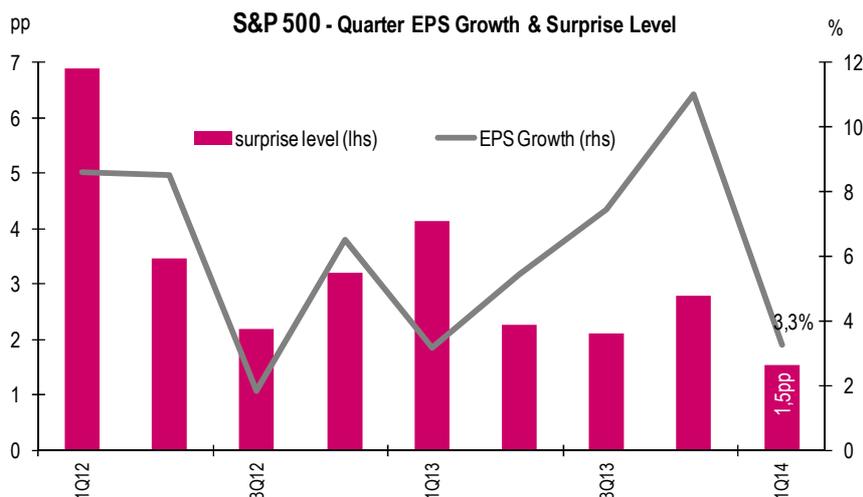


# US Earnings Watch

## Estados Unidos - Síntese

- Os analistas estimam que os resultados do **S&P500** tenham registado uma subida homóloga de 3,3% no 1º trimestre (taxa revista em alta em 256 pb na última quinzena e que compara com os 5,8% antecipados a 7 de janeiro), desacelerando o ritmo relativamente ao 4º trimestre, onde o EPS aumentou 11%. Para os próximos trimestres do ano espera-se um crescimento de 8,9% no 2T14 (estimativa subiu 24pb), de 10,8% no 3T14 (subiu 19pb) e de 11,7% no 4T14 (revisto em alta em 29pb). Numa base anual, o EPS do índice norte-americano deve subir 8,8% em 2014 (revisto em alta em 57 pb) e 11,4% em 2015 (previsão desceu 27pb, em virtude da maior subida das estimativas de EPS 14 face ao EPS 15).
- Surprise level passou para positivo nas duas últimas semanas**  
Quando estamos sensivelmente a meio da *earnings season* do 1º trimestre, e depois de um arranque que justificou uma revisão em baixa das estimativas de consenso, os números divulgados nas duas últimas semanas levaram os analistas a subir a taxa de crescimento de resultados do 1T14. O *surprise level* passou para positivo na última quinzena, sendo agora de 1,5pp (medida que representa a diferença entre a estimativa de crescimento atual (+3,3%) e a previsão apontada no início de janeiro (+1,7%).



- O **CAGR** do **S&P 500** para os próximos 2 anos (+10,1%) aponta para um abrandamento do ritmo de crescimento dos resultados face ao registado nos últimos 5 anos (+15,4%).
- Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1878,3 pontos), o S&P 500 transaciona a um **PER** ajustado estimado de 15,6x, com um *downside* de 10% em relação à média dos últimos dois anos (14,1x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).
- Dos 10 **setores** do S&P 500, Telecoms Services é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13,3x, com um *upside* de 27% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já os sectores Energy, Materials e Industrials são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 14,5x, 17,2x e 16,7x, respetivamente, com *downside* de 16%, 15% e 13%, respetivamente face à MM24.

Ramiro Loureiro,

Analista de mercados

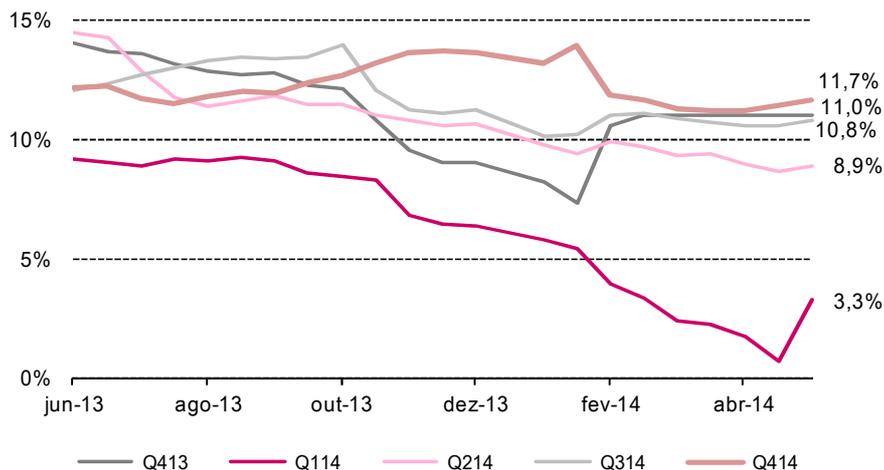
+351 21 003 78 56

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

S&P 500 - Perspetivas

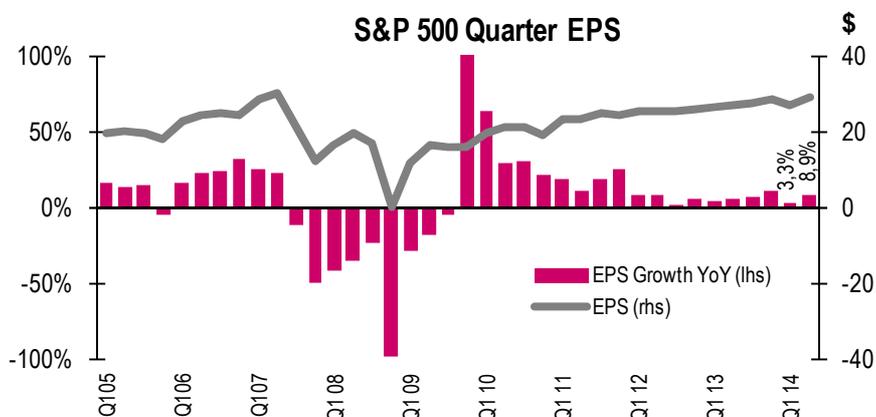
Os resultados do **S&P500** devem ter crescido 3,3% em termos homólogos no **1T14** (taxa revista em alta em 256 pb na última quinzena e que compara com os 5,8% antecipados a 7 de janeiro), desacelerando o ritmo relativamente ao 4º trimestre, onde o EPS aumentou 11,0%. Para os próximos trimestres do ano espera-se um crescimento de 8,9% no **2T14** (estimativa subiu 24pb), de 10,8% no **3T14** (subiu 19pb) e de 11,7% no **4T14** (revisto em alta em 29pb).

S&P 500 Quarter EPS Growth



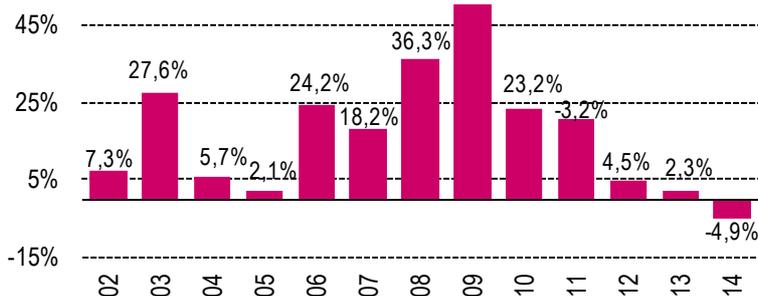
\*Base EPS fechada até ao 4º trimestre de 2013, sem ajustamentos.

S&P 500 Quarter EPS



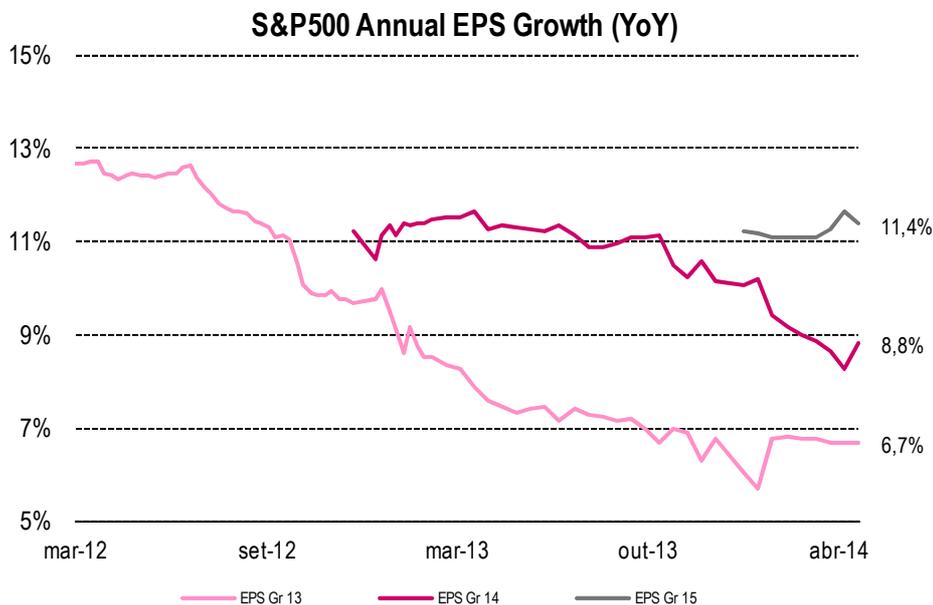
Em termos sequenciais o EPS do S&P 500 deve descer 4,9% no **1T14**, o que a ocorrer será a primeira variação sequencial negativa registada no 1º trimestre em mais de uma década.

S&P500 1st Quarter EPS Growth (QoQ)

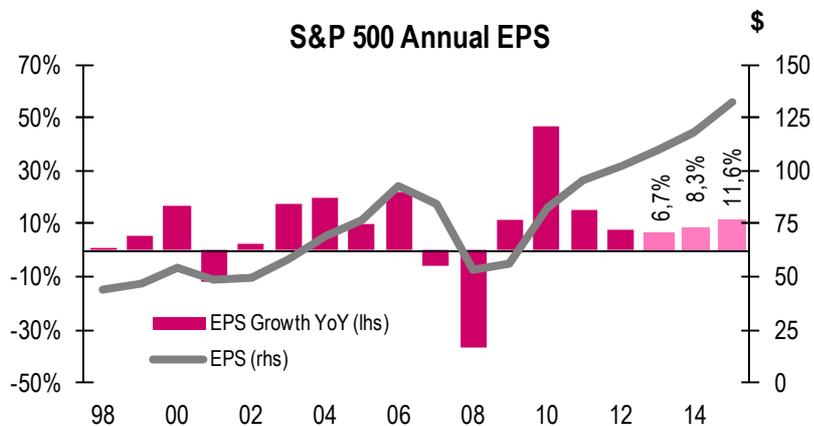


\*Crescimento de 5046% no 1T09, justificado pela base bastante deprimida do 4T08

Numa base anual, depois de ter crescido 6,7% em 2013, o EPS do **S&P 500** deve subir 8,8% em **2014** (revisto em alta em 57 pb) e 11,4% em 2015 (previsão desceu 27pb, em virtude da maior subida das estimativas de EPS 14 face ao EPS 15).



Em termos absolutos o EPS do S&P 500 deve continuar a atingir valores recorde em 2014 (\$ 119,04) e 2015 ( 132,59).



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

**Surprise level passou para positivo nas duas últimas semanas**

Quando estamos sensivelmente a meio da *earnings season* do 1º trimestre, e depois de um arranque que justificou uma revisão em baixa das estimativas de consenso, os números divulgados nas duas últimas semanas levaram os analistas a subir a taxa de crescimento de resultados do 1T14. O *surprise level* passou para positivo na última quinzena, sendo agora de 1,5pp (medida que representa a diferença entre a estimativa de crescimento atual (+3,3%) e a previsão apontada no início de janeiro (+1,7%).

	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%	11,0%	2,8
01-04-2014	1Q14	1,7%	3,3%	1,5*

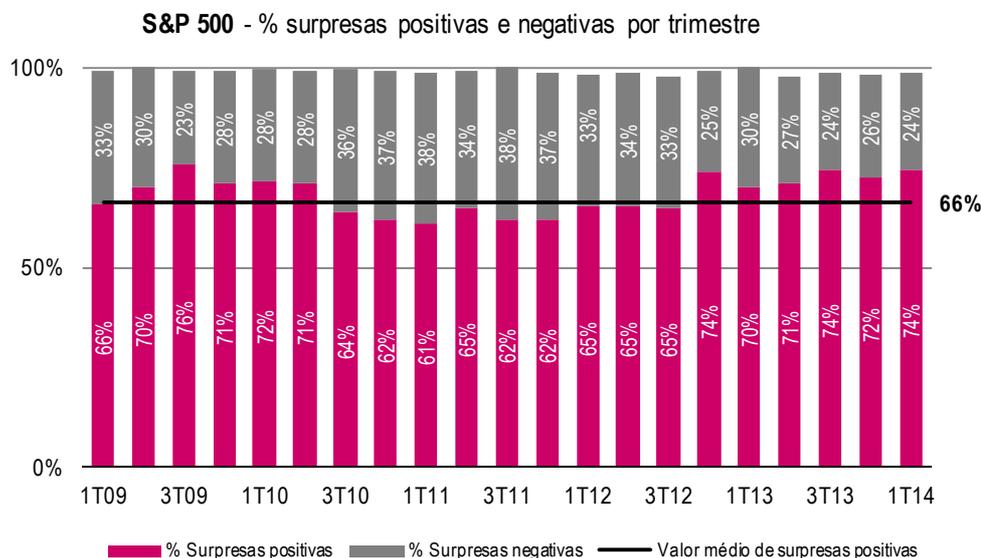
\*Last figure available

A tabela demonstra a relação entre a estimativa apontada pelos analistas antes do arranque de cada *earnings season* e o valor verificado cerca de três meses depois, considerado como um valor final, com exceção do trimestre mais recente, no caso atual o 1T14. 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.

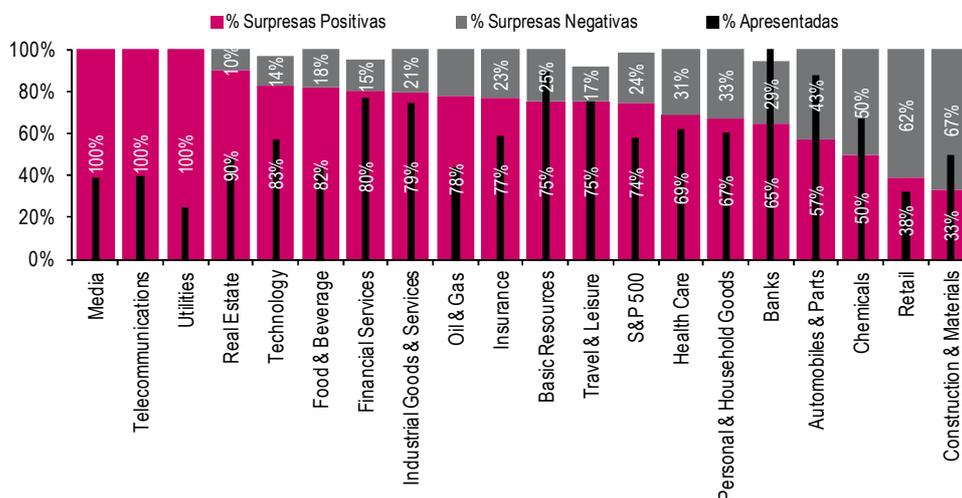
Numa outra métrica, que compara o EPS reportado por cada empresa com o estimado no dia anterior à sua divulgação, verificamos uma tendência histórica em que a maioria das empresas apresenta um EPS acima do apontado pelos analistas, mesmo em trimestres fracos, como foi o caso do 4º trimestre de 2010.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

Das 288 empresas do S&P 500 que divulgaram resultados, o EPS superou o apontado pelo consenso em 214 casos, o que corresponde a uma percentagem de surpresas positivas de 74%, acima da média histórica dos últimos 5 anos (66%).



A nível sectorial destaque para a boa performance dos setores **Media**, **Telecoms** e **Utilities**, onde a totalidade das empresas que reportou contas apresentou um EPS acima do estimado. Já os setores **Construction & Materials** e **Retail** registaram mais surpresas negativas que positivas.



Múltiplos

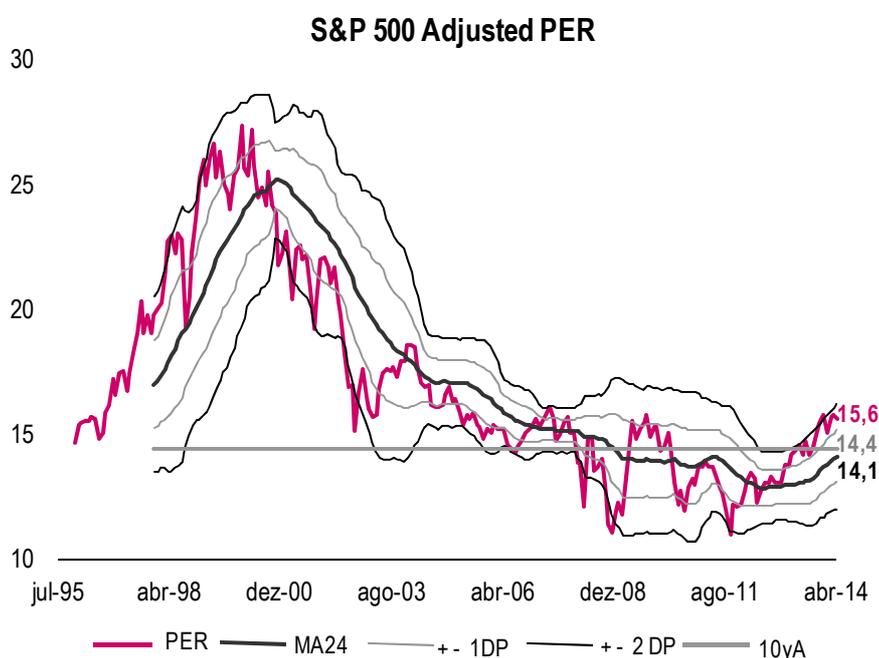
Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1878,3 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 15,6x, com um *downside* de 10% em relação à média dos últimos dois anos (14,1x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	15,6	1,1	14,1	14,4	1696,4	-10%

# 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**

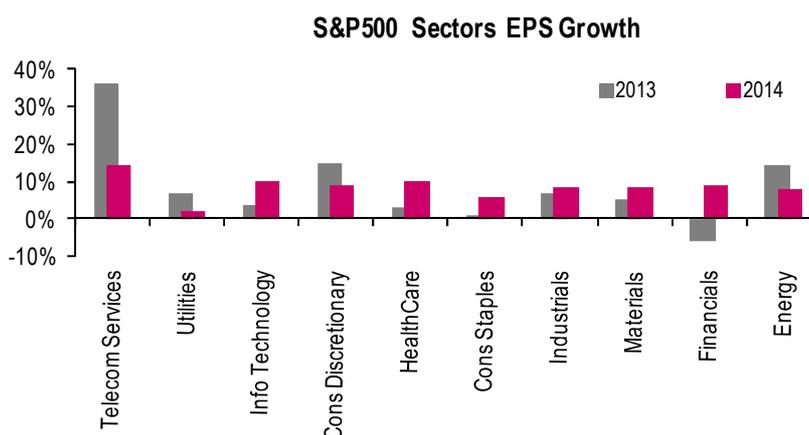
Os setores de maior crescimento resultados no **1T14** deverão ter sido **Telecom Services** (+39,1%) e **Utilities** (+14,9%), enquanto **Energy** (-6,9%) e **Financials** (-3,8%) devem ter registado as maiores quebras no EPS em termos homólogos.

Para 2014 estima-se que **Telecom Services** (+14,2%) e **Info Technology** (+10,2%) registem também o crescimento de EPS mais forte, enquanto **Utilities** (2,0%) deve registar o crescimento mais fraco.

O **CAGR** do S&P 500 para os próximos 2 anos (+10,1%) aponta para um abrandamento do ritmo de crescimento dos resultados face ao registado nos últimos 5 anos (+15,4%).

S&P 500	Cap. Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS						CAGR		EY	DY	P / BV	Change	
		2013	2014	Anual		Trimestral			T 4Y*	F 2Y*	2013	2013	2013	2013	YTD	
				2013	2014	4T13	1T14	2T14								
Telecom Services	409,0	14,6	13,3	36,3%	14,2%	64,0%	39,1%	13,0%	9,4%	10,1%	6,5%	5,2%	2,4	6,5%	-0,7%	
Utilities	537,1	18,2	16,7	6,7%	2,0%	-3,9%	14,9%	1,9%	1,2%	2,6%	5,9%	3,8%	1,6	22,7%	13,4%	
Info Technology	3342,0	16,8	15,1	3,5%	10,2%	8,7%	10,7%	12,8%	17,3%	10,4%	6,0%	1,5%	3,8	26,2%	1,8%	
Cons Discretionary	2127,0	21,0	18,3	14,8%	9,0%	10,2%	5,2%	13,8%	20,1%	13,5%	5,0%	1,2%	4,4	41,0%	-4,9%	
HealthCare	2246,3	19,2	16,9	3,4%	10,1%	6,1%	4,0%	7,0%	6,1%	11,1%	5,3%	1,6%	3,9	38,7%	4,6%	
Cons Staples	1874,6	15,8	18,0	1,1%	5,8%	5,1%	3,9%	6,5%	7,2%	7,5%	5,3%	2,8%	4,3	8,8%	2,3%	
Industrials	1854,7	18,0	16,8	6,9%	8,4%	30,7%	2,1%	10,7%	15,4%	10,0%	5,5%	1,9%	3,3	37,6%	0,5%	
Materials	604,1	18,6	17,3	5,1%	8,4%	25,9%	-1,0%	13,1%	22,0%	12,8%	5,3%	2,2%	3,0	22,7%	2,2%	
Financials	2907,8	14,8	13,1	-5,8%	8,8%	22,1%	-3,8%	1,7%	51,4%	10,4%	7,0%	1,7%	1,3	22,3%	0,3%	
Energy	1817,8	14,2	14,5	14,3%	7,9%	-8,6%	-6,9%	12,9%	16,9%	8,0%	6,3%	2,2%	2,0	33,2%	5,3%	
									<b>T 5Y*</b>	<b>F 2Y*</b>						
S&P 500	17720,3	17,0	15,7	6,7%	8,7%	11,0%	3,3%	8,9%	15,4%	10,1%	5,8%	1,9%	2,7	29,6%	1,6%	

\* T = Trailing, F = Forward

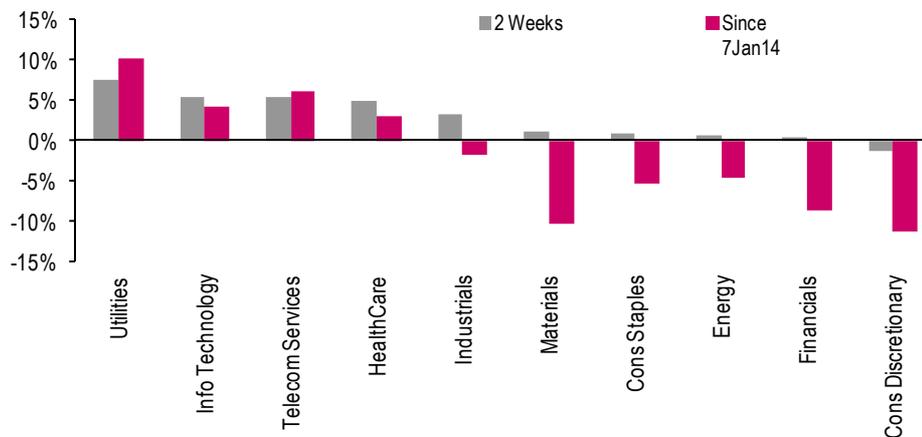


Revisões

Na última quinzena, a estimativa de crescimento de resultados para o 1º trimestre mais revista em alta foi a do setor **Utilities** (+7,7%), enquanto a única cortada pelos analistas foi a de **Cons. Discretionary** (-1,2%).

Sector	EPS Gr. 2014	EPS 14 revision (% change)		EPS Gr. 1Q14	1Q14revision (% change)		% change		
		2Weeks	Since 7Jan14		2 Weeks	Since 7Jan14	2 Weeks	YTD	2013
Utilities	2,0%	0,88%	2,88%	14,9%	7,7%	10,2%	1,4%	13,4%	8,8%
Info Technology	10,2%	0,87%	3,68%	10,7%	5,6%	4,4%	2,1%	1,8%	26,2%
Telecom Services	14,2%	0,86%	2,21%	39,1%	5,4%	6,3%	-0,3%	-0,7%	6,5%
HealthCare	10,1%	2,98%	3,81%	4,0%	5,0%	3,0%	2,6%	4,6%	38,7%
Industrials	8,4%	0,55%	0,23%	2,1%	3,4%	-1,6%	2,3%	0,5%	37,6%
Materials	8,4%	0,20%	-4,42%	-1,0%	1,3%	-10,3%	1,3%	2,2%	22,7%
Cons Staples	5,8%	0,13%	-3,08%	3,9%	0,9%	-5,4%	2,0%	2,3%	22,7%
Energy	7,9%	-0,04%	-4,85%	-6,9%	0,7%	-4,5%	3,1%	5,3%	22,3%
Financials	8,8%	-0,24%	-2,81%	-3,8%	0,6%	-8,5%	1,3%	0,3%	33,2%
Cons Discretionary	9,0%	-0,63%	-3,72%	5,2%	-1,2%	-11,1%	1,2%	-4,9%	41,0%
S&P 500	8,7%	0,52%	-0,57%	3,3%	2,6%	-2,5%	1,9%	1,6%	29,6%

S&P500 - Sector EPS 1Q14 revisions



## Múltiplos

Dos 10 setores do S&P 500, **Telecoms Services** é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13,3x, com um *upside* de 27% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já os sectores **Energy**, **Materials** e **Industrials** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 14,5x, 17,2x e 16,7x, respetivamente, com *downside* de 16%, 15% e 13%, respetivamente face à MM24.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
Telecom Services	13,3	-1,4	2,6	11,8	14,4	16,9	19,5	22,0	15,5	196,8	27%
Cons Discretionary	18,1	0,8	1,3	14,4	15,7	17,0	18,4	19,7	17,3	474,2	-6%
Financials	13,1	1,5	0,6	10,9	11,5	12,2	12,8	13,4	12,8	274,5	-7%
Utilities	16,6	2,0	0,6	14,0	14,7	15,3	15,9	16,6	14,3	202,6	-8%
Cons Staples	17,8	1,8	0,8	14,9	15,6	16,4	17,1	17,9	16,0	417,0	-8%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>15,6</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>12,0</b>	<b>13,1</b>	<b>14,1</b>	<b>15,2</b>	<b>16,2</b>	<b>14,4</b>	<b>1696,4</b>	<b>-10%</b>
Info Technology	15,1	1,3	1,2	11,0	12,3	13,5	14,7	16,0	16,7	532,6	-11%
HealthCare	16,8	1,1	2,0	10,8	12,7	14,7	16,6	18,6	14,5	587,2	-13%
Industrials	16,7	1,4	1,5	11,4	13,0	14,5	16,1	17,6	15,3	395,4	-13%
Materials	17,2	1,6	1,6	11,5	13,0	14,6	16,2	17,8	15,1	253,5	-15%
Energy	14,5	<b>2,1</b>	1,1	9,9	11,0	12,2	13,3	14,4	11,9	575,5	-16%

# 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”)

- 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.
- O Banco Comercial Português foi escolhido como “Co-leader” para integrar o consórcio da Oferta Publica 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	dez-04
Compra	25%	55%	59%	77%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	13%	23%	9%	9%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	33%	18%	18%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	29%	5%	14%	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	16.0%	10.2%	7.1%	-1.7%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	7608	6559	5954	5557	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 (Retail, Industrials and 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 Lalanda

### **Equity Derivatives +351 21 003 7890**

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