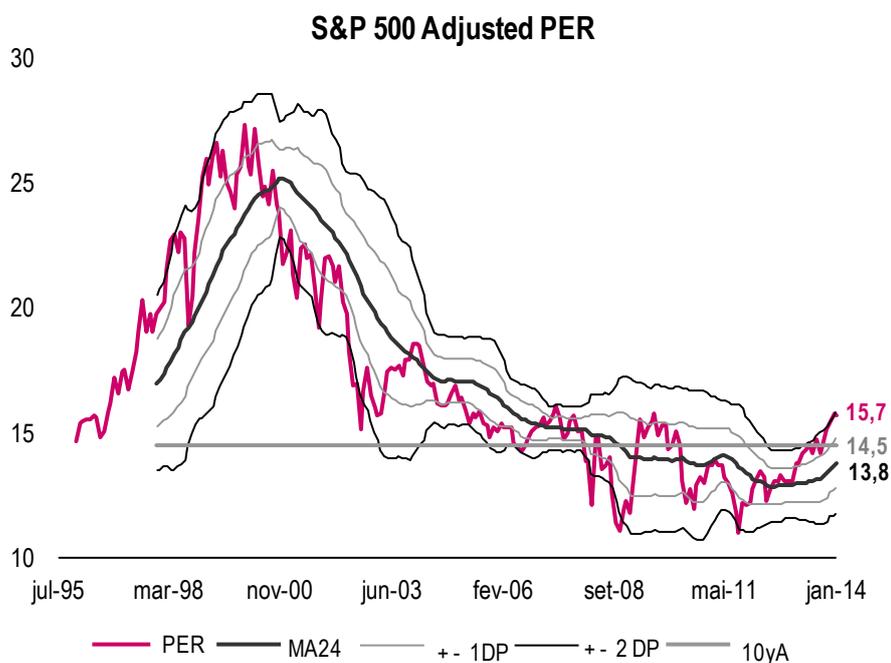
Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1843 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 15,7x, com um *downside* de 12% em relação à média dos últimos dois anos (13,8x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,5x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	15,7	1,0	13,8	14,5	1622,4	-12%

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 de EPS no 4T13 deverão ter sido **Telecom Services** (+40,6%) e **Financials** (+35,3%), enquanto **Info Technology** (-8,6%) e **Energy** (-7%) devem ter registado a maior quebra homóloga nos resultados.

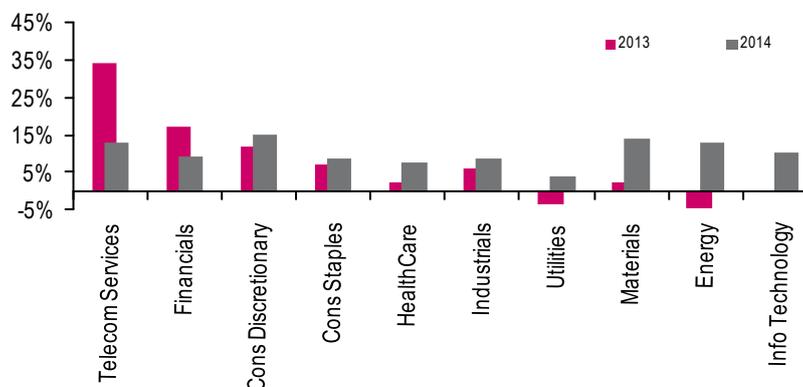
Em 2013 estima-se que **Telecom Services** (+34,3%) e **Financials** (+17,0%) tenham registado também o crescimento de EPS mais forte, enquanto **Energy** (-4,6%), **Utilities** (-3,5%) e **Info Technology** (-0,2%) devem ser os únicos setores a apresentar quebra de resultados.

O **CAGR** do S&P500 para os próximos 2 anos (+7,9%) aponta para um acelerar do crescimento dos resultados face ao registado nos últimos 6 anos (+2,6%). Em termos sectoriais, destaque para Financials, que deverá registar a maior taxa de crescimento médio de resultados entre 2012 e 2014 (CAGR 24,3%), ainda que a abrandar face aos últimos 3 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	365,2	15,2	13,4	34,3%	13,2%	18,0%	40,6%	32,7%	1,6%	21,4%	5,9%	4,8%	2,5	6,5%	-3,5%	
Financials	2875,2	14,1	12,9	17,0%	9,1%	17,6%	35,3%	20,9%	66,3%	24,3%	6,1%	1,8%	1,1	33,2%	0,4%	
Cons Discretionary	2179,6	21,0	18,2	12,1%	15,2%	9,4%	11,8%	15,5%	21,9%	12,4%	4,4%	1,5%	3,7	41,0%	-2,8%	
Cons Staples	1794,6	18,1	16,6	7,0%	8,9%	6,0%	5,0%	6,1%	7,4%	5,9%	5,2%	2,7%	4,2	22,7%	-1,8%	
HealthCare	2249,7	18,7	17,4	2,1%	7,7%	3,7%	2,2%	-0,7%	6,9%	1,8%	5,2%	1,9%	2,9	38,7%	3,4%	
Industrials	1855,0	18,2	16,7	6,1%	8,8%	5,3%	-0,6%	9,2%	18,4%	7,1%	5,2%	2,2%	3,0	37,6%	-1,0%	
Utilities	492,1	15,7	15,1	-3,5%	4,0%	1,2%	-2,9%	3,1%	1,3%	-3,0%	6,5%	4,1%	1,5	8,8%	1,3%	
Materials	597,2	18,6	16,4	2,3%	13,8%	3,4%	-5,5%	6,0%	28,8%	-3,7%	5,2%	2,3%	2,6	22,7%	-0,1%	
Energy	1701,2	14,5	12,9	-4,6%	12,7%	3,4%	-7,0%	-5,5%	25,2%	-5,2%	7,2%	2,1%	1,9	22,3%	-2,1%	
Info Technology	3357,1	17,2	15,6	-0,2%	10,1%	-6,4%	-8,6%	3,1%	22,2%	2,2%	5,8%	1,3%	3,3	26,2%	0,7%	
S&P 500	17466,9	17,0	15,4	5,7%	10,2%	4,2%	5,4%	7,4%	2,6%	7,9%	5,6%	2,0%	2,3	29,6%	-0,2%	

* T = Trailing, F = Forward

S&P500 Sectors EPS Growth



Revisões

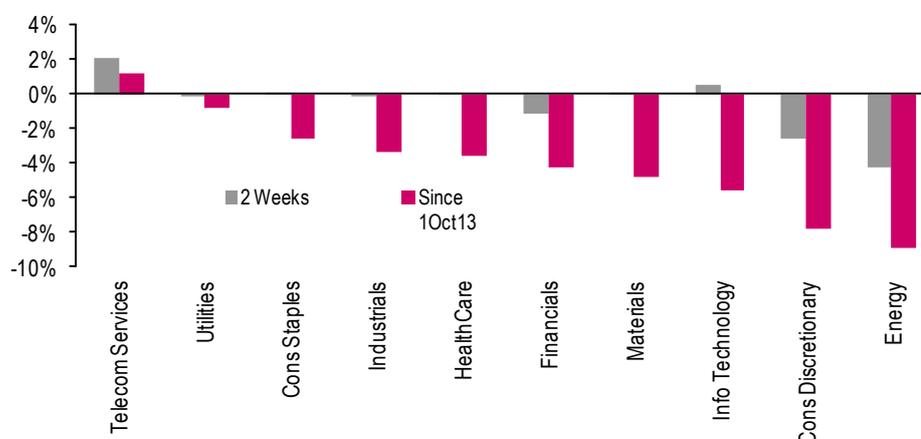
Na última quinzena destaque para a revisão em alta das estimativas de EPS do 4º trimestre para o setor Telecom Services (+2,1%) e Info Technology (+0,5%). Em sentido inverso Energy (-4,2%), Cons Discretionary (-2,6%) e Financials (-1,1%) foram os mais revistos em baixa.

Sector	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision (% change)		4Q13revision (% change)			% change		
		2Weeks	Since 1Oct13	EPS Gr. 4Q13	2 Weeks	Since 1Oct13	2 Weeks	YTD	2013
Telecom Services	34,3%	-0,1%	-0,4%	58,1%	2,1%	1,2%	-3,2%	-3,5%	6,5%
Utilities	-3,5%	-0,2%	0,5%	-6,7%	-0,2%	-0,8%	2,2%	1,3%	8,8%
Cons Staples	7,0%	0,2%	-0,4%	4,8%	0,0%	-2,5%	-0,6%	-1,8%	22,7%
Industrials	6,1%	0,0%	-0,5%	27,2%	-0,2%	-3,3%	0,2%	-1,0%	37,6%
HealthCare	2,1%	0,0%	0,8%	1,9%	0,0%	-3,6%	3,1%	3,4%	38,7%
Financials	17,0%	-0,7%	-1,1%	20,4%	-1,1%	-4,3%	0,1%	0,4%	33,2%
Materials	2,3%	-0,1%	0,3%	9,6%	0,1%	-4,8%	1,6%	-0,1%	22,7%
Info Technology	-0,2%	-0,2%	-3,0%	1,3%	0,5%	-5,5%	1,6%	0,7%	26,2%
Cons Discretionary	12,1%	-0,6%	0,0%	9,4%	-2,6%	-7,8%	-2,0%	-2,8%	41,0%
Energy	-4,6%	-0,9%	-3,9%	-10,1%	-4,2%	-8,9%	-1,5%	-2,1%	22,3%
S&P 500	5,7%	-0,3%	-1,2%	7,4%	-0,9%	-4,9%	0,3%	-0,2%	29,6%

n.m. - base não comparável

Desde o início de outubro denota-se uma tendência de revisão em baixa das estimativas trimestrais de resultados do 4º trimestre. As previsões de EPS que mais desceram foram para Energy (-10,1%) e Cons. Discretionary (-7,8%). Este tipo de posicionamento mais defensivo antes das apresentações de resultados foi adotado pelos analistas durante todo o ano de 2013, o que acabou por dar uma almofada à apresentação de resultados trimestrais das empresas nas últimas *earnings seasons*. Resta saber se continuará a funcionar para os resultados do 4º trimestre.

S&P500 - Sector EPS 4Q13 revisions



Múltiplos

Dos 10 setores do S&P 500, **Telecoms Services** é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13,6x, com um *upside* de 28% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já **HealthCare**, **Info Technology** e **Industrials** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 17,7x, 15,9x e 16,9x, respetivamente, com um *downside* de 18%, 17% e 16%, respetivamente, 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)	13,6	-1,7	2,2	13,0	15,2	17,4	19,6	21,8	15,6	192,1	28%
S&P 500 /1/ Utilities (US)	15,3	0,4	0,6	13,8	14,5	15,1	15,7	16,3	14,2	192,6	-2%
S&P 500 /1/ Cons Staples (US)	16,9	1,0	0,8	14,5	15,3	16,1	16,9	17,7	16,1	413,9	-5%
S&P 500 /1/ Financials (US)	13,1	1,7	0,6	10,7	11,3	12,0	12,6	13,3	12,8	271,3	-8%
S&P 500 /1/ Cons Discr (US)	18,6	1,5	1,4	13,9	15,3	16,6	18,0	19,4	17,4	461,0	-11%
S&P 500 /1/ Energy (US)	13,2	1,4	1,0	9,8	10,8	11,8	12,8	13,9	12,0	570,2	-11%
S&P 500 (US)	15,7	1,9	1,0	11,8	12,8	13,8	14,8	15,8	14,5	1622,4	-12%
S&P 500 /1/ Materials (US)	16,8	1,9	1,4	11,3	12,7	14,1	15,6	17,0	15,2	245,1	-16%
S&P 500 /1/ Industrials (US)	16,9	2,0	1,4	11,3	12,7	14,1	15,5	16,9	15,4	374,7	-16%
S&P 500 /1/ Info Tech (US)	15,9	2,3	1,2	10,9	12,1	13,2	14,4	15,5	17,0	490,2	-17%
S&P 500 /1/ HealthCare (US)	17,7	1,9	1,9	10,3	12,2	14,1	16,0	17,9	14,5	529,1	-20%

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.
- 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
Compra	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