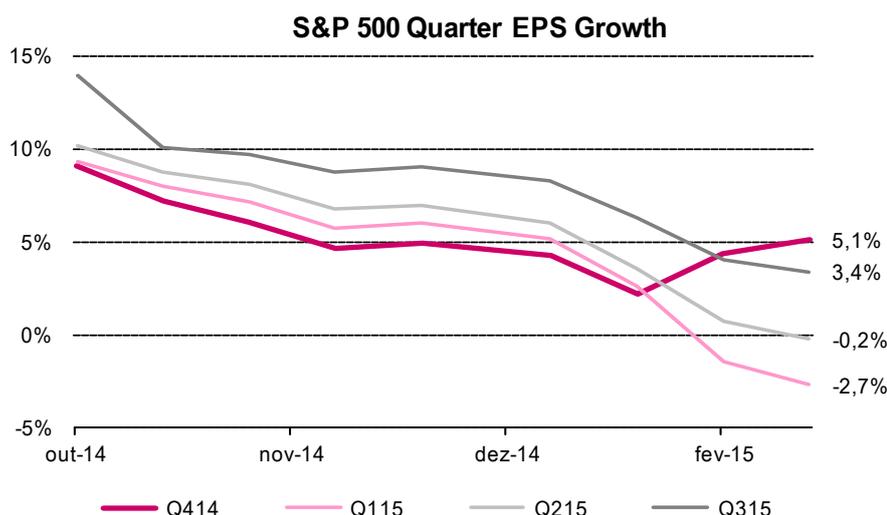


## Estados Unidos - Síntese

- Os resultados do S&P 500 devem ter registado uma subida homóloga de 5,1% no 4º trimestre de 2014 (taxa revista em alta em 73 pontos-base na última quinzena). No entanto, é de notar um corte expressivo no *outlook* para 2015. Os analistas apontam para uma queda homóloga de 2,7% no EPS do índice norte-americano no 1º trimestre de 2015 (revisão em baixa em 1,3pp em duas semanas), o que a observar-se será a primeira taxa negativa desde o 3º trimestre de 2009. A estimativa para o 2º trimestre está agora também em terreno negativo (-0,2%), quando há duas semanas ainda se aguardava uma expansão de 0,7%. Já para os 3º e 4º trimestres, os analistas antecipam uma subida homóloga de 3,4% e 7,5% nos resultados das empresas, respetivamente (valores revistos em baixa em 0,7pp e 1pp).



- Em termos anuais**, os analistas esperam que os resultados do S&P 500 tenham crescido 6,4% em 2014 (taxa revista em baixa em 5pb desde 3 de fevereiro), seguido de 3,2% em 2015 (previsão recuou 58pp) e de 12,7% em 2016 (revisado em alta em apenas 2 pontos base, fruto do maior corte das estimativas de EPS absoluto de 2015 face a 2016).
- A **earnings season** norte-americana está a decorrer acima das estimativas. A taxa de resultados apontada neste momento (4,4%) é muito semelhante à projetada no início de janeiro (4,3%), antes das empresas começarem a revelar as suas contas, traduzindo assim um *surprise level* de apenas 10 pontos base, o menor desde o 2º trimestre de 2011. Já com menos de 100 empresas a faltar apresentar as contas trimestrais, 75% das empresas do S&P 500 que divulgaram contas apresentaram um EPS superior ao apontado pelo consenso.
- Com base na cotação de fecho de 17 de fevereiro (2100 pontos – novos máximos históricos), o S&P 500 transaciona a um PER ajustado estimado de 17,5x, com um *downside* de 12% em relação à média dos últimos dois anos (15,4x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).
- Sectorialmente**, Telecoms Services é o único setor subvalorizado no S&P 500, transacionando a um PER ajustado de 14,4x, com um *upside* de 4% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já os sectores Energy, Cons Staples e Materials são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 27,1x, 20x e 18,5x, respetivamente, com *downside* de 47%, 12% e 12%, respetivamente, face à MM24.

Ramiro Loureiro,

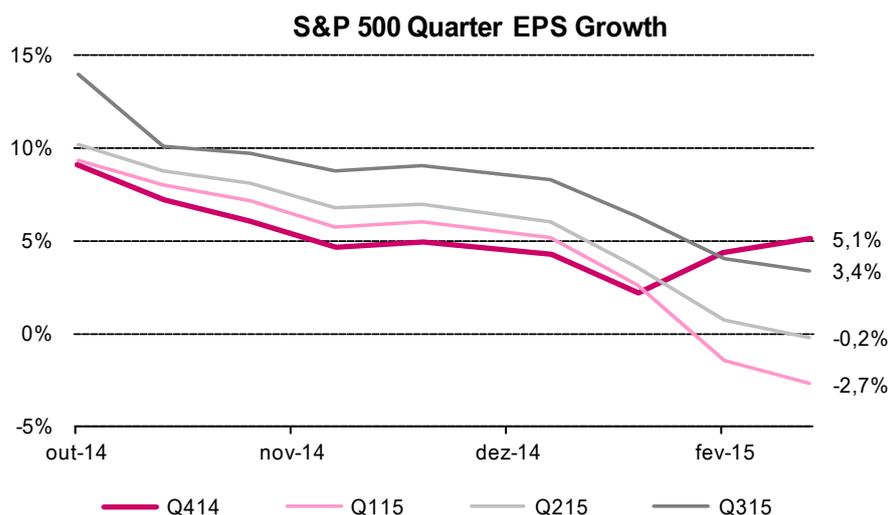
Analista de Mercados

+351 21 003 78 56

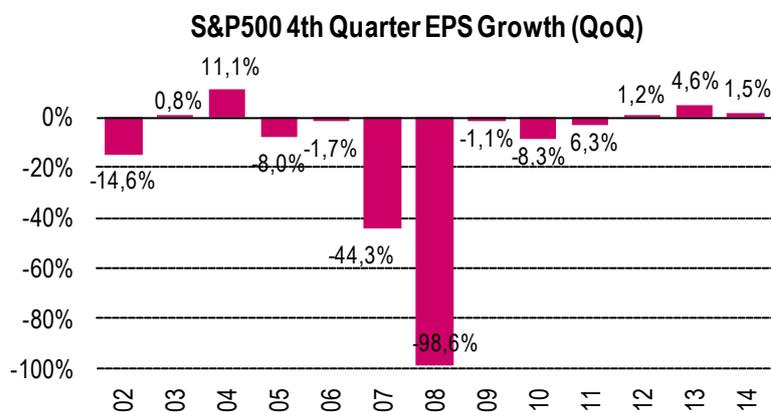
[ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt](mailto:ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt)

S&P 500 - Perspetivas

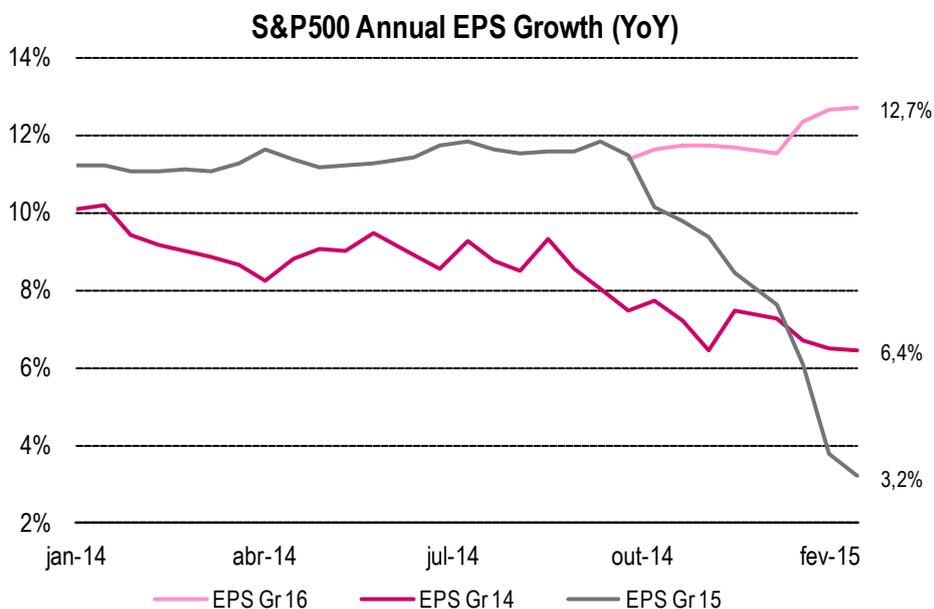
Os dados atuais apontam para que os resultados do **S&P 500** tenham crescido 5,1% no **4º trimestre de 2014** (taxa revista em alta em 73 pb na última quinzena). No entanto, é de notar um novo **corte expressivo no outlook para 2015**. Os analistas apontam para uma queda homóloga de 2,7% no EPS do índice norte-americano no **1º trimestre de 2015** (revisão em baixa em 1,3pp em duas semanas), o que a observar-se será a primeira taxa negativa desde o **3º trimestre de 2009**. A estimativa para o **2º trimestre** está agora também em terreno negativo (-0,2%), quando há duas semanas ainda se aguardava uma expansão de 0,7%. Já para os **3º e 4º trimestres**, os analistas antecipam uma subida homóloga de 3,4% e 7,5% nos resultados das empresas, respetivamente (valores revistos em baixa em 0,7pp e 1pp).



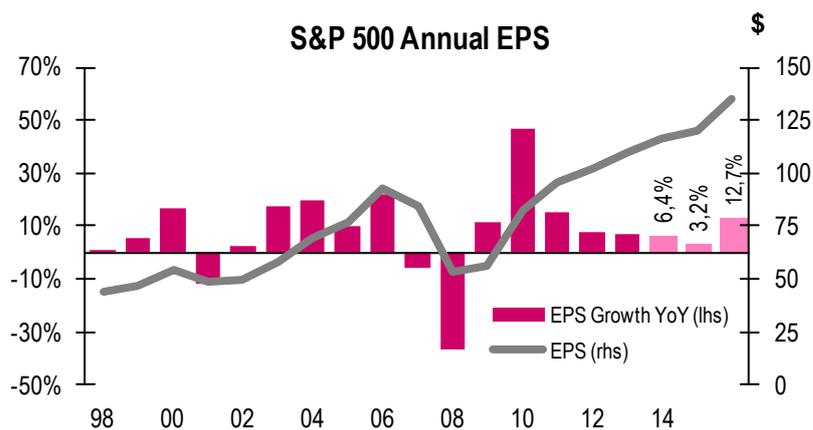
Em termos sequenciais, o EPS do S&P 500 deve ter descido 1,5% no 4º trimestre.



Em termos anuais, os analistas esperam que os resultados do S&P 500 tenham crescido **6,4% em 2014** (taxa revista em baixa em 5pb desde 3 de fevereiro), seguido de **3,2% em 2015** (previsão recuou 58pp) e de 12,7% em 2016 (revisto em alta em apenas 2 pontos base, fruto do maior corte das estimativas de EPS absoluto de 2015 face a 2016).



Em termos absolutos o EPS do S&P 500 deve continuar a registar valores recorde, atingindo os \$ 135,40 em 2016.



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

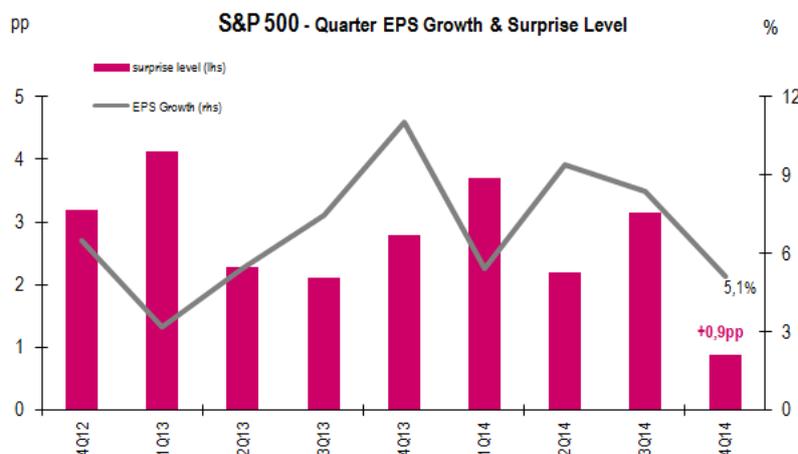
**Earnings season do 4º trimestre novamente acima do esperado...**

A *earnings season* norte-americana está a acima das estimativas. A taxa de resultados apontada neste momento (4,4%) é muito semelhante à projetada no início de janeiro (4,3%), antes das empresas começarem a revelar as suas contas, traduzindo assim um *surprise level* de apenas 10 pontos base, o menor desde o 2º trimestre de 2011.

	Quarter	End of Quarter Estimate	Final Figure	Surprise level (em pp)
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*

\*Último registo disponível

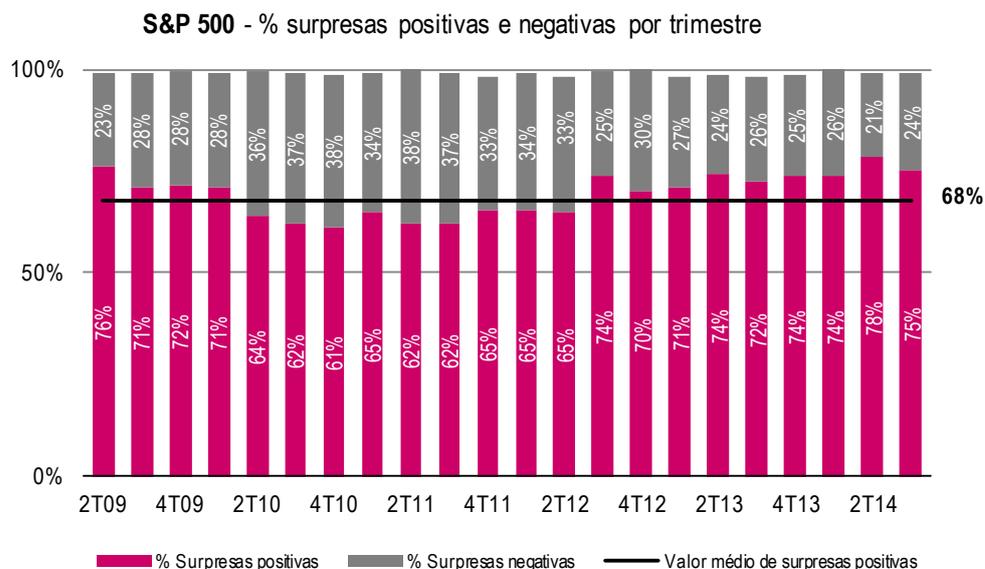
A tabela demonstra a relação entre a estimativa apontada pelos analistas antes do arranque de cada *earnings season* e o valor estimado cerca de três meses depois, considerado como um valor final, com exceção do trimestre mais recente, no caso atual o 4T14. Esta relação, traduzida pelo *surprise level*, diz-nos se os resultados ponderados do S&P 500 foram melhores ou piores que o estimado aquando do fecho do trimestre.



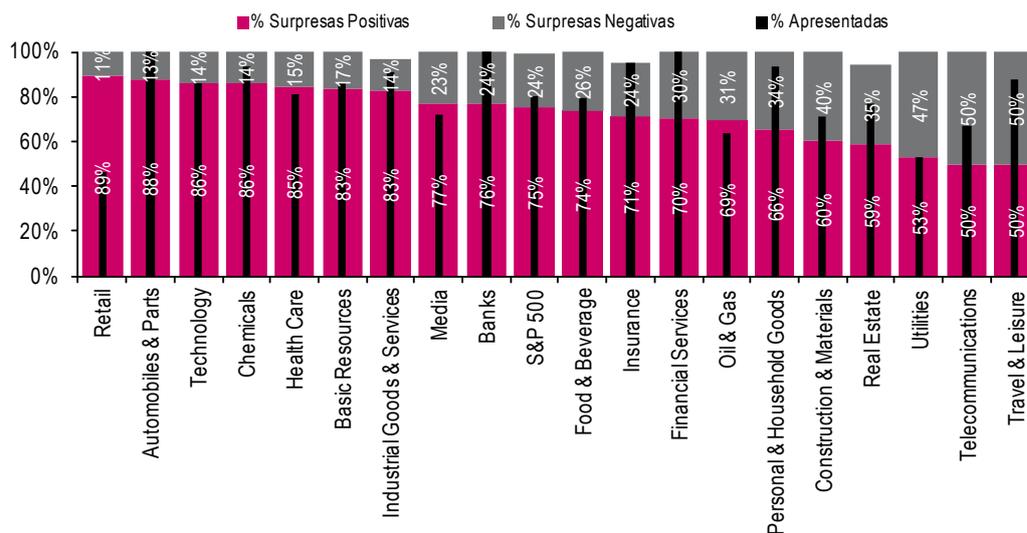
Numa outra métrica, que compara o EPS reportado por cada empresa com o estimado no dia anterior à sua divulgação, verificamos uma tendência histórica em que a maioria das empresas apresenta um EPS acima do apontado pelos analistas, mesmo em trimestres fracos. Uma das razões para este fenómeno prende-se 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**

Já com menos de 100 empresas a faltar apresentar as contas trimestrais, 75% das empresas do S&P 500 que divulgaram contas apresentaram um EPS superior ao apontado pelo consenso.



Os setores Retail, Auto, Technology e Chemicals registam as maiores percentagens de surpresas positivas. Os setores Auto (+88%), Banca (+76%) e Financial Services (+70%) já encerraram a divulgação de resultados. Com o mesmo número de surpresas positivas e negativas surgem Telecommunications e Travel & Leisure.



Múltiplos

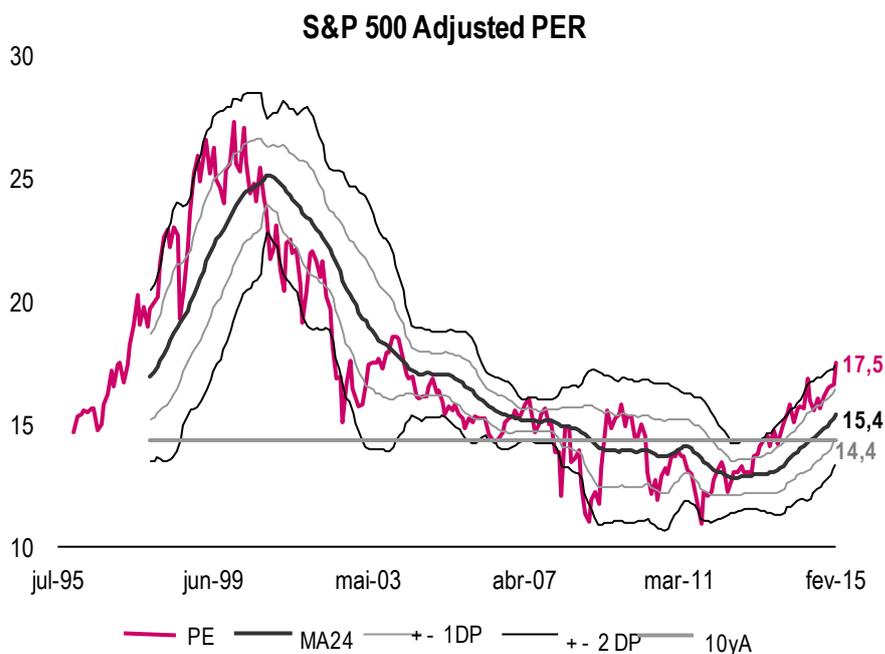
Com base na cotação de fecho de 17 de fevereiro (2100 pontos – novos máximos históricos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 17,5x, com um *downside* de 12% em relação à média dos últimos dois anos (15,4x), e acima da média dos últimos 10 anos (14,4x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	17,5	1,0	15,4	14,4	1846,1	-12%

# 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**

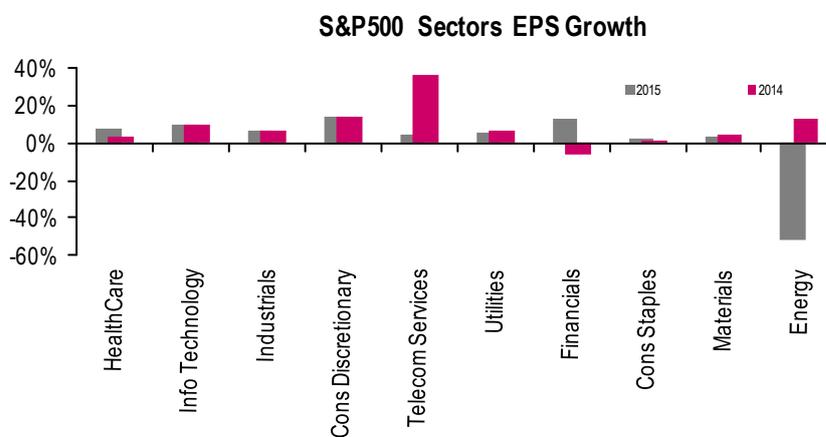
Os setores de maior crescimento homólogo de resultados no 4º trimestre devem ter sido **HealthCare** (+24,0%) e **Info Technology** (+13,0%), enquanto **Energy** (-22,3%) e **Financials** (-2,6%) devem ter evidenciado as maiores quebras.

Estima-se que **Financials** (+16,6%) e **Cons Discretionary** (+14,5%) sejam os setores de maior crescimento de resultados em 2015, enquanto **Energy** deverá ter uma quebra de -52,2% no EPS.

A taxa de crescimento estimada para os próximos dois anos (2014-2016) aponta para um **CAGR** de 7,8%, a denotar um abrandamento do ritmo de crescimento em relação ao registado nos últimos 5 anos (+15,6%).

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	3T14	4T14	1T15									
HealthCare	2760,8	19,4	18,0	3,4%	7,9%	14,6%	24,0%	9,9%	8,2%	10,8%	5,1%	1,4%	4,2	23,3%	3,9%		
Info Technology	3924,8	18,2	16,6	9,9%	9,7%	9,8%	13,0%	4,6%	15,7%	11,3%	5,5%	1,3%	4,2	18,2%	2,7%		
Industrials	1973,6	17,9	16,8	6,9%	7,1%	11,8%	11,4%	5,8%	14,3%	9,9%	5,6%	2,0%	3,6	7,5%	1,0%		
Cons Discretionary	2466,3	22,3	19,5	14,8%	14,5%	7,3%	12,5%	9,7%	17,1%	16,4%	4,5%	1,4%	4,8	8,0%	3,4%		
Telecom Services	438,3	15,1	14,4	36,3%	5,0%	3,0%	1,0%	-4,4%	8,4%	5,9%	6,6%	4,7%	3,5	-1,9%	4,5%		
Utilities	564,1	16,9	16,7	6,7%	5,9%	3,5%	0,0%	-7,6%	1,9%	3,0%	5,9%	3,5%	1,7	24,3%	-4,8%		
Financials	3227,4	15,8	13,6	-5,8%	16,6%	4,0%	-2,6%	10,4%	39,7%	14,1%	6,3%	1,8%	1,4	13,1%	-1,0%		
Cons Staples	2066,5	20,5	19,9	1,1%	3,0%	5,2%	-1,1%	0,5%	6,5%	7,4%	4,9%	2,4%	5,1	12,9%	1,9%		
Materials	638,6	19,0	18,4	5,1%	3,3%	16,4%	0,5%	-2,9%	19,0%	15,2%	5,3%	2,0%	3,6	4,7%	5,8%		
Energy	1625,9	14,1	29,6	14,3%	-52,2%	9,8%	-22,3%	-63,8%	12,9%	-4,3%	7,1%	2,7%	1,7	-10%	3,0%		
									<b>T 5Y*</b>	<b>F 2Y*</b>							
S&P 500	19686,4	18,0	17,5	6,4%	3,2%	8,4%	5,1%	-2,7%	15,6%	7,8%	5,5%	1,9%	2,9	11,4%	2,0%		

\* T = Trailing, F = Forward

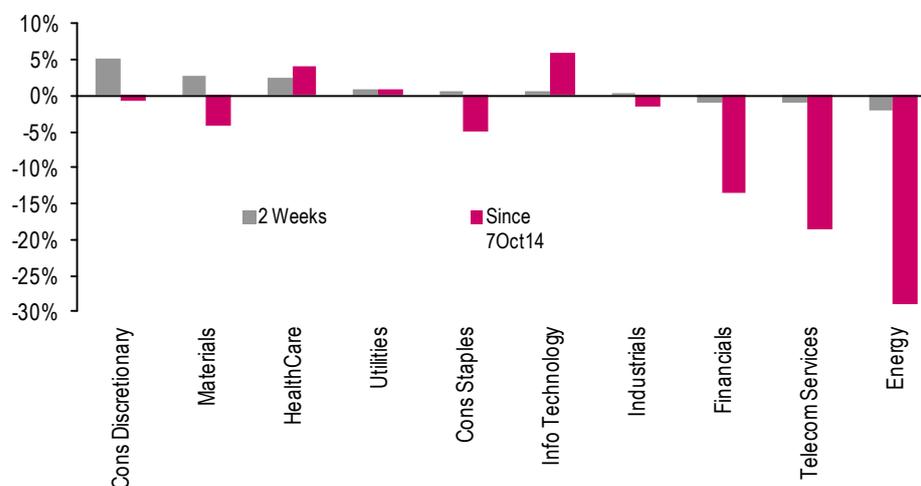


Revisões

Nas duas últimas semanas as estimativas de resultados do 4º trimestre de 2014 mais revistas em alta foram as dos setores Consumer Discretionary (+5,1%) e Materials (+2,3%). Já o setor de Energy (estimativa de EPS do 4T14 desceu 1,9%) foi a mais cortada.

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
Cons Discretionary	14,5%	-0,36%	-3,3%	12,5%	5,1%	-0,8%	3,6%	3,4%	8,0%
Materials	3,3%	-1,10%	-12,3%	0,5%	2,8%	-4,3%	4,7%	5,8%	4,7%
HealthCare	7,9%	-0,48%	-1,1%	24,0%	2,5%	4,0%	1,4%	3,9%	23,3%
Utilities	1,4%	-0,44%	-0,4%	0,0%	1,0%	1,0%	-7,8%	-4,8%	24,3%
Cons Staples	3,0%	-1,02%	-5,7%	-1,1%	0,7%	-4,9%	1,0%	1,9%	12,9%
Info Technology	9,7%	0,32%	-1,3%	13,0%	0,7%	6,1%	4,7%	2,7%	18,2%
Industrials	7,1%	-0,39%	-3,2%	11,4%	0,5%	-1,5%	1,7%	1,0%	7,5%
Financials	16,6%	-0,48%	-2,5%	-2,6%	-0,9%	-13,4%	3,1%	-1,0%	13,1%
Telecom Services	5,0%	0,11%	-8,2%	1,0%	-1,0%	-18,5%	2,2%	4,5%	-1,9%
Energy	-52,2%	-5,15%	-59,3%	-22,3%	-1,9%	-29,0%	2,3%	3,0%	-10,0%
S&P 500	3,2%	-0,60%	-9,11%	5,1%	0,7%	-5,0%	2,5%	2,0%	11,4%

S&P500 - Sector EPS 4Q14 revisions



## Múltiplos

Sectorialmente, **Telecoms Services** é o único setor subvalorizado no S&P 500, transacionando a um PER ajustado de 14,4x, com um *upside* de 4% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos (MA24). Já os sectores **Energy**, **Cons Staples** e **Materials** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 27,1x, 20x e 18,5x, respetivamente, com *downside* de 47%, 12% e 12%, respetivamente, face à MM24.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
Telecom Services	14,4	-0,3	1,8	11,3	13,1	14,9	16,7	18,6	15,2	165,2	4%
Utilities	16,7	0,8	0,8	14,4	15,2	16,0	16,8	17,7	14,5	219,4	-4%
Industrials	16,9	1,0	1,0	13,9	14,9	15,9	16,9	17,9	15,1	462,6	-6%
Financials	13,8	1,3	0,6	11,6	12,3	12,9	13,6	14,2	12,9	309,5	-6%
Cons Discretionary	19,6	1,5	0,9	16,5	17,4	18,3	19,2	20,1	17,4	551,3	-7%
HealthCare	18,2	1,2	1,3	14,0	15,3	16,6	17,9	19,2	14,4	750,2	-9%
Info Technology	16,7	1,3	1,3	12,3	13,7	15,0	16,4	17,7	16,1	638,0	-10%
Materials	18,5	1,6	1,4	13,5	14,9	16,3	17,7	19,1	15,2	284,4	-12%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>17,5</b>	<b>2,1</b>	<b>1,0</b>	<b>13,4</b>	<b>14,4</b>	<b>15,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,4</b>	<b>14,4</b>	<b>1846,1</b>	<b>-12%</b>
Cons Staples	20,0	<b>2,2</b>	1,1	15,2	16,4	17,5	18,6	19,7	16,1	445,8	-12%
Energy	27,1	<b>3,9</b>	3,3	7,7	11,0	14,3	17,6	20,9	12,1	318,2	-47%

# 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. ("Ofertante" 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	jan-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	dez-04
Compra	0%	0%	62%	50%	25%	55%	77%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	0%	0%	10%	32%	13%	23%	12%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	10%	0%	33%	18%	4%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	0%	0%	19%	18%	29%	5%	4%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	100%	100%	0%	0%	0%	0%	4%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	7,2%	-16,4%	-15,6%	-10,6%	16,0%	16,0%	2,9%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5145	4799	5741	6802	7608	6559	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 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  
Marco Barata  
Sofia Lagarelhos