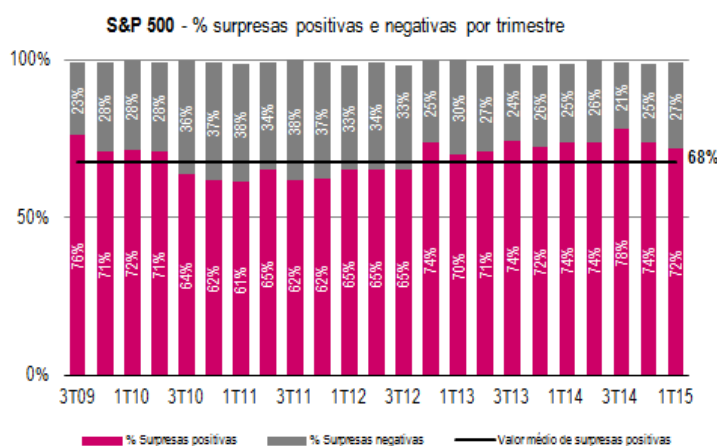


# US Earnings Watch

## Estados Unidos - Síntese

- A earnings season norte-americana está a decorrer bem acima do previsto. Neste momento, até se regista que o pessimismo dos analistas ao início desta Earnings Season não se justificava (-3,5%), já que em termos homólogos está-se a assistir a uma subida de resultados (+1,5%) e não uma quebra. Assim, o *surprise level* leva já 5pp de avanço à estimativa de início de abril dos analistas.
- Numa altura em que já cerca de 90% das empresas do S&P 500 já apresentaram resultados do 1º trimestre de 2015, a percentagem de surpresas positivas verificadas (72%) superou o registo histórico (68%). Em termos setoriais destaca-se a robustez dos resultados das empresas Financial Services, que em 85% das vezes bateram os resultados. Em sentido inverso, todas as 7 empresas que compõem o setor Construction & Materials do principal índice norte-americano desapontaram no EPS reportado.



- Segundo os dados atuais, os resultados do S&P 500 devem ter registado uma subida homóloga de 1,3% no **1º trimestre** de 2015 (taxa revista em alta em 313 pontos base na última quinzena). As projeções atuais apontam para uma variação negativa de EPS no **2º trimestre** (-3%, revista em baixa em 48pb), com o crescimento a regressar no **3º trimestre** (+1,3%, estimativa cortada em 7pb) e a acelerar no **4º trimestre** (analistas apontam expansão homóloga de 5,7%, ainda que tenham cortado em 18pb nas últimas duas semanas).
- Numa perspetiva **anual**, os analistas apontam para um crescimento 2,1% em 2015 (taxa revista em alta em 51pb), acelerando o ritmo de expansão em 2016 (+12,2%). **Sectorialmente**, estima-se que Financials (+16,6%) e Cons Discretionary (+12,2%) sejam os setores de maior crescimento de resultados em 2015, enquanto Energy deverá ser o único a apresentar uma queda de -56,2% no EPS.
- Com base na cotação de fecho de 12 de maio (2099 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 17,3x, com um *downside* de 8% em relação à média dos últimos dois anos (15,8x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).
- Tendo em conta as perspetivas de resultados para os próximos 12 meses e a taxa de crescimento de longo prazo (apontada pelos dados da Factset), o índice norte-americano apresenta um **PEG** de 1,6x, perto de máximos de sempre, e ainda acima da banda superior dos 2 desvios-padrão em relação à média dos últimos dois anos (MM24 é de 1,4x), o que revela relativa pressão, pois a subida de PER não está a ser acompanhada por uma melhoria da visão de crescimento de longo prazo.

Ramiro Loureiro,

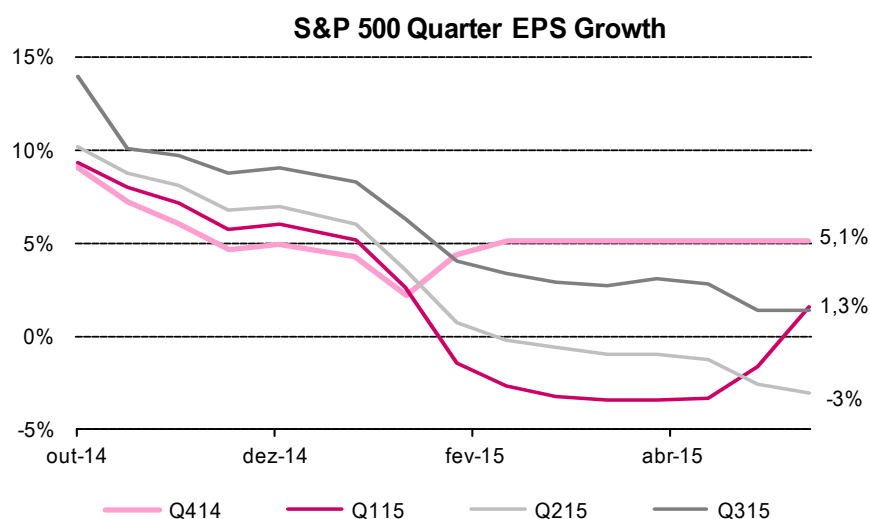
Analista de Mercados

+351 21 003 78 56

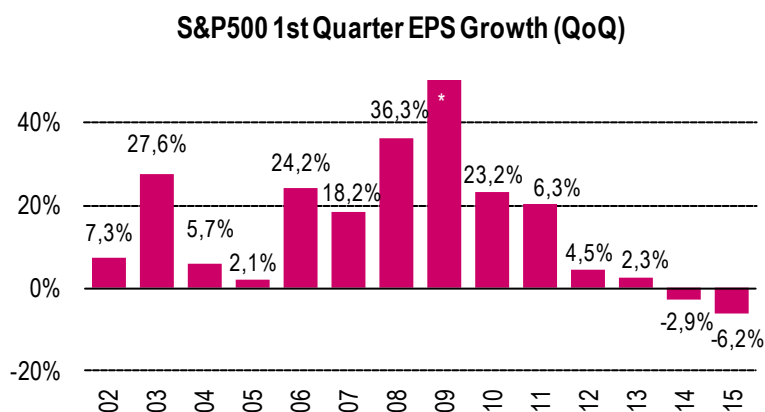
[ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt](mailto:ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt)

S&P 500 - Perspetivas

Os analistas reverteram a sua opinião no que toca aos resultados do 1º trimestre do **S&P 500**, esperando agora, e pela primeira vez desde fevereiro, que os mesmos tenham ampliado em termos homólogos. A taxa foi assim revista em alta em 313 pontos base na última quinzena, colocando agora a expansão dos resultados nos 1,3%. Ainda assim, as projeções atuais apontam para uma variação negativa de EPS no 2º trimestre (-3,0%, revista em baixa em 48pb), com o crescimento a regressar no 3º trimestre (+1,3%, estimativa cortada em 7pb) e a acelerar no 4º trimestre (analistas apontam expansão homóloga de 5,7%, ainda que tenham cortado em 18pb nas últimas duas semanas).

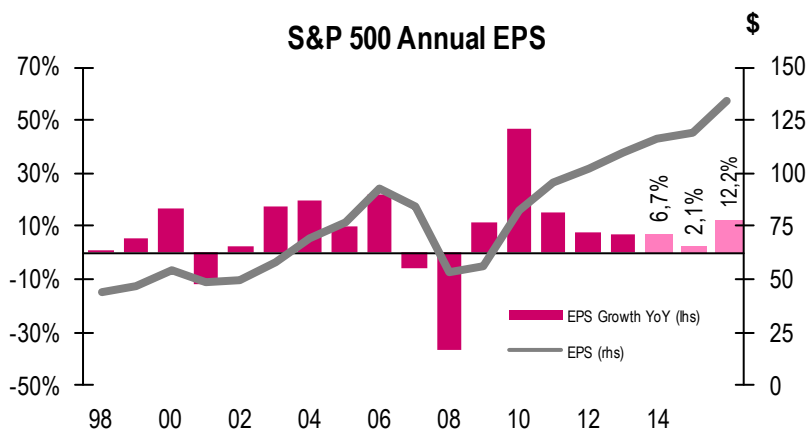
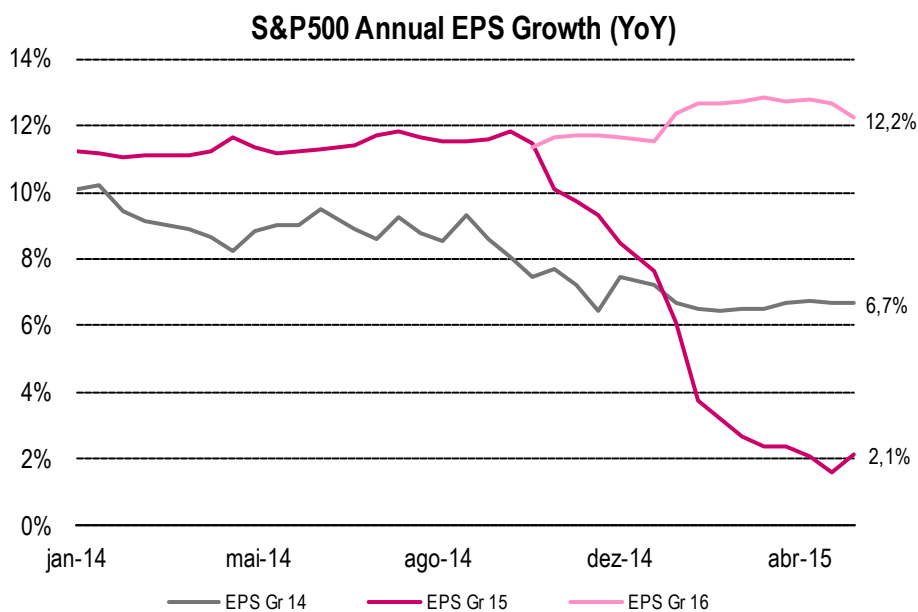


Em termos sequenciais, o EPS do S&P 500 deve ter recuado 6,2% no 1º trimestre do ano, segundo ano consecutivo de variação negativa face ao período antecedente e a pior taxa em mais de uma década.



\*Crescimento homólogo de 5046%, devido a base muito deprimida de dezembro de 2008.

Numa perspetiva anual, os analistas apontam para um crescimento 2,1% em 2015 (taxa revista em alta em 51pb), acelerando o ritmo de expansão em 2016 (+12,2%, previsão desceu 41pb).



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

**Earnings season do 1º trimestre – resultados afinal crescem!**

A *earnings season* norte-americana está a decorrer acima do previsto. Neste momento, até se regista que o pessimismo dos analistas ao início desta Earnings Season não se justificava (-3,5%), já que em termos homólogos está-se a assistir a uma subida de resultados (+1,5%) e não uma quebra. Assim, o *surprise level* leva já 5pp de avanço à estimativa de início de abril dos analistas.

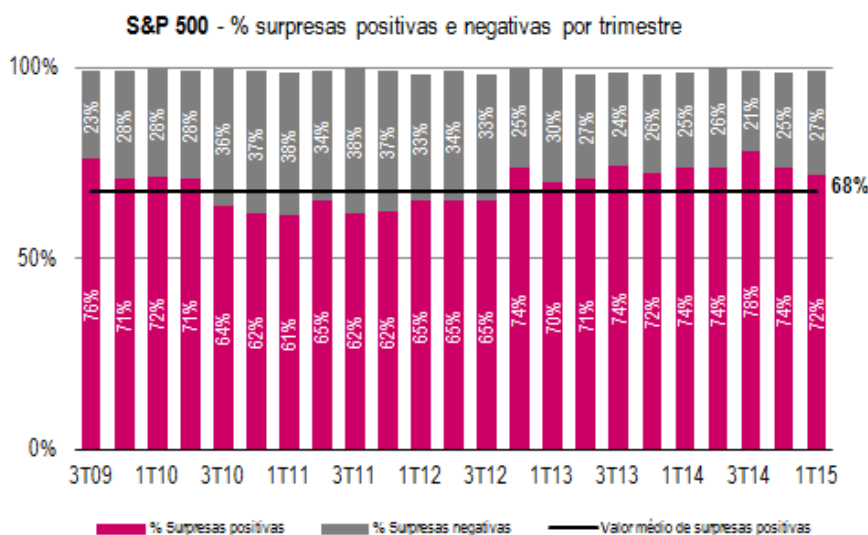
	Quarter	End of Quarter Estimate	Final Figure	Surprise level (em pp)
06-10-2009	3Q09	-17,6%	-8,5%	9
05-01-2010	4Q09	551%	2900%	2349
06-04-2010	1Q10	40,9%	62,5%	22
06-07-2010	2Q10	17,4%	28,1%	11
05-10-2010	3Q10	26,2%	32,5%	6
04-01-2011	4Q10	35,3%	19,4%	-16
05-04-2011	1Q11	12,0%	19,0%	7,0
05-07-2011	2Q11	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%	6,5%	3,2
02-04-2013	1Q13	0,1%	4,2%	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%	5,4%	3,7
01-07-2014	2Q14	7,2%	9,4%	2,2
01-07-2014	3Q14	5,2%	8,4%	3,2
06-01-2015	4Q14	4,3%	5,1%	0,9
31-03-2015	1Q15	-3,5%	1,5%	5,0*

\*Último registo disponível

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 4T14. 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 altura em que já cerca de 90% das empresas do S&P 500 já apresentaram resultados do 1º trimestre de 2015, a percentagem de surpresas positivas verificadas (72%) superou o registo histórico (68%). Em termos setoriais destaca-se a robustez dos resultados das empresas Financial Services, que em 85% das vezes bateram os resultados. Em sentido inverso, todas as 7 empresas que compõem o setor Construction & Materials do principal índice norte-americano desapontaram no EPS reportado.

Sector	Nº empresas c/ resultados apresentados	% Surpresas positivas	% Surpresas negativas	Nº empresas sector	% Apresentadas
Financial Services	27	85%	15%	27	100%
Health Care	43	81%	16%	47	91%
Real Estate	24	79%	21%	25	96%
Food & Beverage	19	79%	21%	24	79%
Retail	18	78%	22%	38	47%
Media	17	76%	24%	18	94%
Travel & Leisure	17	76%	24%	17	100%
Insurance	21	76%	24%	22	95%
Oil & Gas	40	75%	25%	40	100%
Personal & Household Goods	28	75%	25%	31	90%
Utilities	31	74%	26%	31	100%
S&P 500	448	72%	27%	500	90%
Basic Resources	7	71%	29%	7	100%
Industrial Goods & Services	64	67%	33%	69	93%
Chemicals	15	67%	33%	15	100%
Technology	40	65%	35%	52	77%
Telecommunications	5	60%	40%	5	100%
Banks	17	59%	29%	17	100%
Automobiles & Parts	8	50%	50%	8	100%
Construction & Materials	7	0%	100%	7	100%



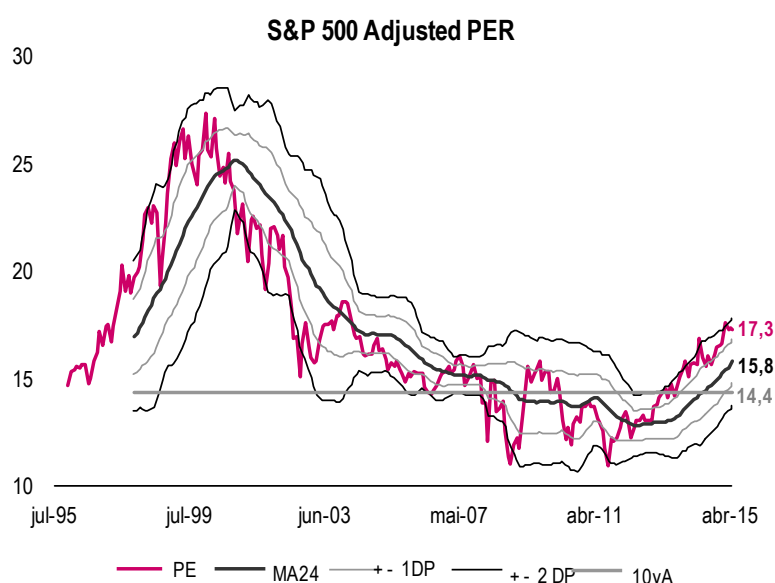
Múltiplos

Com base na cotação de fecho de 12 de maio (2099 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 17,3x, com um *downside* de 8% em relação à média dos últimos dois anos (15,8x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).

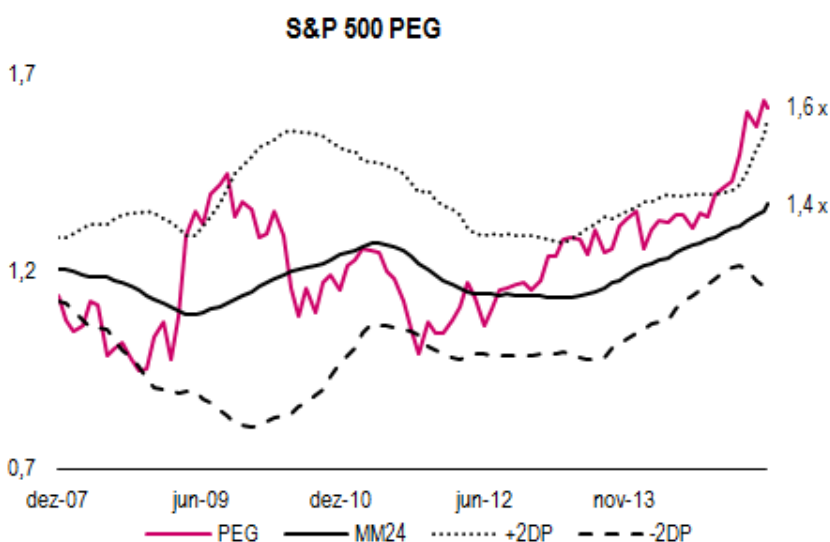
	15,8	16,8	17,8	14,4	121,6	2099,1	1921,6	-8%
	P/E Ajustado		#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value	
S&P 500	17,3		1,0	15,8	14,4	1921,6	-8%	

# SD - Desvio-Padrão face à média dos últimos dois anos

\* - Utilizando PER médio de 24M



Tendo em conta as perspetivas de resultados para os próximos 12 meses e a taxa de crescimento de longo prazo (apontada pelos dados da Factset), o índice norte-americano apresenta um PEG de 1,6x, perto de máximos de sempre, e ainda acima da banda superior dos 2 desvios-padrão em relação à média dos últimos dois anos (MM24 é de 1,4x), o que revela relativa pressão, pois a subida de PER não está a ser acompanhada por uma melhoria da visão de crescimento de longo prazo.



**Análise Sectorial**

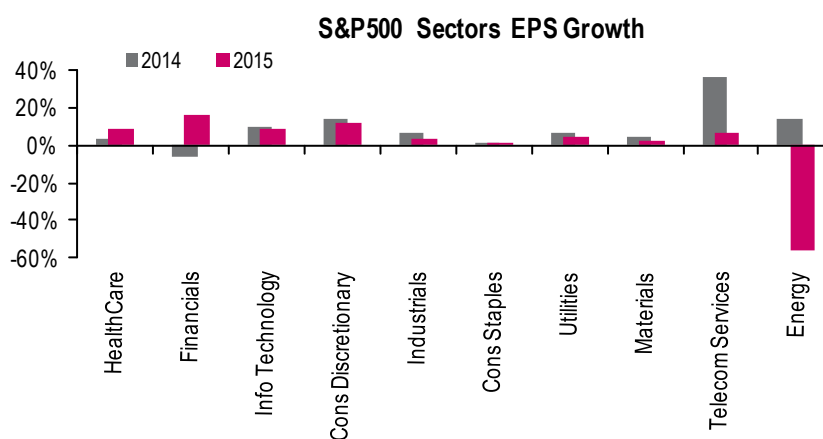
Setorialmente, **HealthCare** (+21,5%) e **Financials** (+14,6%) devem ter registado o maior crescimento homólogo de resultados no 1º trimestre. Já **Energy** (-57,1%) e **Telecom Services** (-1,5%) deverão ter sido os únicos a verem o seu EPS a contrair face a igual período de 2014.

Em termos anuais, estima-se que **Financials** (+16,6%) e **Cons Discretionary** (+12,2%) sejam os setores de maior crescimento de resultados em 2015, enquanto **Energy** deverá ser o único a apresentar uma queda de -56,2% no EPS.

A registarem-se as taxas de crescimento apontadas atualmente, será notória uma perda de *momentum* no ritmo de expansão de *earnings* das empresas norte-americanas, com um **CAGR** estimado de 7,0% entre 2014 e 2016 (vs. 15,6% nos 5 anos anteriores).

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	YTD	
				2014	2015	4T14	1T15	2T15								
Financials	3218,4	15,8	13,5	-5,8%	16,4%	-2,6%	13,8%	5,6%	39,6%	13,1%	6,3%	1,8%	1,4	13,1%	-1,7%	
HealthCare	2812,9	19,6	18,4	3,4%	7,9%	24,0%	13,2%	7,1%	8,5%	10,5%	5,0%	1,4%	4,3	23,3%	7,0%	
Cons Discretionary	2521,6	22,5	20,3	14,8%	12,4%	12,5%	6,3%	8,0%	17,2%	13,9%	4,4%	1,3%	4,9	8,0%	6,2%	
Info Technology	4021,4	18,5	17,2	9,4%	8,1%	13,0%	5,2%	5,4%	15,6%	9,8%	5,4%	1,3%	4,2	18,2%	4,6%	
Industrials	1978,9	17,7	16,7	6,9%	3,8%	11,4%	4,4%	4,6%	14,8%	7,0%	5,7%	1,9%	3,7	7,5%	-0,1%	
Cons Staples	2027,8	20,7	19,9	1,1%	1,7%	-1,1%	2,8%	-1,5%	6,5%	5,2%	4,9%	2,4%	5,2	12,9%	0,5%	
Materials	624,9	19,0	18,4	5,1%	2,1%	0,5%	-0,6%	3,8%	19,0%	10,4%	5,3%	2,0%	3,6	4,7%	4,3%	
Telecom Services	434,2	14,9	13,9	36,3%	6,6%	1,0%	-1,8%	3,8%	8,6%	5,4%	6,6%	4,7%	3,4	-1,9%	5,4%	
Utilities	565,4	17,0	16,7	6,7%	4,9%	0,0%	-2,8%	2,6%	1,7%	2,7%	5,9%	3,5%	1,7	24,3%	-4,9%	
Energy	1598,0	13,5	33,7	14,3%	-58,5%	-22,3%	-65,5%	-65,3%	12,9%	-22,8%	7,1%	2,8%	1,7	-10%	2,4%	
									<b>T 5Y*</b>	<b>F 2Y*</b>						
S&P 500	19803,5	18,0	17,8	6,7%	1,6%	5,1%	-1,6%	-2,6%	15,6%	7,0%	5,5%	1,9%	2,9	11,4%	2,7%	

\* T = Trailing, F = Forward

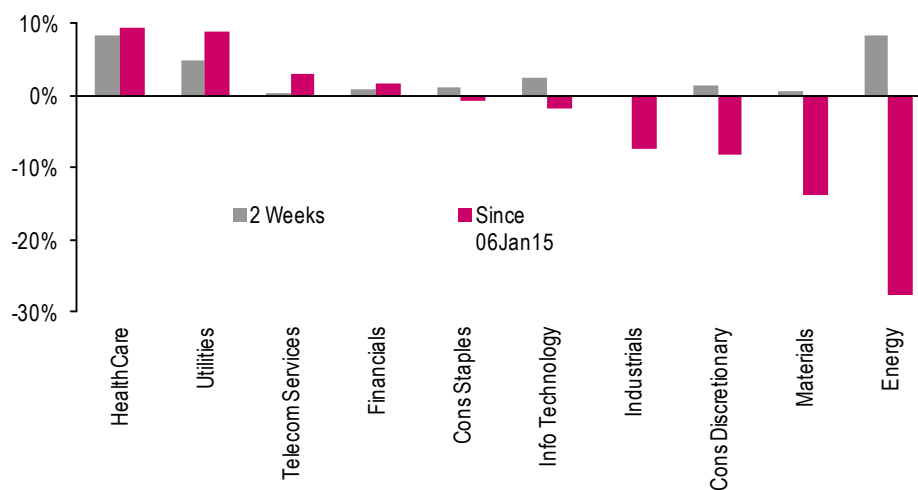


Revisões

Desde o início do ano os analistas cortaram de forma expressiva as perspectivas de resultados para o setor Energético no 1º trimestre (estimativa de EPS revista em baixa em 45,8%), com Materials a sofrer também uma revisão em baixa significativa (-9%). Apenas o setor das HealthCare (+1,1%) foi revisado em alta desde 6 de janeiro.

Sector	EPS Gr. 2015	EPS 15 revision (% change)		EPS Gr. 1Q15	1Q15revision (% change)		% change		
		2 Weeks	Since 06Jan15		2 Weeks	Since 06Jan15	2 Weeks	YTD	2014
		HealthCare	9,1%		1,07%	1,1%	21,5%	8,3%	9,4%
Utilities	1,2%	0,00%	-1,5%	2,2%	5,0%	9,0%	1,1%	-4,9%	24,3%
Telecom Services	7,0%	0,38%	1,1%	-1,5%	0,3%	3,0%	4,3%	5,4%	-1,9%
Financials	16,6%	0,17%	-1,9%	14,6%	0,8%	1,7%	0,0%	-1,7%	13,1%
Cons Staples	1,6%	-0,08%	-4,1%	4,1%	1,3%	-0,6%	-1,2%	0,5%	12,9%
Info Technology	8,8%	0,62%	-2,4%	7,7%	2,5%	-1,8%	3,7%	4,6%	18,2%
Industrials	3,3%	-0,50%	-3,5%	4,2%	-0,1%	-7,4%	-0,3%	-0,1%	7,5%
Cons Discretionary	12,2%	-0,24%	-3,1%	7,6%	1,4%	-8,2%	0,6%	6,2%	8,0%
Materials	2,1%	0,03%	-9,0%	0,2%	0,8%	-13,8%	2,1%	4,3%	4,7%
Energy	-56,2%	5,60%	-45,8%	-57,1%	8,4%	-27,7%	1,7%	2,4%	-10,0%
S&P 500	2,1%	0,50%	-5,63%	1,5%	3,1%	-3,7%	0,9%	2,7%	11,4%

S&P500 - Sector EPS 1Q15 revisions





## Múltiplos

Sectorialmente, **Telecoms Services** é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13,6x, com um *upside* de 6% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MM24). O setor **Utilities** segue junto ao que pode ser considerado *fair value*. Já os sectores **Energy** e **Cons Staples** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 29,6x e 19,5x, respetivamente, com *downside* de 44% e 9%, respetivamente, face à MM24. O setor Energético encontra-se mesmo mais afastado que dois desvios-padrão históricos, face à média móvel.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
Telecom Services	13,6	-0,6	1,3	11,9	13,1	14,4	15,6	16,9	15,1	165,2	6%
Utilities	16,2	0,1	0,8	14,6	15,4	16,1	16,9	17,7	14,5	220,7	0%
Industrials	16,6	0,6	0,8	14,5	15,3	16,1	17,0	17,8	15,0	472,3	-3%
Financials	13,4	0,7	0,6	11,8	12,4	13,0	13,6	14,3	12,9	320,6	-3%
HealthCare	17,8	0,8	1,0	15,0	16,0	17,0	18,1	19,1	14,4	807,7	-4%
Cons Discretionary	19,6	1,2	0,8	17,0	17,8	18,6	19,4	20,3	17,4	573,5	-5%
Materials	17,8	0,9	1,2	14,4	15,5	16,7	17,9	19,1	15,2	299,0	-6%
Info Technology	16,5	0,9	1,1	13,2	14,3	15,5	16,6	17,7	16,0	665,2	-6%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>17,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,0</b>	<b>13,8</b>	<b>14,8</b>	<b>15,8</b>	<b>16,8</b>	<b>17,8</b>	<b>14,4</b>	<b>1921,6</b>	<b>-8%</b>
Cons Staples	19,6	1,4	1,2	15,4	16,7	17,9	19,1	20,4	16,1	458,3	-9%
Energy	29,6	<b>2,1</b>	6,2	4,0	10,2	16,4	22,7	28,9	12,6	326,6	-44%

# DP - Número de desvios padrão de afastamento da Média de 24 meses

\* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E Ajustado tem por base uma ponderação das estimativas de EPS para 2015 e 2016

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 do 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 África.
- 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 Indústria a realizar em Novembro de 2014.
- 29) Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium BCP (%)

Recomendação	abr-15	dez-14	set-14	jun-14	mar-14	dez-13	dez-12	dez-11	dez-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05 de
Compra	0%	0%	62%	50%	25%	55%	77%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%
Manter	0%	0%	10%	32%	13%	23%	12%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%
Reduzir	0%	0%	10%	0%	33%	18%	4%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%
Vender	0%	0%	19%	18%	29%	5%	4%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%
Sem Recom./Sob Revisão	100%	100%	0%	0%	0%	0%	4%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%
Variação	2,1%	-16,4%	-15,6%	-10,6%	16,0%	16,0%	2,9%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%
PSI 20	6095	4799	5741	6802	7608	6559	5655	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619

- 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 Sales/Trading +351 21 003 7850**

Paulo Cruz - Head  
Gonçalo Lima  
Jorge Caldeira  
Nuno Sousa  
Paulo Santos  
Pedro Ferreira Cruz  
Pedro Lalanda  
Ramiro Loureiro (Market Analysis)  
Sónia Primo (Publishing)  
Vitor Almeida

**Equity Derivatives +351 21 003 7890**

Maria Cardoso Baptista, CFA – Head  
Diogo Justino  
Sofia Lagarelhos