

# US Earnings Watch

Ramiro Loureiro,

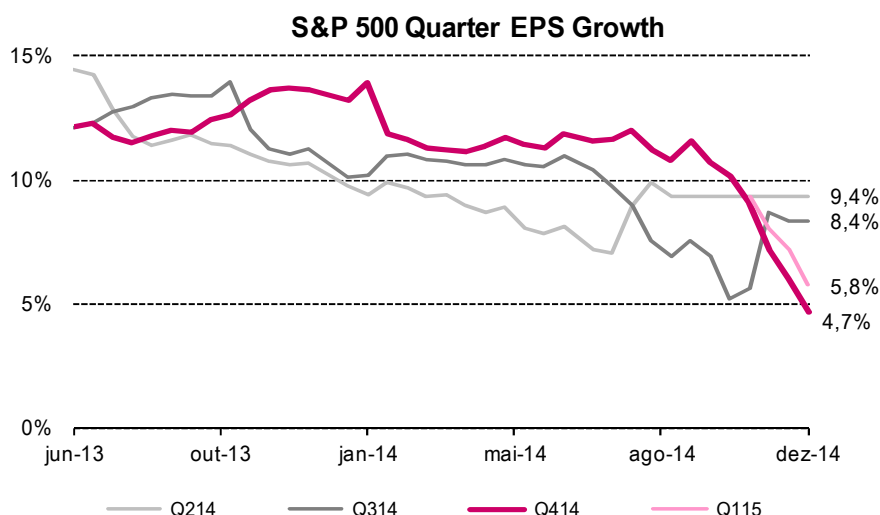
Analista de Mercados

+351 21 003 78 56

[ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt](mailto:ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt)

## Estados Unidos - Síntese

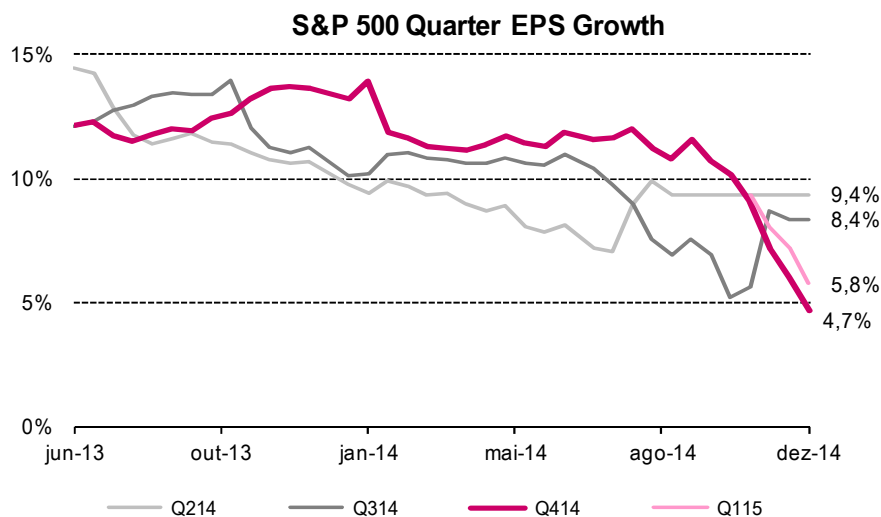
- De acordo com as estimativas atuais, os **resultados do S&P 500** devem denotar um abrandamento do ritmo de crescimento no 4º trimestre, ao registarem uma **subida homóloga de apenas 4,7%** (previsão revista em baixa em 135 pontos base na última quinzena), **depois dos 8,4% verificados no 3º trimestre** (dados já fechados), o que até excedeu os 5,2% apontados antes da apresentação de contas (*surprise level* 3,2 pontos percentuais), devido essencialmente à descida das expectativas nos meses que antecederam a *earnings season*. Esta tendência de alívio das expectativas antes da época de resultados se iniciar, com os analistas a reverem em baixa as estimativas de resultados por ação (EPS, na sigla em inglês) do índice norte-americano para o período trimestral em questão, está a repetir-se para o último trimestre do ano, cujas contas começam a ser reveladas em janeiro. Esta redução diminui o ónus na execução por parte das empresas, gerando uma espécie de almofada, que nas últimas épocas de apresentação de contas funcionou como um catalisador para Wall Street alcançar máximos históricos em novembro em índices como o S&P 500. De realçar que este movimento também se verifica nas **projeções para o 1º trimestre de 2015**, onde se estima uma taxa de crescimento de 5,8% (vs. 8,1% estimados há dois meses).



- Em termos anuais** estima-se que os resultados do S&P 500 cresçam 6,4% em 2014 (cortada em 77pb), seguido de 9,3% em 2015 (42pb). A taxa de crescimento de resultados para os próximos dois anos apresenta assim um CAGR de 7,9%, a denotar um abrandamento em relação ao registado nos últimos 5 anos (+15,4%).
- Com base na cotação de fecho de 02 de dezembro (2067 pontos), o S&P 500 transaciona a um **PER ajustado** estimado de 16,6x, com um downside de 9% em relação à média dos últimos dois anos (15,1x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).
- Sectorialmente**, Telecoms Services mantém-se o único setor subvalorizado no S&P 500, transacionando a um PER ajustado de 13,3x, com um upside de 14% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já os sectores HealthCare, Cons Staples e Info Technology são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 18,8x, 19,8x e 16,9x, respetivamente, com *downside* superior a 10% face à MM24.

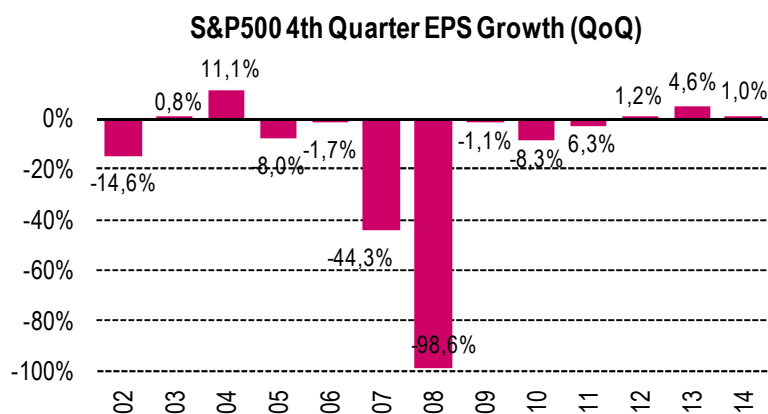
## S&P 500 - Perspetivas

Os resultados do **S&P 500** devem viver uma subida homóloga de apenas **4,7%** no 4º trimestre (previsão revista em baixa em 135 pontos base na última quinzena), depois dos **8,4% verificados no 3º trimestre** (dados já fechados). De realçar que também se verifica nas projeções para o **1º trimestre de 2015**, onde se estima uma taxa de crescimento de **5,8%** (vs. 8,1% estimados há dois meses).

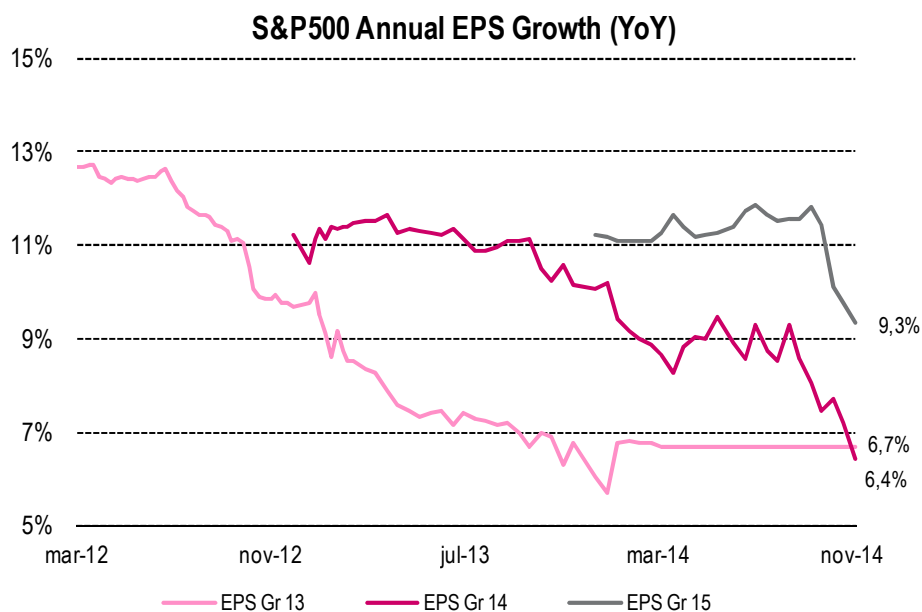


\*Base EPS fechada até ao 3º trimestre de 2014, sem ajustamentos.

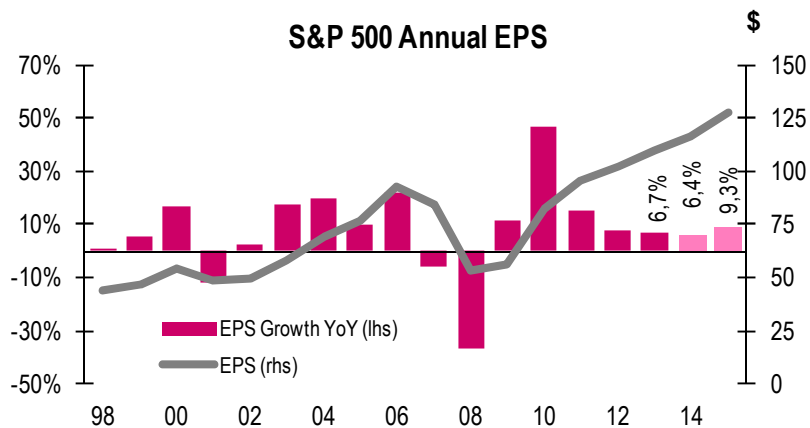
Em termos sequenciais, o EPS do S&P 500 deve subir 1% no 4º trimestre, tendo uma variação positiva no período pelo 3º ano consecutivo.



Por conseguinte, a taxa de crescimento de *earnings* em termos anuais também foi revista em baixa nas últimas duas semanas. Os analistas estimam agora que os resultados do S&P 500 cresçam **6,4% em 2014** (cortada em 77pb), seguido de **9,3% em 2015** (42pb).



Em termos absolutos o EPS do S&P 500 deve continuar a atingir valores recorde em 2014 (\$ 116,43) e 2015 (\$ 127,30).



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

## Múltiplos

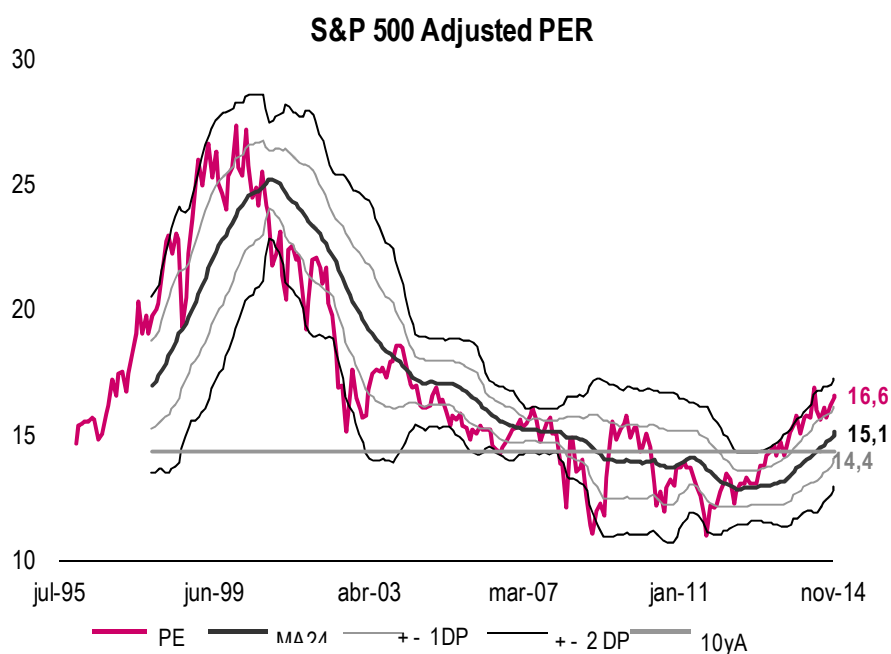
Com base na cotação de fecho de 02 de dezembro (2067 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 16,6x, com um *downside* de 9% em relação à média dos últimos dois anos (15,1x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	16,6	1,1	15,1	14,4	1880,4	-9%

# 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 14 e EPS 15



## Análise Sectorial

Os setores de maior crescimento homólogo de resultados no 4º trimestre devem ser **Telecom Services** (+32,7%) e **Financials** (+20,9%), enquanto **Energy** (-5,5%) e **HealthCare** (-0,7%) deve ser as únicas a viverem uma quebra no EPS.

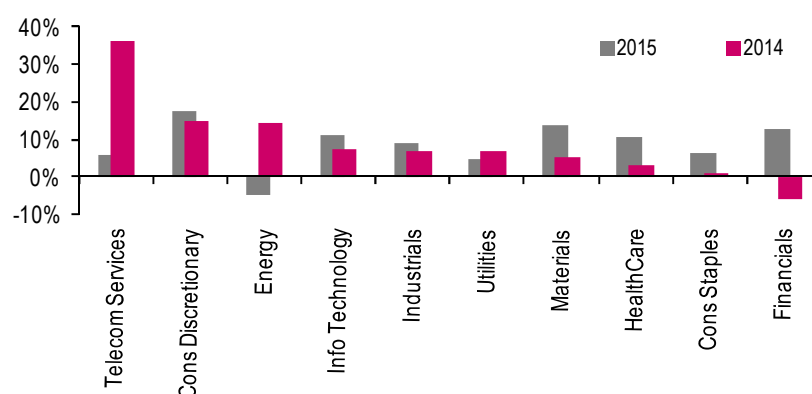
Para 2014 estima-se que **Telecom Services** (+36,3%) e **Cons Discretionary** (+14,8%) registem o crescimento de EPS mais forte, a passo que o setor **Financials** (-5,8%) deve o único em queda nos resultados face ao ano anterior.

A taxa de crescimento estimada para os próximos dois anos aponta para um **CAGR** de 7,9%, a denotar um abrandamento do ritmo de crescimento em relação ao registado nos últimos 5 anos (+15,4%).

S&P 500	Cap. Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS						CAGR		EY	DY	P / BV	Change	
				Anual		Trimestral										
		2014	2015	2014	2015	2T14	3T14	4T14	T 4Y*	F 2Y*	2013	2013	2013	2013	YTD	
Telecom Services	434,4	14,5	13,7	36,3%	5,8%	18,0%	40,6%	32,7%	9,4%	9,0%	6,2%	5,1%	2,4	6,5%	1,7%	
Financials	3216,8	15,0	13,3	-5,8%	12,6%	17,6%	35,3%	20,9%	51,4%	8,9%	6,3%	1,7%	1,3	22,3%	11,6%	
Cons Discretionary	2338,4	21,4	18,3	14,8%	17,3%	9,4%	11,8%	15,5%	20,1%	9,2%	4,4%	1,2%	4,4	41,0%	6,5%	
Industrials	1957,7	17,7	16,2	6,9%	9,2%	5,3%	-0,6%	9,2%	15,4%	9,5%	5,1%	1,9%	3,3	37,6%	7,3%	
Cons Staples	2054,4	20,3	19,1	1,1%	6,5%	6,0%	5,0%	6,1%	7,2%	4,2%	4,7%	2,8%	4,3	8,8%	14,1%	
Materials	609,5	18,2	16,0	5,1%	14,0%	3,4%	-5,5%	6,0%	22,4%	10,1%	5,2%	2,2%	3,0	22,7%	5,1%	
Utilities	579,2	17,4	17,0	6,7%	4,9%	1,2%	-2,9%	3,1%	1,2%	2,4%	5,5%	3,8%	1,6	22,7%	21,4%	
Info Technology	3871,9	18,0	16,1	7,7%	11,2%	-6,4%	-8,6%	3,1%	17,3%	9,4%	5,1%	1,5%	3,8	26,2%	19,3%	
HealthCare	2691,9	19,6	17,6	3,4%	10,8%	3,7%	2,2%	-0,7%	6,0%	11,2%	4,5%	1,6%	3,9	38,7%	26,3%	
Energy	1553,1	13,3	14,0	14,3%	-5,0%	3,4%	-7,0%	-5,5%	16,6%	2,0%	7,3%	2,2%	2,0	33,2%	-8,5%	
									T 5Y*	F 2Y*						
S&P 500	19307,2	17,5	16,0	6,4%	9,3%	4,2%	5,4%	7,4%	15,4%	7,9%	5,3%	1,9%	2,7	29,6%	11,8%	

\* T = Trailing, F = Forward

S&P500 Sectors EPS Growth

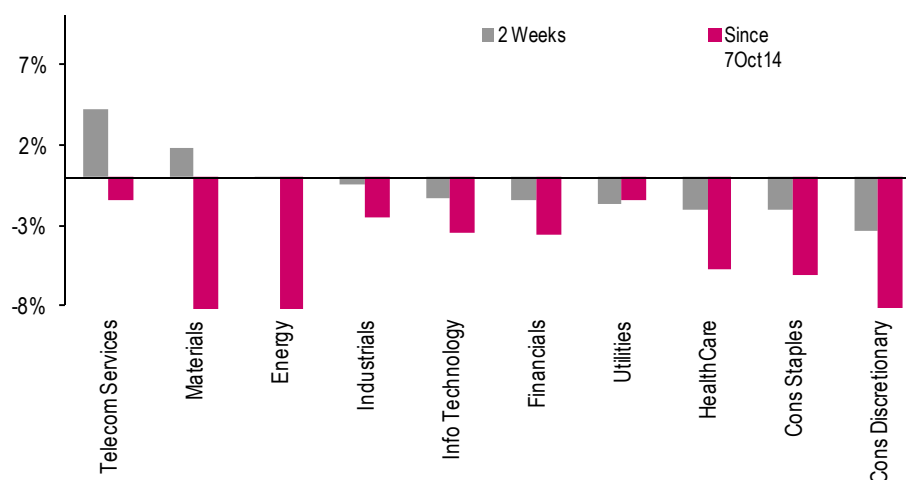


## Revisões

Na última quinzena os analistas subiram as estimativas de crescimento de EPS no 4º trimestre para os setores Telecom Services (+4,3%) e Materials (+1,8%). Já os setores Cons Discretionary (-3) e Cons Staples (-2%) foram os mais revistos em baixa.

Sector	EPS Gr. 2014	EPS 14 revision (% change)		EPS Gr. 4Q14	4Q14revision (% change)		% change		
		2 Weeks	Since 07Oct14		2 Weeks	Since 7Oct14	2 Weeks	YTD	2013
Telecom Services	12,2%	3,72%	-0,10%	18,1%	4,3%	-1,4%	2,0%	5,5%	6,5%
Materials	6,4%	2,11%	0,65%	-3,6%	1,8%	-8,4%	4,7%	7,3%	22,7%
Energy	9,6%	5,01%	1,28%	-5,3%	-0,1%	-12,0%	1,5%	-3,7%	22,3%
Industrials	9,7%	0,25%	0,08%	10,4%	-0,5%	-2,4%	2,7%	7,6%	37,6%
Info Technology	7,7%	-1,15%	-0,99%	3,5%	-1,3%	-3,4%	2,2%	17,6%	26,2%
Financials	5,3%	-1,28%	-1,02%	7,3%	-1,4%	-3,5%	0,6%	10,1%	33,2%
Utilities	2,2%	-1,48%	-0,90%	-2,3%	-1,6%	-1,4%	0,0%	19,6%	8,8%
HealthCare	11,6%	-2,12%	-3,13%	14,3%	-2,0%	-5,7%	1,8%	23,5%	38,7%
Cons Staples	2,0%	-1,80%	-2,46%	-2,3%	-2,0%	-6,1%	2,3%	12,2%	22,7%
Cons Discretionary	1,7%	-2,65%	-3,82%	5,2%	-3,3%	-8,1%	3,0%	3,6%	41,0%
S&P 500	6,4%	-0,72%	-1,50%	4,7%	-1,3%	-5,5%	2,0%	11,0%	29,6%

S&P500 - Sector EPS 4Q14 revisions



## Múltiplos

Sectorialmente, **Telecoms Services** mantém-se o único setor subvalorizado no S&P 500, transacionando a um PER ajustado de 13,3x, com um *upside* de 14% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já os sectores **HealthCare**, **Cons Staples** e **Info Technology** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 18,8x, 19,8x e 16,9x, respetivamente, com *downside* superior a 10% face à MM24.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
Telecom Services	13,3	-0,9	2,0	11,3	13,2	15,2	17,2	19,2	15,2	180,3	14%
Energy	13,1	0,0	1,1	11,0	12,1	13,2	14,2	15,3	11,9	598,1	0%
Materials	16,3	0,3	1,5	12,9	14,4	15,9	17,4	18,9	15,1	299,0	-2%
Industrials	16,7	0,8	1,2	13,2	14,4	15,6	16,9	18,1	15,1	456,0	-6%
Cons Discretionary	19,5	1,3	1,1	15,8	16,9	18,0	19,1	20,2	17,4	521,7	-8%
Financials	13,9	1,6	0,7	11,4	12,1	12,8	13,5	14,2	12,9	302,7	-8%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>16,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>13,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,1</b>	<b>16,2</b>	<b>17,2</b>	<b>14,4</b>	<b>1880,4</b>	<b>-9%</b>
Utilities	17,4	2,0	0,8	14,2	15,0	15,8	16,6	17,4	14,4	213,0	-9%
Info Technology	16,9	1,4	1,5	11,7	13,2	14,7	16,2	17,7	16,3	609,6	-13%
Cons Staples	19,8	<b>2,3</b>	1,1	15,0	16,1	17,2	18,3	19,4	16,0	439,3	-13%
HealthCare	18,8	1,5	1,7	12,9	14,5	16,2	17,9	19,6	14,4	700,6	-14%

# 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 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")

- 1) Este relatório foi elaborado em nome de Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S.A. (Millennium BCP).
- 2) O Millennium BCP é regulado e supervisionado pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM).
- 3) 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.
- 4) Em termos gerais, o período de avaliação incluído neste relatório, é o fim do ano corrente ou o fim do próximo ano.
- 5) Risco é definido pelo analista em termos qualitativos (Alto, Médio, Baixo).
- 6) Habitualmente, atualizamos as nossas valorizações entre 3 e 9 meses.
- 7) 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.
- 8) O Millennium BCP pode ter relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório.
- 9) O Millennium BCP espera receber ou tenciona receber comissões por serviços de banca de investimento prestados às empresas mencionadas neste relatório.
- 10) 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. Este relatório não tem qualquer destinatário específico.
- 11) Os analistas do Millennium BCP não participam em reuniões que visem o envolvimento do Banco na preparação e/ou colocação de ofertas públicas de títulos emitidos pela empresa que é alvo da recomendação, exceto quando divulgado no relatório.
- 12) A remuneração dos analistas é parcialmente suportada pela rentabilidade do grupo BCP, a qual inclui proveitos da banca de investimento.
- 13) O grupo BCP detém mais de 2% da EDP.
- 14) O grupo BCP foi escolhido para avaliar a EDP, relativamente à 8ª fase do processo de privatização.
- 15) O grupo BCP foi escolhido para avaliar a REN, relativamente à 2ª fase do processo de privatização.
- 16) 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..
- 17) Millennium BCP através da sua área de Banca de Investimentos presta serviços de banca de investimento à Tagus Holdings S.a.r.l. ("Oferte" no lançamento da oferta pública de aquisição das ações Brisa - Autoestradas de Portugal, S.A.).
- 18) O Banco Comercial Português foi escolhido como "Co-leader" para integrar o consórcio da Oferta Pública Inicial dos CTT, realizada em dezembro 2013.
- 19) 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.
- 20) O Banco Comercial Português foi escolhido como "Co-leader" para integrar o consórcio da Oferta Pública Inicial do ES Saúde, realizada em fevereiro 2014.
- 21) 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.
- 22) 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.
- 23) O Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S.A. (Millennium BCP) atua como "Joint Bookrunner" na Oferta Preferencial e como Co-Lead Manager na Oferta Institucional da Mota-Engil Africa.
- 24) O Banco Comercial Português foi escolhido como "Co-leader" para integrar o consórcio da Oferta Pública de Venda da REN realizada em junho de 2014.
- 25) O Banco Comercial Português foi escolhido como um dos "Bookrunners & Mandated Lead Arrangers" na concessão de uma linha de crédito no montante de €3.150.000.000 que foi dada à EDP - Energias de Portugal (junho 2014).
- 26) O Banco Comercial Português S.A. foi escolhido como um dos "Joint-Bookrunners" na emissão de instrumentos de dívida no montante de €500.000.000 (maturidade em janeiro de 2021) da Galp Energia (julho 2014).
- 27) O Banco Comercial Português S.A. foi escolhido como um dos "Joint-Bookrunners" na emissão de um empréstimo obrigacionista "Eurobond" 7 anos no montante de €1.000.000.000 da EDP - Energias De Portugal (setembro 2014).
- 28) O Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S.A. (Millennium BCP) atua como "Coordenador Global" da oferta pública de subscrição de ações Sonae Industria a realizar em Novembro de 2014.
- 29) **Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium BCP (%)**

Recomendação	Nov-14	out-14	set-14	jun-14	mar-14	dez-13	set-13	jun-13	dez-12	dez-11	dez-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05	dez-04
Compra	0%	0%	62%	50%	25%	55%	59%	77%	77%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	0%	0%	10%	32%	13%	23%	9%	9%	12%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	10%	0%	33%	18%	18%	14%	4%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%	
Vender	0%	0%	19%	18%	29%	5%	14%	0%	4%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	100%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	-0,9%	-9,0%	-15,6%	-10,6%	16,0%	10,2%	7,1%	-1,7%	2,9%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5176	5222	5741	6802	7608	6559	5954	5557	5655	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619	7600
- 30) 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 21 113 2103

**Equity Team**

Luis Fera - Head of Equities  
Ilda Conceição

**Equity Research +351 21 003 7820**

António Seladas, CFA - Head  
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 Lalandia

**Equity Derivatives +351 21 003 7890**

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