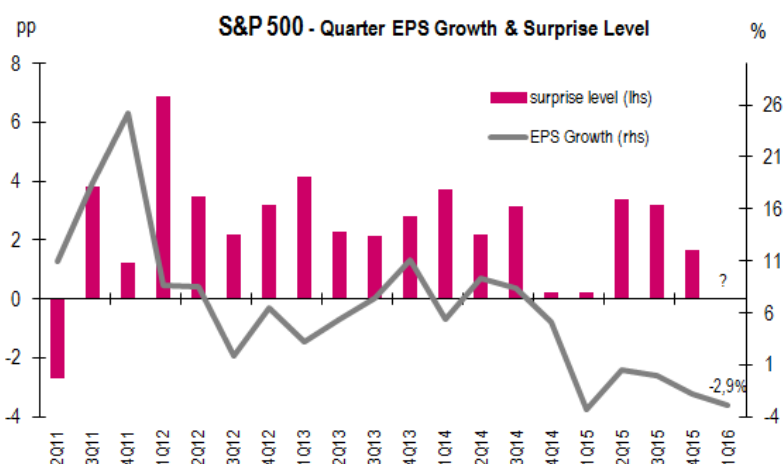


US Earnings Watch

Estados Unidos - Síntese

- Estamos à porta de mais uma época de apresentação de resultados nos Estados Unidos, que arranca dia 11 com as contas da Alcoa após o fecho. As perspetivas atuais são fracas e apontam para mais um trimestre de queda homóloga nos resultados do S&P 500, a terceira consecutiva, desta feita de 2,9% (taxa revista em baixa em 87pb desde 5 de março). Este padrão de baixas expectativas tem sido apanágio nas últimas *earnings seasons* (ES), mas curiosamente, ou não, tem contribuído para os índices de ações norte-americanos alcançarem máximos históricos, uma vez que as empresas acabaram por desta forma superar o que o mercado estava a descontar. O nosso *surprise level*, que mede a diferença entre a estimativa existente à partida para cada ES e o valor final observado, é positivo desde 2011.



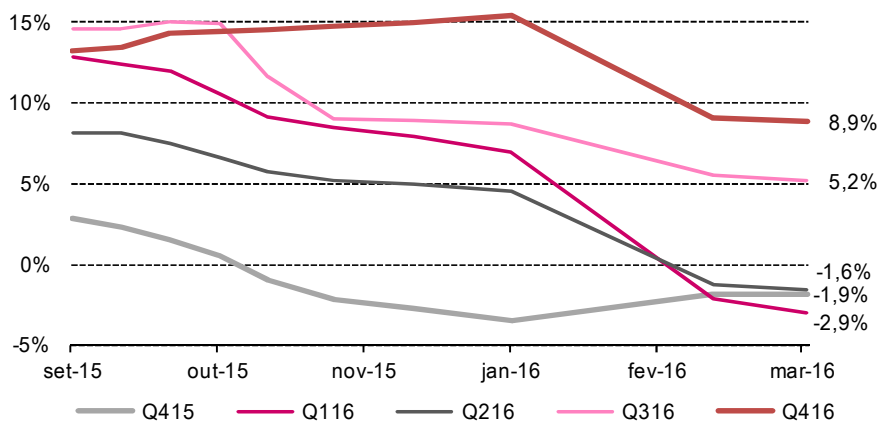
O 2º trimestre ainda deverá ser de queda no EPS (estimado -1,6%, valor revisto em baixa em 36pb), prevendo-se o regresso ao crescimento no 3º trimestre (+5,2%) e uma aceleração no 4º trimestre, com crescimento de 8,9% (taxa revista em baixa em 20pb no último mês).

- Numa base anual, depois da descida de 0,8% em 2015, antecipa-se um crescimento de 3,2% nos resultados do S&P 500 em 2016 (valor revisto em baixa de 3,6%), devendo seguir-se uma expansão de *earnings* de 13,5% em 2017 (revisto em alta em 8pb no último mês, mas que resulta de um corte mais forte na base de 2016 relativamente ao processado para 2017). As perspetivas atuais apontam para uma aceleração ritmo de expansão de *earnings* das empresas norte-americanas em 2015-2017 (CAGR de 8,2% vs. 6,9% de crescimento médio nos 5 anos anteriores), o que acaba por ser muito em linha com o que neste momento se aponta para o Euro Stoxx (CAGR de 8,5%).
- Numa análise de múltiplos verifica-se que a evolução positiva da cotação do S&P 500 no último mês, aliada à revisão em baixa das estimativas de resultados, levou o índice norte-americano a transacionar a um PER de 17,3x, considerando a cotação de fecho de 30 de março (2064 pontos) e as estimativas de EPS para 2016. O PER ajustado médio dos últimos dois anos é de 16,4x e dos últimos 10 situa-se nas 14,5x. O PEG de 1,6x, próximo da banda superior dos dois desvios-padrão, significa que o índice está relativamente sobreavaliado considerando as perspetivas de crescimento económico para os próximos anos.
- A *earnings season* do 1º trimestre vai ajudar a dissipar algumas dúvidas quanto ao ritmo de geração de resultados e receitas pelas cotadas norte-americanas, onde à partida a depreciação do dólar pode ter tido um impacto positivo.

S&P 500 - Perspetivas

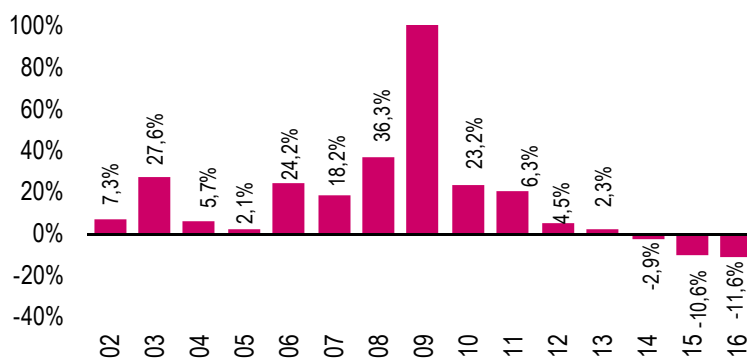
À entrada para mais uma *earnings season* nos EUA, os analistas apontam para que o S&P 500 tenha registado uma quebra de 2,9% nos resultados do 1º trimestre (taxa revista em baixa em 87 pontos base desde 3 de março). O 2º trimestre ainda deverá ser de queda no EPS (estimado -1,6%, valor revisto em baixa em 36pb), prevendo-se o regresso ao crescimento no 3º trimestre (+5,2%) e uma aceleração no 4º trimestre, com crescimento de 8,9% (taxa revista em baixa em 20pb no último mês).

S&P 500 Quarter EPS Growth



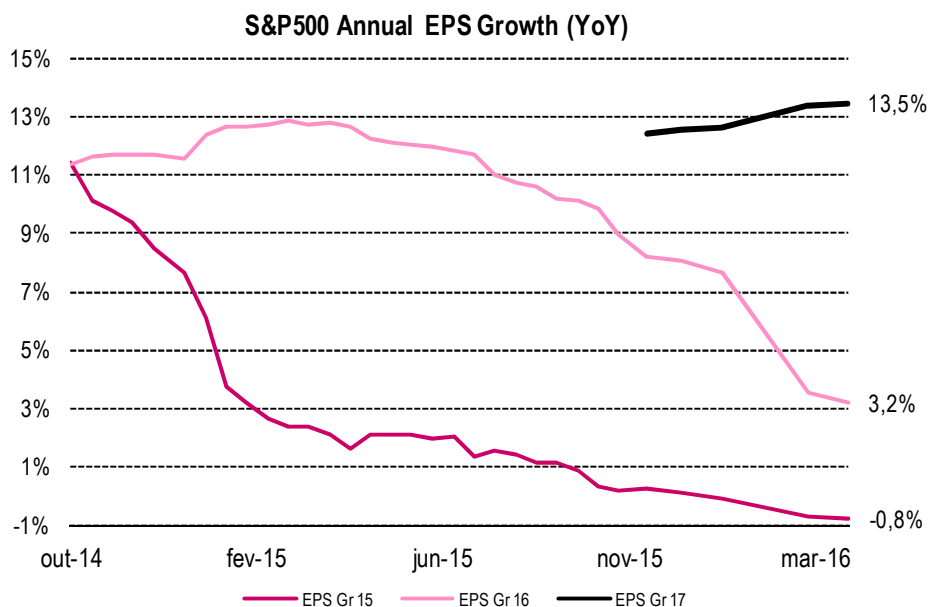
Em termos sequenciais, o EPS do S&P 500 deverá ter contraído 11,6% no 1º trimestre, a taxa mais deprimida em quase 15 anos.

S&P500 1st Quarter EPS Growth (QoQ)

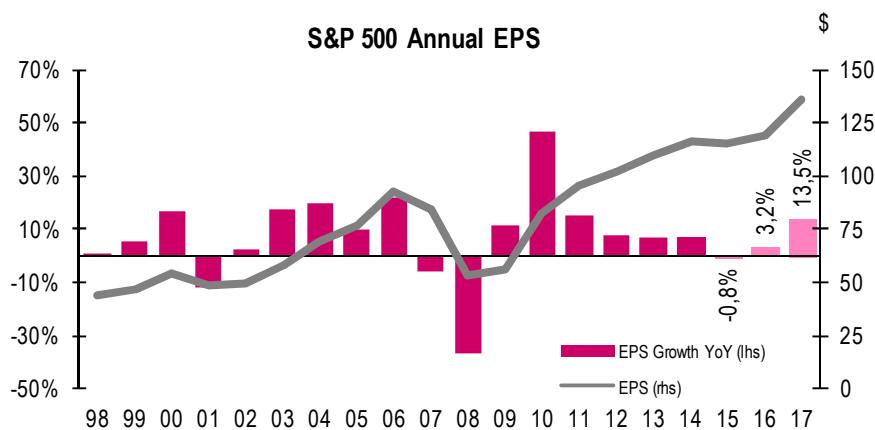


* Crescimento de 5046,4% em 2009, justificado por base bastante deprimida de 2008

Numa base anual, depois da descida de 0,8% em 2015, antecipa-se um crescimento de 3,2% nos resultados do S&P 500 em 2016 (valor revisto em baixa de 3,6%), devendo seguir-se uma expansão de *earnings* de 13,5% em 2017 (revisto em alta em 8pb no último mês, mas que resulta de um corte mais forte na base de 2016 relativamente ao processado para 2017).



A confirmar-se a aceleração apontada neste momento pelos analistas para 2017 vai trazer um ganho de momentum aos mercados.



Nota: A metodologia considera dados fechados até 2014, sem ajustamentos de base

Múltiplos

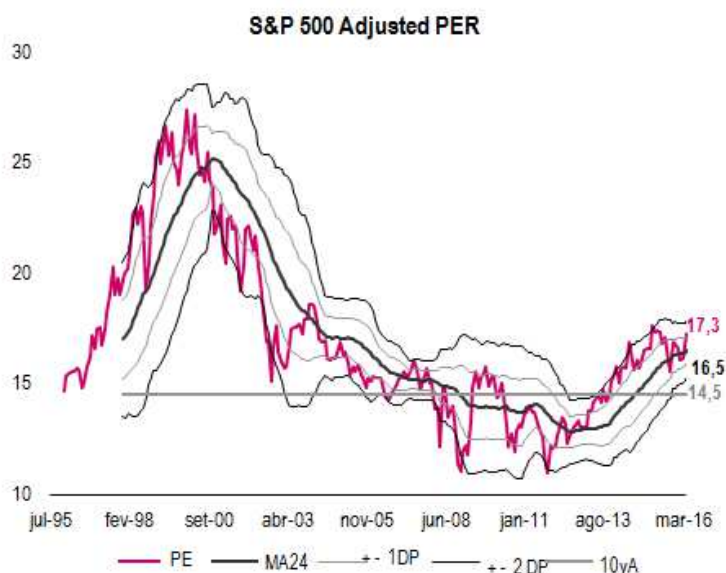
A evolução positiva da cotação do S&P 500 no último mês, aliada à revisão em baixa das estimativas de resultados, levou o índice norte-americano a transacionar a um PER de 17,3x, considerando a cotação de fecho de 30 de março (2064 pontos) e as estimativas de EPS para 2016. O PER ajustado médio dos últimos dois anos é de 16,4x e dos últimos 10 situa-se nas 14,5x.

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	17,3	0,6	16,5	14,5	1975,8	-4%

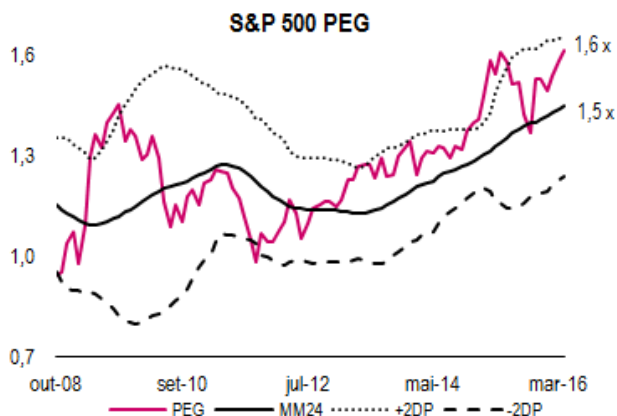
SD - Desvio-Padrão face à média dos últimos dois anos

* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E Ajustado de março dá peso total às estimativas de EPS para 2016



O S&P 500 apresenta um PEG de 1,6x, próximo da banda superior dos dois desvios-padrão, o que significa que o índice norte-americano está relativamente sobreavaliado considerando as perspetivas de crescimento económico para os próximos anos.



Análise Sectorial

Sectorialmente, **Industrials** deverá ver os seus resultados do 1º trimestre mais que duplicarem em termos homólogos e **Cons Discretionary** deve ter uma expansão de 13%. Já **Energy** deve apresentar perdas e **Materials** deverá assistir a uma contração de 18,6% nos *earnings*.

Numa base anual, Cons Discretionary deve ser o setor de maior crescimento de resultados em 2016 (+11,8%), seguido por Utilities (+8,7%), a passo que Energy deve ver o EPS contrair 60,7%

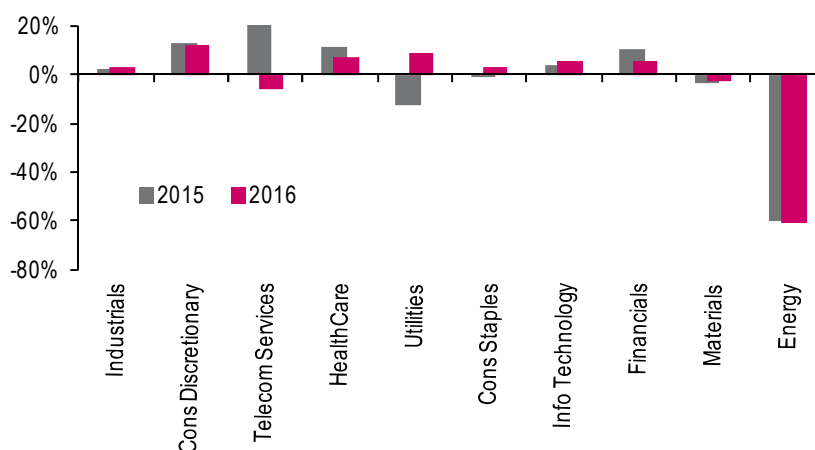
As perspetivas atuais apontam para uma aceleração ritmo de expansão de *earnings* das empresas norte-americanas em 2015-2017 (CAGR de 8,2% vs. 6,9% de crescimento médio nos 5 anos anteriores).

A exemplo do que comentámos no mês passado, há uma figura que continua a captar a nossa atenção, que reside no facto de muitos setores estarem neste momento a transacionar a um *price to book* elevado, incluindo o próprio S&P 500.

S&P 500	Cap. Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS						CAGR		EY	DY	P / BV		Change	
		2015	2016	Anual		Trimestral			T 5Y*	F 2Y*	2015	T 12M	2015	2015	YTD		
				2015	2016	4T15	1T16	2T16									
Industrials	1878,4	15,8	16,4	2,4%	3,2%	1,9%	102,6%	4,5%	10,0%	6,6%	6,3%	2,4%	3,7	-4,7%	4,7%		
Cons Discretionary	2571,8	19,6	18,5	12,9%	11,8%	13,2%	13,0%	12,7%	11,9%	12,5%	5,1%	1,6%	4,5	8,4%	1,3%		
Telecom Services	505,4	12,5	14,2	21,9%	-6,0%	69,5%	4,8%	3,4%	13,2%	-0,8%	8,0%	4,7%	2,6	-1,7%	15,3%		
HealthCare	2602,3	16,1	15,4	11,6%	7,6%	8,9%	3,1%	3,0%	8,7%	9,4%	6,2%	1,7%	3,5	5,2%	-5,7%		
Utilities	623,9	20,6	17,9	-12,4%	8,7%	-91,9%	-1,0%	2,6%	-2,5%	13,4%	4,8%	3,6%	1,7	-8,4%	13,9%		
Cons Staples	2188,1	21,1	21,2	-0,6%	3,5%	0,0%	-3,8%	-2,4%	4,4%	6,4%	4,7%	2,7%	4,6	3,8%	5,2%		
Info Technology	4537,3	16,7	17,1	4,1%	5,8%	-0,2%	-6,7%	1,8%	8,0%	9,1%	6,0%	1,5%	3,9	4,3%	2,3%		
Financials	3005,0	12,4	12,5	10,2%	5,4%	0,6%	-7,2%	-0,4%	12,6%	8,6%	8,1%	2,6%	1,2	-3,5%	-5,4%		
Materials	531,5	16,0	17,8	-3,6%	-2,7%	-17,1%	-18,6%	-8,2%	4,6%	7,2%	6,2%	2,4%	3,1	-10,4%	3,9%		
Energy	1238,8	25,0	69,2	-60,3%	-60,7%	-73,0%	n.m.	-76,0%	-13,7%	2,2%	4,0%	3,7%	1,5	-23,6%	3,3%		
									T 5Y*	F 2Y*							
S&P 500	19682,6	16,7	17,2	-0,8%	3,2%	-4,0%	-2,9%	-1,6%	6,9%	8,2%	6,0%	2,2%	2,7	-0,7%	1,0%		

* T = Trailing, F = Forward, n.m - não comparável, setor deve apresentar perdas

S&P500 Sectors EPS Growth



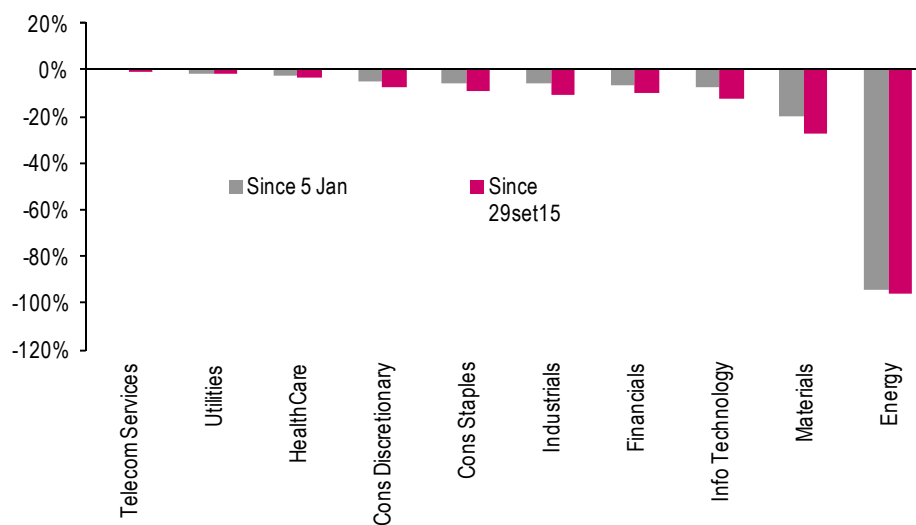
Revisões

Desde o início e março os setores de Info Technology e Telecom Services tiveram as estimativas de EPS para o 1º trimestre ligeiramente revistas em alta. Já Financials sofreu um corte.

Sector	EPS Gr. 2016	EPS 16 revision (% change)		EPS Gr. 1Q16	EPS 1Q16 revision (% change)		% change		
		Since 3 Mar	Since 5 jan 16		Since 3 Mar	Since 5 jan 16	Since 3 Mar	YTD	2015
Info Technology	5,8%	0,15%	-1,9%	-6,7%	0,5%	-6,6%	5,9%	2,3%	4,3%
Telecom Services	-6,0%	-0,01%	0,6%	4,8%	0,3%	0,8%	3,7%	15,3%	-1,7%
Cons Discretionary	11,8%	0,01%	-1,4%	13,0%	0,2%	-4,6%	3,4%	1,3%	8,4%
HealthCare	7,6%	0,03%	-1,3%	3,1%	0,1%	-2,2%	0,9%	-5,7%	5,2%
Utilities	24,1%	-0,58%	-1,3%	-1,0%	0,0%	-1,8%	6,5%	13,9%	-8,4%
Cons Staples	3,5%	0,13%	-2,7%	-3,8%	0,0%	-5,5%	2,9%	5,2%	3,8%
Industrials	3,2%	-0,45%	-0,8%	103%	-0,9%	-7,1%	4,5%	4,7%	-4,7%
Materials	-2,7%	0,07%	-11,2%	-18,6%	-1,2%	-20,7%	5,5%	3,9%	-10,4%
Financials	5,4%	-1,14%	-5,5%	-7,2%	-3,1%	-9,6%	2,1%	-5,4%	-3,5%
S&P 500	3,2%	-0,38%	-4,78%	-2,9%	-0,9%	-9,2%	3,5%	1,0%	-0,7%

n.m. - base não comparável

S&P500 - Sector EPS 4Q15 revisions



Múltiplos

Sectorialmente, continua a verificar-se que a maioria dos setores que compõem o S&P 500 está a transacionar acima do seu "valor justo". Desde logo, a corte acentuado nas estimativas de *earnings* para Energy em 2016 levou o setor a negociar a um PER ajustado de 69,4x, muito acima da média dos últimos dois anos (MA24 nas 27x), considerando as estimativas de EPS para 2016. O setor de Healthcare, por definição um setor defensivo, está entre os poucos subvalorizados, ao transacionar a um PER ajustado de 15,4x, inferior à MA24 (17).

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
HealthCare	15,4	-1,5	1,1	14,8	15,9	17,0	18,1	19,2	14,3	870,9	11%
Financials	12,6	-0,9	0,6	11,9	12,5	13,1	13,7	14,3	13,0	316,6	4%
Cons Discretionary	18,6	-0,4	0,7	17,5	18,2	18,9	19,6	20,4	17,5	638,1	1%
Industrials	16,5	0,5	0,7	14,8	15,5	16,2	16,8	17,5	14,9	476,2	-2%
S&P 500	17,3	1,2	0,6	15,2	15,9	16,5	17,2	17,8	14,5	1975,8	-4%
Telecom Services	14,2	0,9	0,8	11,9	12,7	13,5	14,3	15,0	14,9	164,6	-5%
Info Technology	17,3	1,5	0,6	15,2	15,8	16,4	17,0	17,6	15,7	700,0	-5%
Materials	17,9	0,9	1,2	14,5	15,7	16,8	18,0	19,2	15,4	268,1	-6%
Utilities	17,8	1,8	0,8	14,8	15,6	16,4	17,2	18,0	14,5	230,8	-8%
Cons Staples	21,3	1,9	1,1	16,9	18,1	19,2	20,3	21,5	16,3	490,6	-10%
Energy	69,4	2,7	15,6	-4,3	11,3	27,0	42,6	58,2	15,0	179,8	-61%

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 tencionar 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. ("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	mar-16	dez-15	jun-15	dez-14	dez-13	dez-12	dez-11	dez-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05	dez-04
Compra	0%	0%	0%	0%	55%	77%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	0%	0%	0%	0%	23%	12%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	0%	0%	18%	4%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	0%	0%	0%	0%	5%	4%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	100%	100%	100%	100%	0%	4%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	-5,5%	-4,3%	15,7%	-26,8%	16,0%	2,9%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5021	5313	5552	4799	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 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
Telefone +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
Paulo Santos
Pedro Ferreira Cruz
Pedro Lalanda
Pedro Santos
Ramiro Loureiro (Market Analysis)
Sónia Primo
Vitor Almeida

Equity Derivatives +351 21 003 7890

Maria Cardoso Baptista, CFA – Head
Diogo Justino
Sofia Lagarelhos