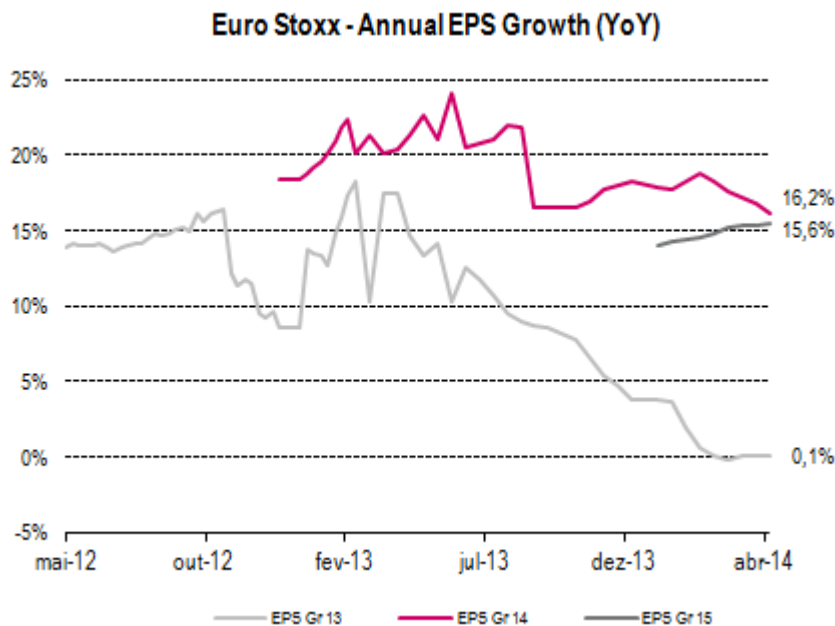


Euro Earnings Watch

Europa - Síntese

- Os analistas estimam que os resultados do **Euro Stoxx** cresçam 16,2% em 2014, (revisto reviso em baixa em 61pb), seguido de 15,6% em 2015 (estimativa caiu 22pb), depois de uma subida de apenas 0,1% em 2013.



- Sectorialmente, **Basic Resources** (+151,6%), após ter retomado resultados positivos em 2013, deve ter apresentado o crescimento de resultados mais forte em 2014, devido à base bastante deprimida de 2013, seguido de **Travel & Leisure** (+79,7%). Em sentido inverso, **Telecommunications** (-9,1%) e **Utilities** (-6,9%) devem ter registado as maiores quebras. Os resultados do Euro Stoxx devem estar a ganhar *momentum* em 2013/2014 (CAGR 15,9%), depois de um crescimento médio negativo nos 5 anos anteriores (-3,2%).
- Com base na cotação de fecho do dia 29 de abril (325,73 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um PER ajustado estimado de 15,1x, com um *downside* de 17% em relação à média dos últimos dois anos (12,5x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).
- Os resultados do **PSI20** devem ter recuado 19,4% em 2013, subindo 77,2% este ano. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (41,9%) e continue em 2014, embora de forma mais branda (13,5%). 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 23,2x, com um *downside* de 16% em relação à média dos últimos dois anos (19,5x) e de 28% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,6x).

Ramiro Loureiro,

Analista de mercados

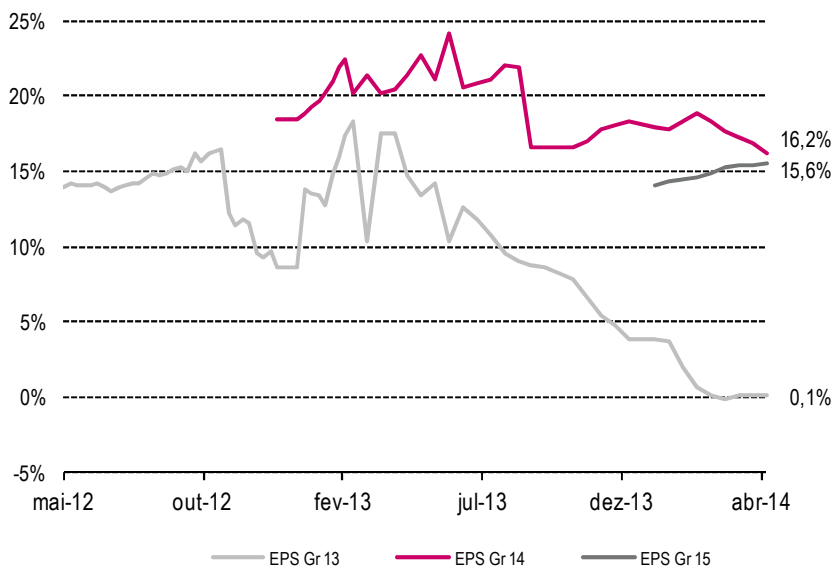
+351 21 003 78 56

ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt

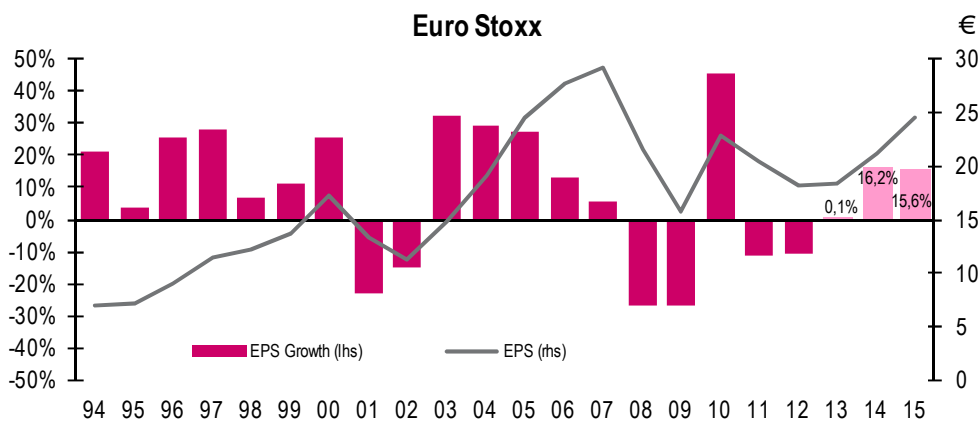
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados do **Euro Stoxx** deverão crescer 16,2% em 2014 (reviso reviso em baixa em 61 pb), seguido de 15,6% em 2015 (estimativa subiu 22pb).

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve ter atingido os € 18,30 em 2013 e chegar aos € 21,26 em 2014 e € 24,57 em 2015, apenas superado pelos anos de 2006 (€ 27,8) e 2007 (€ 29,2).



* Dados fechados até 2013 e estimados para 2014 e 2015

~

Múltiplos

Com base na cotação de fecho do dia 29 de abril (325,73 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 15,1 x, com um *downside* de 17% em relação à média dos últimos dois anos (12,5x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

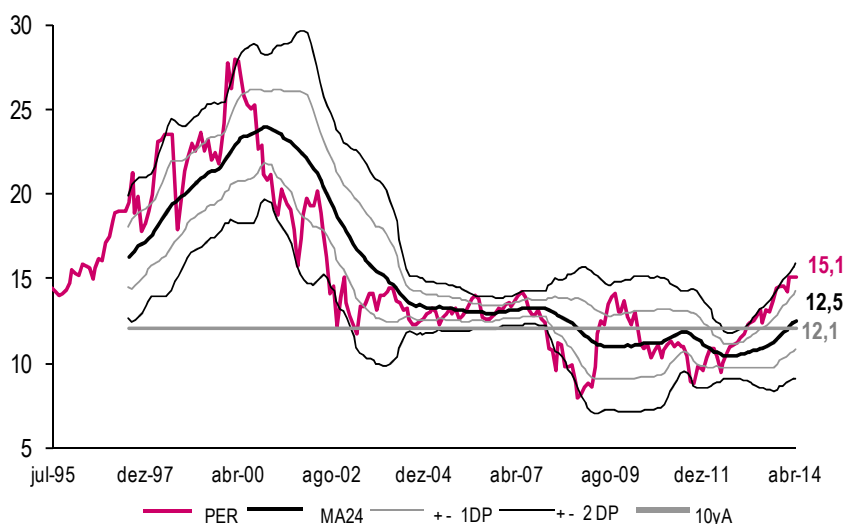
	Adjusted PER	#SD	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
DJ Euro Stoxx Bench	15,1	1,5	1,7	9,1	12,5	15,9	12,1	270,1	-17%

#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

Euro Stoxx - Adjusted PER

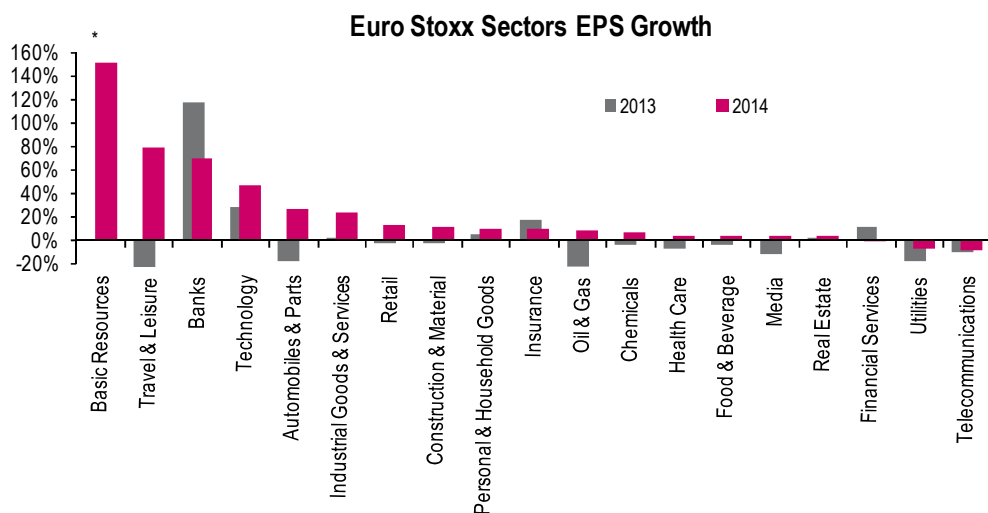


Análise Sectorial

Sectorialmente, **Basic Resources** (+151,6%), após ter retomado resultados positivos em 2013, deve apresentar o crescimento de resultados mais forte em 2014, devido à base bastante deprimida de 2013, seguido de **Travel & Leisure** (+79,7%). Em sentido inverso, **Telecommunications** (-9,1%) e **Utilities** (-6,9%) devem ter registado as maiores quebras. Os resultados do **Euro Stoxx** devem estar a ganhar *momentum* em 2013/2014 (CAGR 15,9%), depois de um crescimento médio negativo nos 5 anos anteriores (-3,2%).

Euro Stoxx	Capitalização Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS		CAGR		Earnings Yield	Dividend Yield	P / BV	Change	
		2013	2014	2013	2014	T 4Y*	F 2Y*	2013	2013	2013	2013	YTD
Basic Resources	63,71	41,0	15,8	n.m.	151,6%	118,1%	77,7%	2,5%	2,4%	1,0	25,9%	-3,3%
Travel & Leisure	51,07	30,0	16,2	-31,3%	79,7%	44,1%	56,0%	3,4%	1,4%	2,6	27,4%	9,6%
Banks	561,02	24,4	14,2	116,6%	70,2%	-17,6%	51,2%	4,0%	3,0%	0,9	33,2%	10,1%
Technology	202,07	30,3	19,6	29,0%	46,7%	6,3%	32,8%	3,4%	1,3%	3,4	31,0%	-4,6%
Automobiles & Parts	351,73	13,9	10,9	-18,4%	27,4%	n.m.	22,5%	7,1%	2,5%	1,4	16,0%	7,6%
Industrial Goods & Services	514,73	21,0	16,7	0,3%	23,5%	13,9%	19,3%	4,8%	2,5%	2,8	27,1%	-1,5%
Retail	168,35	20,9	19,0	-2,8%	13,2%	0,0%	13,2%	4,6%	2,5%	2,6	2,6%	-1,3%
Construction & Material	154,82	19,7	17,7	-2,5%	11,4%	-0,8%	14,6%	5,0%	2,9%	1,5	7,0%	14,8%
Personal & Household Goods	309,60	23,2	20,9	5,9%	10,2%	15,6%	11,2%	4,3%	1,9%	3,3	24,8%	-2,2%
Insurance	290,47	11,0	9,8	17,7%	10,0%	14,0%	8,6%	9,1%	3,5%	1,0	23,0%	-1,3%
Oil & Gas	268,63	12,4	12,1	-22,6%	8,5%	4,2%	10,1%	7,4%	4,9%	1,2	16,6%	11,9%
Chemicals	299,79	17,5	16,1	-4,4%	6,5%	15,8%	10,2%	5,7%	2,5%	2,7	12,3%	1,2%
Health Care	218,67	17,4	16,7	-6,6%	4,5%	0,2%	7,9%	5,7%	2,6%	2,1	20,9%	-0,1%
Food & Beverage	353,95	19,4	19,3	-3,2%	4,0%	7,1%	7,0%	4,9%	2,6%	3,0	36,0%	3,4%
Media	148,03	21,6	19,5	-12,2%	3,5%	-6,8%	8,8%	4,9%	3,9%	3,2	33,2%	-1,9%
Real Estate	58,38	16,8	16,3	1,0%	3,1%	13,3%	3,7%	5,9%	4,8%	1,1	9,2%	5,1%
Financial Services	44,34	16,0	15,7	12,1%	-0,6%	9,6%	6,5%	6,4%	2,9%	1,4	4,3%	1,0%
Utilities	349,91	13,2	14,5	-17,9%	-6,9%	-11,1%	-0,6%	7,3%	5,2%	1,1	21,8%	11,6%
Telecommunications	205,29	13,5	15,3	-10,6%	-9,1%	-13,0%	-1,1%	7,1%	5,3%	1,7	11,3%	5,3%
Euro Stoxx	4614,55	17,6	15,1	0,1%	16,2%	-3,2%	15,9%	5,6%	3,1%	1,6	20,5%	3,6%

* T = Trailing 4 years (except Auto that remains 3yr), F = Forward
n.m. - base não comparável

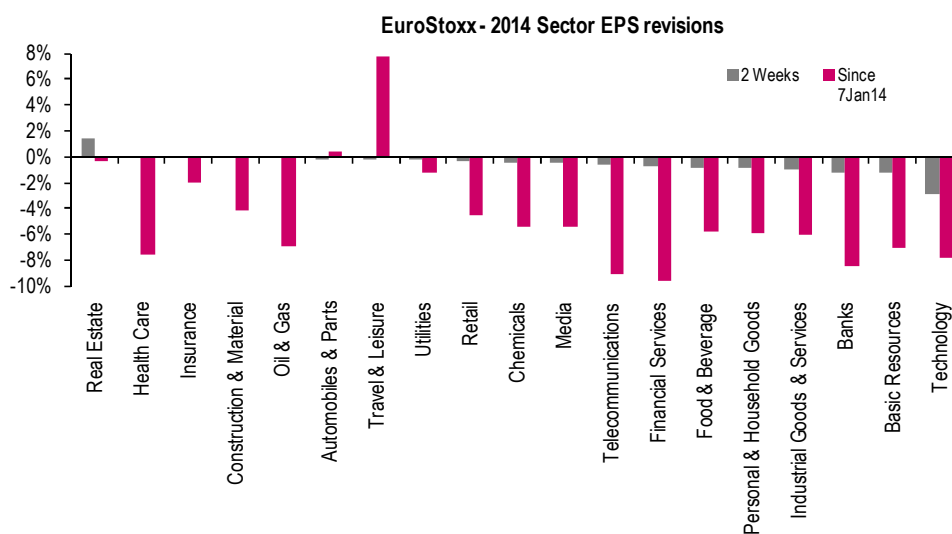


*Crescimento estimado de EPS no setor Basic Resources para 2014 de 151,6%, devido à base baixa de 2013.

Revisões

Nas últimas duas semanas, a única estimativa de EPS para 2014 revista em alta foi do setor **Real Estate** (+1,4%). As mais revistas em baixa foram de **Technology** (-2,8%) e **Basic Resources** (-1,3%).

Setor	EPS Gr. 2014	EPS 14 revision		Change		
		2 Weeks	Since 7Jan14	2Weeks	YTD	2013
Real Estate	3,1%	1,4%	-0,4%	3,7%	8,3%	5,3%
Health Care	4,5%	-0,1%	-7,6%	6,2%	7,8%	20,4%
Insurance	10,0%	-0,1%	-2,1%	4,8%	0,4%	28,9%
Construction & Material	11,4%	-0,1%	-4,2%	4,4%	13,1%	21,8%
Oil & Gas	8,5%	-0,1%	-7,0%	4,9%	6,5%	3,8%
Automobiles & Parts	27,4%	-0,2%	0,4%	3,9%	7,5%	37,3%
Travel & Leisure	79,7%	-0,2%	7,7%	4,2%	3,5%	27,9%
Utilities	-6,9%	-0,2%	-1,3%	1,9%	9,9%	7,5%
Retail	13,2%	-0,4%	-4,6%	3,2%	-2,8%	19,6%
Chemicals	6,5%	-0,4%	-5,4%	5,9%	0,9%	13,9%
Media	3,5%	-0,5%	-5,4%	2,1%	-4,5%	33,7%
Telecommunications	-9,1%	-0,6%	-9,1%	5,6%	0,3%	32,1%
Financial Services	-0,6%	-0,7%	-9,6%	4,5%	1,0%	35,0%
Food & Beverage	4,0%	-0,8%	-5,8%	1,2%	2,9%	8,5%
Personal & Household Goods	10,2%	-0,8%	-5,9%	1,6%	1,8%	14,0%
Industrial Goods & Services	23,5%	-1,0%	-6,1%	2,0%	-1,1%	22,5%
Banks	70,2%	-1,2%	-8,5%	3,8%	3,8%	19,0%
Basic Resources	151,6%	-1,3%	-7,0%	1,1%	2,0%	-13,4%
Technology	46,7%	-2,8%	-7,8%	0,6%	-4,9%	26,7%
Euro Stoxx	16,2%	-0,5%	-5,0%	3,6%	3,6%	20,5%



Múltiplos – Pan-europeu

No pan-europeu, a maioria dos setores estão sobrevalorizados, sendo as exceções os setores **Technology**, com um potencial de valorização de 2% e um Per ajustado de 19,6x, e o **Travel & Leisure** que transaciona junto ao seu *fair value*. Os mais distantes em relação ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos são **Telecommunications**, **Construction & Materials** e **Utilities**, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 15,9x, 18,0x e 14,5x, com *downside* de 27%, 23% e 23%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Technology	19,6	-0,2	1,6	16,8	20,0	23,1	17,6	277,3	2%
Travel & Leisure	15,9	0,0	0,7	14,5	15,9	17,2	14,7	194,1	0%
Personal & Household Goods	18,0	1,1	0,9	15,1	16,9	18,8	15,2	559,3	-6%
Food & Beverage	19,4	1,8	1,1	15,3	17,4	19,6	15,7	456,2	-10%
Industrial Goods & Services	16,4	1,2	1,6	11,3	14,5	17,7	14,0	361,5	-12%
Retail	17,5	1,2	1,7	12,1	15,4	18,7	14,6	278,2	-12%
Real Estate	19,7	2,4	1,1	14,7	17,0	19,3	16,8	127,2	-14%
Banks	12,6	1,1	1,6	7,7	10,9	14,0	10,7	173,9	-14%
Chemicals	16,4	1,7	1,5	11,0	13,9	16,9	13,4	660,6	-15%
Basic Resources	13,7	1,1	1,9	7,7	11,6	15,5	11,1	352,6	-15%
Insurance	10,7	1,4	1,2	6,6	9,0	11,5	9,1	193,6	-15%
Stoxx 600	15,0	1,5	1,5	9,6	12,7	15,7	12,2	285,1	-16%
Financial Services	16,5	1,3	2,1	9,6	13,8	17,9	14,8	289,8	-17%
Health Care	17,4	1,8	1,7	10,9	14,3	17,7	14,3	518,8	-18%
Media	17,7	1,3	2,7	8,9	14,3	19,6	13,9	195,8	-19%
Automobiles & Parts	10,9	1,4	1,7	5,1	8,6	12,0	13,4	399,3	-22%
Oil & Gas	12,2	2,4	1,1	7,3	9,5	11,8	10,2	279,3	-22%
Utilities	14,5	2,1	1,6	8,2	11,3	14,4	12,4	237,0	-23%
Construction & Materials	18,0	2,0	2,0	9,8	13,9	18,0	12,9	279,2	-23%
Telecommunications	15,9	2,0	2,2	7,2	11,6	16,0	11,8	215,4	-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 crescer 77,2% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** tenham retomado o crescimento em 2013 (41,9%) e continue em 2014, embora de forma mais branda (13,5%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P / BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	17,5x	13,9x	-2,9%	28,4%	5,7%	1,6x	-0,8%
CAC 40 (FR)	16,3x	14,3x	6,9%	16,1%	6,0%	1,4x	4,7%
DAX (DE)	15,2x	13,4x	-1,7%	10,8%	6,6%	1,8x	0,3%
Euro STOXX	17,6x	15,1x	13,8%	20,0%	5,6%	1,6x	3,6%
FTSE 100 (GB)	15,1x	13,9x	-4,8%	7,5%	6,6%	2x	0,3%
IBEX 35 (ES)	18,1x	16,3x	41,9%	13,5%	5,3%	1,4x	5,5%
PSI 20 (PT)	42,3x	23,8x	-19,4%	77,2%	2,3%	1,6x	13,4%
SMI (CH)	17x	16,3x	12,2%	3,3%	5,9%	2,7x	2,8%
Ireland ISEQ Overall	29,7x	17,8x	15%	59%	3,6%	2,2x	7,5%
S&P 500 (US)	17x	15,7x	5,3%	7,6%	5,8%	2,7x	1,6%

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 23,2x, com um *downside* de 16% em relação à média dos últimos dois anos (19,5x) e de 33% 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)	13,9	1,4	1,7	8,2	9,9	11,6	13,3	15,0	10,9	332,8	-16%
CAC 40 (FR)	14,3	1,6	1,6	8,3	10,0	11,6	13,3	14,9	11,6	3661,5	-19%
DAX (DE)	13,5	1,4	1,4	8,7	10,1	11,5	12,9	14,3	12,1	8179,3	-15%
Euro STOXX	15,1	1,5	1,7	9,2	10,9	12,6	14,3	16,0	12,3	270,6	-17%
FTSE 100 (GB)	13,9	1,6	1,3	9,3	10,6	11,9	13,1	14,4	10,3	5767,2	-15%
IBEX 35 (ES)	16,3	1,5	2,3	8,1	10,4	12,7	15,0	17,3	11,6	8167,8	-22%
PSI 20 (PT)	23,2	0,8	4,8	9,8	14,7	19,5	24,3	29,1	15,6	6250,2	-16%
SMI (CH)	16,2	1,5	1,4	11,3	12,7	14,1	15,5	16,9	13,6	7322,2	-13%
Ireland ISEQ Overall	17,7	-0,6	0,9	16,4	17,3	18,2	19,2	20,1	10,1	5025,6	3%
S&P 500 (US)	15,6	1,4	1,1	12,0	13,1	14,1	15,2	16,2	14,5	1696,4	-10%
Bovespa (BR)	10,5	-0,4	3,6	4,6	8,2	11,7	15,3	18,9	10,5	58132,1	12%
Nikkei 225 (JP)	16,5	0,5	3,0	9,0	12,0	14,9	17,9	20,8	17,5	12947,9	-9%

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 14 e EPS 15

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 Pública 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.
- O Banco Comercial Português foi escolhido como “Co-leader” para integrar o consórcio da Oferta Pública Inicial do ES Saúde, realizada em fevereiro 2014.
- O Millennium investment banking atuou como Joint Bookrunner na oferta particular de ações, lançada pela José de Mello SA, através de um accelerated bookbuilding, relativo à alienação de 94 787 697 ações EDP, segundo o comunicado divulgado em 3 de abril 2014.
- Segundo o comunicado divulgado em 8 de abril 2014, o Millennium BCP atuou como Joint Bookrunner na emissão de obrigações a cinco anos da EDP Finance BV, no montante de EUR 650.000.000.
- Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium BCP (%)

Recomendação	mar-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 de
Compra	25%	55%	59%	77%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%
Manter	13%	23%	9%	9%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%
Reduzir	33%	18%	18%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%
Vender	29%	5%	14%	0%	4%	7%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%
Sem Recom./Sob Revisão	0%	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%
Variação	16.0%	10.2%	7.1%	-1.7%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%
PSI 20	7608	6559	5954	5557	5655	4698	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619

- 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, Retail e Healthcare)
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 Lalandia

Equity Derivatives +351 21 003 7890

Maria Cardoso Baptista, CFA - Head
Ana Lagarelhos
Diogo Justino
Marco Barata