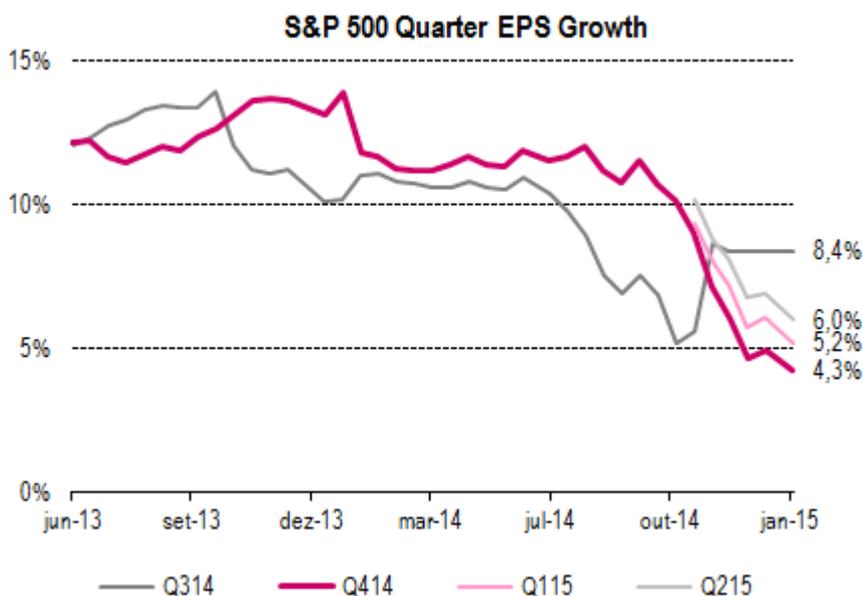


# US Earnings Watch

## Estados Unidos - Síntese

- Analistas voltam a baixar expectativas à entrada para earnings season do 4º trimestre**  
 Os resultados do S&P 500 devem ter registado um crescimento homólogo de 4,3% no 4º trimestre (projeção revista em baixa em 69 pontos base nas últimas três semanas). Este valor serve de referência para avaliarmos o desempenho da *earnings season* que se inicia oficialmente para a semana, com os resultados da Alcoa na próxima segunda-feira. É de notar que, à semelhança do ocorrido em períodos anteriores, os analistas baixaram as estimativas para os resultados empresariais no último trimestre de 2014, gerando uma espécie de almofada para as empresas, pois reduz o ónus em termos de resultados que as mesmas terão de apresentar para igualarem ou superarem as atuais expectativas. Quando se iniciou o trimestre, em outubro, era previsto um crescimento homólogo de EPS no 4T14 de 10,1%, depois de se ter vivido uma subida de 8,4% no 3º trimestre. Para o 1º trimestre de 2015 antecipa-se uma expansão de resultados de 5,2%, o que traduz um corte de 86pb desde 16 de dezembro último, cenário que também se registou para o 2T15, onde se espera agora uma taxa de crescimento de EPS de 6% (vs. 6,9% apontados a 16 de dezembro).

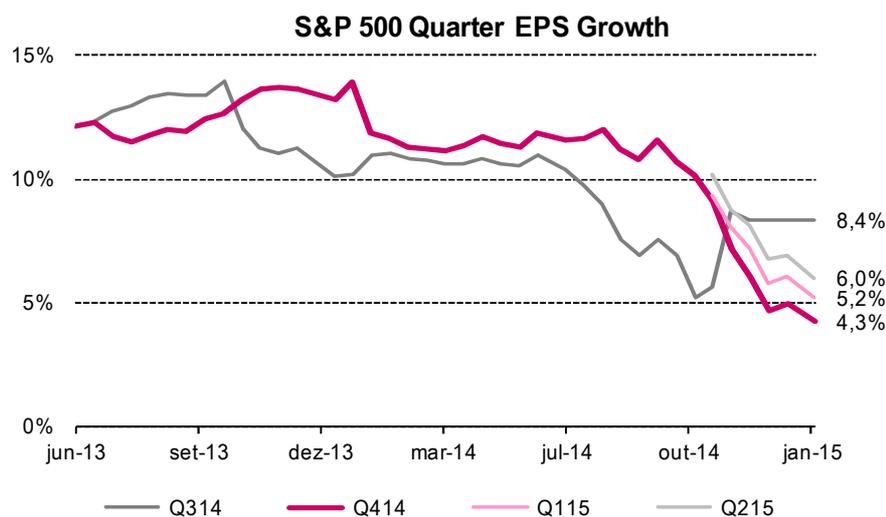


- Em termos anuais**, os analistas esperam que os resultados do S&P 500 tenham crescido 7,2% em 2014 (taxa revista em baixa em 24pb desde 16 de dezembro), seguido de 7,6% em 2015 (previsão recuou 82pb, o que só não foi mais expressivo em termos de redução de taxa de crescimento porque a base de 2014 desceu). Para 2016 aponta-se uma expansão de 11,5% no EPS do índice norte-americano.
- Com base na cotação de fecho de 06 de janeiro (2003 pontos), o S&P 500 transaciona a um **PER ajustado** estimado de 16x, com um *downside* de 5% em relação à média dos últimos dois anos (15,2x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).

Ramiro Loureiro,  
 Analista de Mercados  
 +351 21 003 78 56  
[ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt](mailto:ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt)

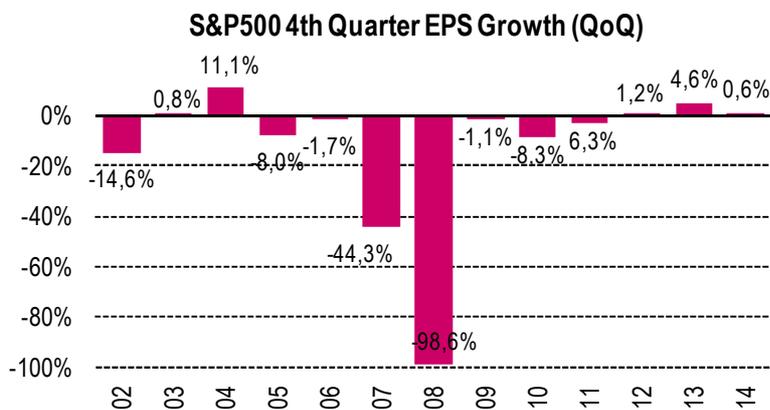
S&P 500 - Perspetivas

Os resultados do S&P 500 devem ter registado um crescimento homólogo de 4,3% no 4º trimestre (projeção revista em baixa em 69 pontos base nas últimas três semanas). Para o 1º trimestre de 2015 antecipa-se uma expansão de resultados de 5,2%, o que traduz um corte de 86pb desde 16 de dezembro último, cenário que também se registou para o 2T15, onde se espera agora uma taxa de crescimento de EPS de 6% (vs. 6,9% apontados a 16 de dezembro).

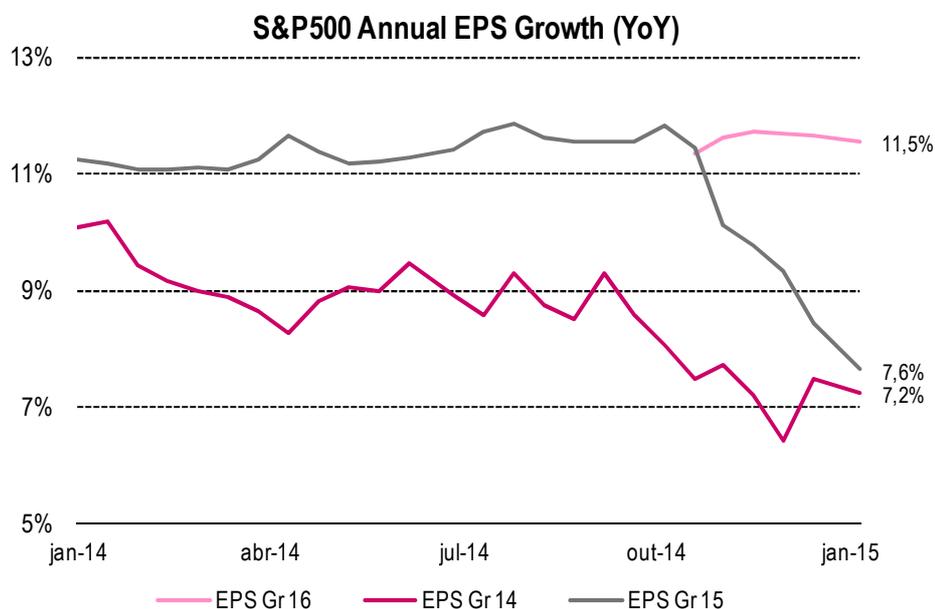


\*Base EPS fechada até ao 3º trimestre de 2014, sem ajustamentos.

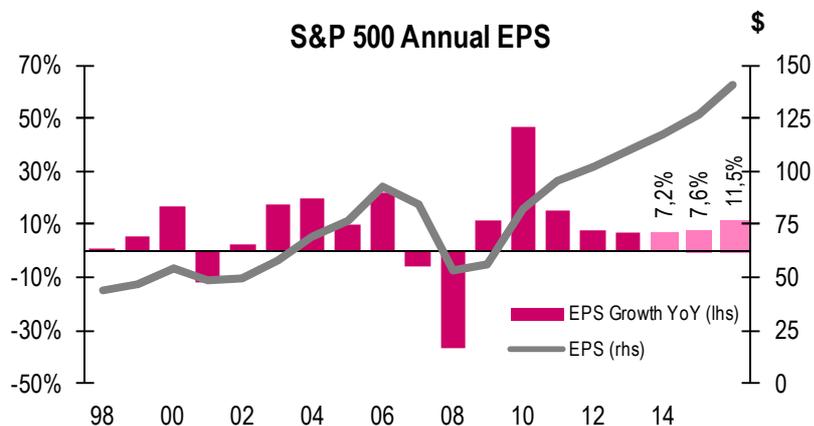
Em termos sequenciais, o EPS do S&P 500 deve ter subido 0,6% no 4º trimestre.



Em termos anuais, os analistas esperam que os resultados do S&P 500 tenham crescido **7,2% em 2014** (taxa revista em baixa em 24pb desde 16 de dezembro), seguido de **7,6% em 2015** (previsão recuou 82pb, o que só não foi mais expressivo em termos de redução de taxa de crescimento porque a base de 2014 desceu). Para 2016 aponta-se uma expansão de 11,5% no EPS do índice norte-americano.



Em termos absolutos o EPS do S&P 500 deve continuar a atingir valores recorde, atingindo os \$ 140,86 em 2016.



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

Múltiplos

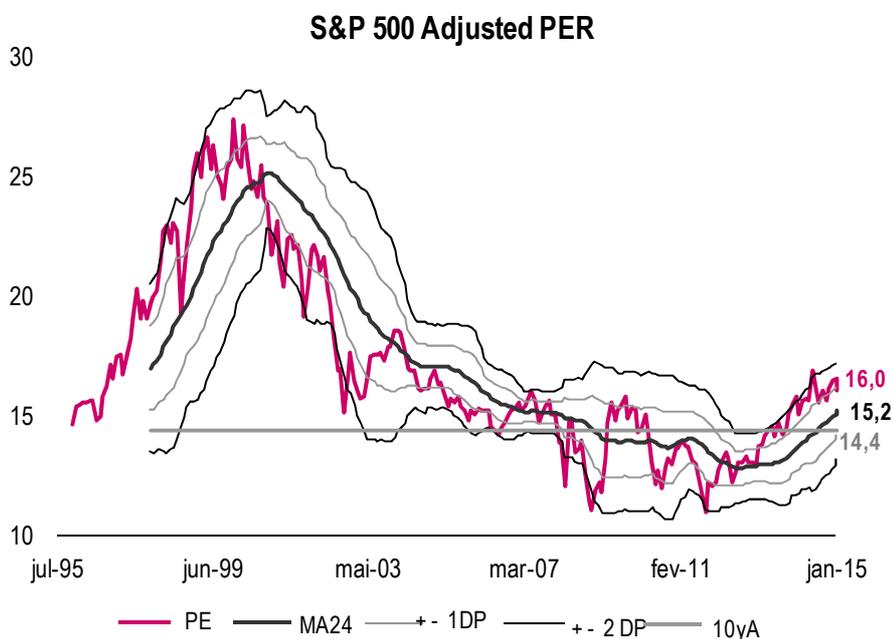
Com base na cotação de fecho de 06 de janeiro (2003 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 16x, com um *downside* de 5% em relação à média dos últimos dois anos (15,2x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	16,0	1,0	15,2	14,4	1897,8	-5%

# 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**

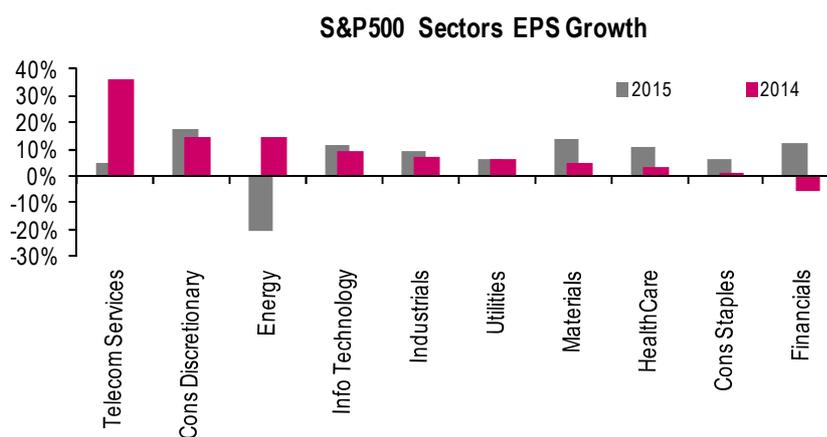
Os setores de maior crescimento homólogo de resultados no 4º trimestre devem ter sido **HealthCare** (+18,1%) e **Industrials** (+9,8%), enquanto **Energy** (-19,1%) e **Materials** (-4,8%) devem ter evidenciado as maiores quebras.

Estima-se que **Telecom Services** (+36,3%) e **Cons Discretionary** (+14,8%) tenham sido os setores de maior crescimento de resultados em 2014, enquanto Financial deverá ter vivido uma quebra de -5,8% no EPS.

A taxa de crescimento estimada para os próximos dois anos (2014-2016) aponta para um **CAGR** de 9,6%, a denotar um abrandamento do ritmo de crescimento em relação ao registado nos últimos 5 anos (+15,8%).

S&P 500	Cap. Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS						CAGR		EY	DY	P / BV	Change	
		2014	2015	Anual		Trimestral			T 5Y*	F 2Y*	2014	2014	2014	2014	YTI	
				2014	2015	3T14	4T14	1T15								
HealthCare	2616,6	19,0	17,2	3,4%	10,7%	14,6%	18,1%	12,1%	7,9%	11,7%	5,3%	1,5%	3,9	23,3%	-0,5	
Industrials	1892,6	17,2	15,7	6,9%	9,3%	11,8%	9,8%	11,6%	14,3%	9,9%	5,8%	2,1%	3,2	7,5%	-3,6	
Financials	3146,2	14,7	13,0	-5,8%	12,5%	4,0%	7,1%	12,9%	41,1%	11,2%	6,8%	1,8%	1,4	13,1%	-3,6	
Cons Discretionary	2298,9	21,0	17,9	14,8%	17,5%	7,3%	7,0%	15,8%	16,8%	17,0%	4,8%	1,4%	4,4	8,0%	-3,6	
Info Technology	3722,7	17,2	15,5	9,6%	11,2%	9,8%	5,8%	9,4%	15,7%	11,4%	5,8%	1,4%	3,9	18,2%	-3,1	
Telecom Services	418,5	14,2	13,5	36,3%	4,9%	3,0%	5,0%	-4,5%	8,8%	5,0%	7,1%	5,0%	3,1	-1,9%	-0,1	
Cons Staples	2011,6	19,9	18,8	1,1%	6,1%	5,2%	-0,5%	4,7%	6,5%	7,5%	5,0%	2,5%	4,7	12,9%	-1,1	
Utilities	589,0	17,7	17,3	6,7%	6,5%	3,5%	-0,9%	-6,8%	1,8%	3,2%	5,6%	3,3%	1,8	24,3%	-0,6	
Materials	583,8	17,6	15,5	5,1%	13,5%	16,4%	-4,8%	14,0%	18,8%	15,8%	5,7%	2,2%	3,0	4,7%	-3,2	
Energy	1503,7	12,9	16,2	14,3%	-20,2%	9,8%	-19,1%	-29,4%	13,2%	-5,0%	7,8%	2,9%	1,7	#####	-4,8	
								T 5Y* F 2Y*								
S&P 500	18783,7	17,1	15,9	7,2%	7,6%	8,4%	4,3%	5,2%	15,8%	9,6%	5,9%	1,9%	2,7	11,4%	-2,7	

\* T = Trailing, F = Forward

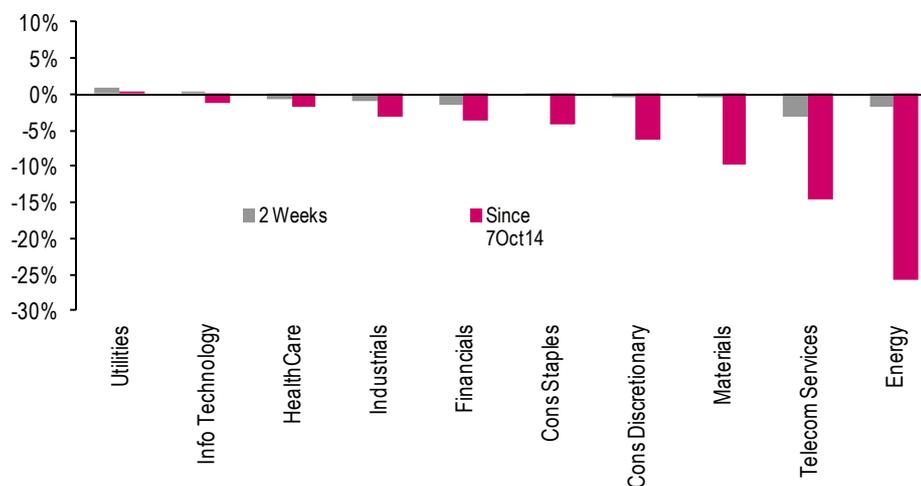


Revisões

A quebra abrupta a que temos assistido no preço do petróleo levou os analistas a cortarem as estimativas de crescimento de resultados do setor energético desde o início de outubro. A projeção de EPS para o 4º trimestre de 2014 desceu 25,8%, enquanto a estimativa para 2015 foi revista em baixa em 31,1%. Nos últimos três meses apenas a projeção para os resultados do setor das Utilities no 4º trimestre ficou estável, com as remanescentes a serem revistas em baixa.

Sector	EPS Gr. 2015	EPS 15 revision (% change)		EPS Gr. 4Q14	4Q14revision (% change)		% change		
		2 Weeks	Since 07Oct14		2 Weeks	Since 7Oct14	2 Weeks	YTD	2014
Utilities	2,3%	-0,10%	0,2%	-0,9%	0,9%	0,1%	4,1%	-0,6%	24,3%
Info Technology	11,2%	-0,15%	-0,2%	5,8%	0,0%	-1,1%	1,1%	-3,1%	18,2%
HealthCare	10,7%	-0,22%	-0,1%	18,1%	-0,7%	-1,8%	1,4%	-0,5%	23,3%
Industrials	9,3%	-0,34%	-1,2%	9,8%	-1,0%	-3,1%	0,1%	-3,6%	7,5%
Financials	12,5%	-0,56%	-0,9%	7,1%	-1,5%	-3,7%	1,0%	-3,6%	13,1%
Cons Staples	6,1%	-0,39%	-2,8%	-0,5%	-0,2%	-4,3%	1,6%	-1,1%	12,9%
Cons Discretionary	17,5%	0,14%	-1,9%	7,0%	-0,3%	-6,3%	2,0%	-3,6%	8,0%
Materials	13,5%	-0,23%	-4,6%	-4,8%	-0,5%	-9,6%	2,4%	-3,2%	4,7%
Telecom Services	4,9%	-0,67%	-6,8%	5,0%	-3,0%	-14,5%	3,4%	-0,1%	-1,9%
Energy	-20,2%	-8,84%	-31,1%	-19,1%	-1,6%	-25,8%	2,6%	-4,8%	-10,0%
S&P 500	7,6%	-0,97%	-4,48%	4,3%	-0,7%	-5,9%	1,5%	-2,7%	11,4%

S&P500 - Sector EPS 4Q14 revisions



## Múltiplos

Sectorialmente, **Telecoms Services e Materials** são os únicos setores subvalorizados no S&P 500, transacionando a um PER ajustado de 13,6x e 15,8x, com um *upside* de 11% e 1%, respetivamente, face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já os sectores **Energy, Cons Staples e Utilities** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 15,5x, 19x e 17,4x, respetivamente, com *downside* de 13%, 9% e 8%, respetivamente, face à MM24.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
Telecom Services	13,6	-0,8	1,9	11,3	13,2	15,1	17,0	18,9	15,2	168,6	11%
Materials	15,8	-0,2	1,4	13,2	14,6	16,0	17,4	18,8	15,1	299,6	1%
Cons Discretionary	18,3	0,2	1,0	16,1	17,1	18,1	19,1	20,1	17,4	546,3	-1%
Industrials	15,9	0,2	1,1	13,5	14,6	15,8	16,9	18,0	15,1	463,8	-1%
Financials	13,3	0,7	0,7	11,5	12,2	12,8	13,5	14,2	12,9	310,9	-3%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>16,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>13,2</b>	<b>14,2</b>	<b>15,2</b>	<b>16,2</b>	<b>17,2</b>	<b>14,4</b>	<b>1897,8</b>	<b>-5%</b>
Info Technology	15,8	0,7	1,4	12,0	13,4	14,8	16,2	17,6	16,2	631,2	-6%
HealthCare	17,4	0,7	1,5	13,4	14,9	16,4	17,8	19,3	14,4	739,0	-6%
Utilities	17,4	1,8	0,8	14,3	15,1	15,9	16,7	17,6	14,5	218,6	-8%
Cons Staples	19,0	1,5	1,1	15,2	16,2	17,3	18,4	19,4	16,0	450,8	-9%
Energy	15,5	1,7	1,2	11,0	12,2	13,4	14,6	15,8	12,0	483,3	-13%

# 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. ("Oferteante" 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	dez-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%	62%	50%	25%	55%	59%	77%	77%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63
Manter	0%	10%	32%	13%	23%	9%	9%	12%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6
Reduzir	0%	10%	0%	33%	18%	18%	14%	4%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6	
Vender	0%	19%	18%	29%	5%	14%	0%	4%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0
Sem Recom./Sob Revisão	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	4%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25
Variação	-16,4%	-15,6%	-10,6%	16,0%	10,2%	7,1%	-1,7%	2,9%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	1
PSI20	4799	5741	6802	7608	6559	5954	5557	5655	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619	761

- 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 praticarem. 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 Feria - 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 Lalanda

**Equity Derivatives** +351 21 003 7890

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