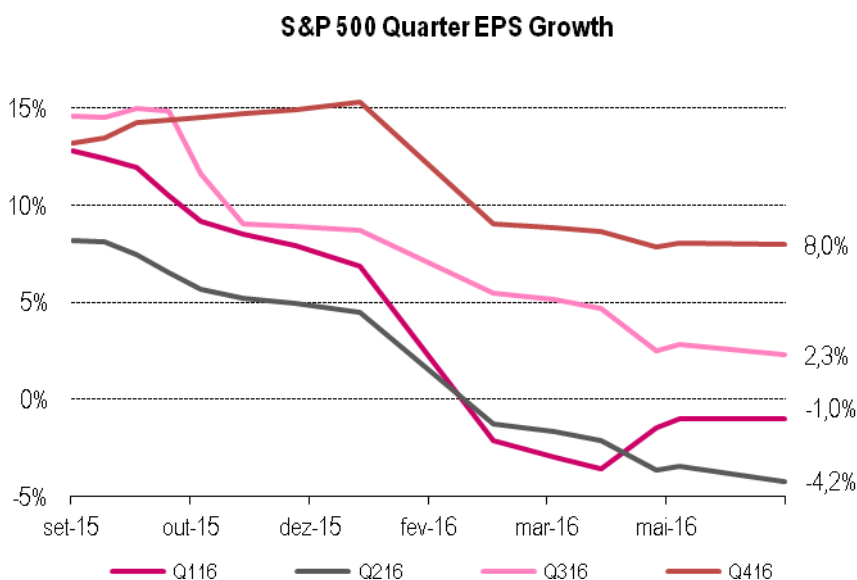


# US Earnings Watch

## Estados Unidos - Síntese

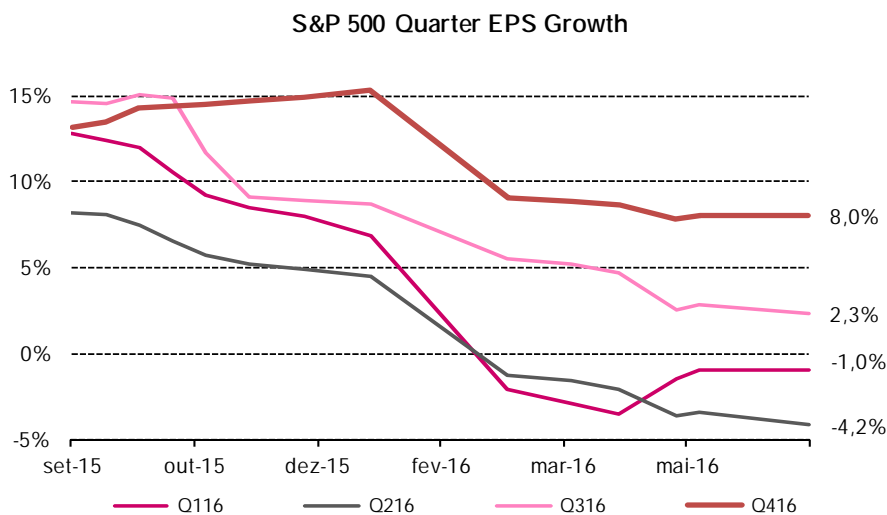
- Na partida para o arranque da *Earnings Season* dado pelos resultados da Alcoa, os analistas estimam uma contração de 4,2% do EPS para o 2º trimestre do ano no universo S&P 500, a pior previsão desde 2009 antes do início de mais uma época de resultados.



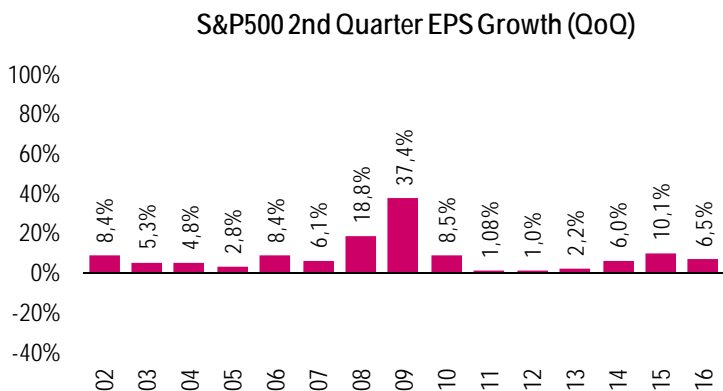
- Numa base anual, depois da descida de 0,3% em 2015, antecipa-se um crescimento de 1,5% nos resultados do S&P 500 em 2016 (valor revisto em baixa de 31pb), devendo seguir-se uma expansão de *earnings* de 13,5% em 2017.
- Com base na cotação do S&P 500 a 8 de julho (2.129 pontos), o índice norte-americano transaciona a um PER ajustado de 17,3x, conferindo-lhe um *downside* de 3% face ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos e encontrando-se também acima da média dos últimos 10 anos (14,6x).

S&P 500 - Perspetivas

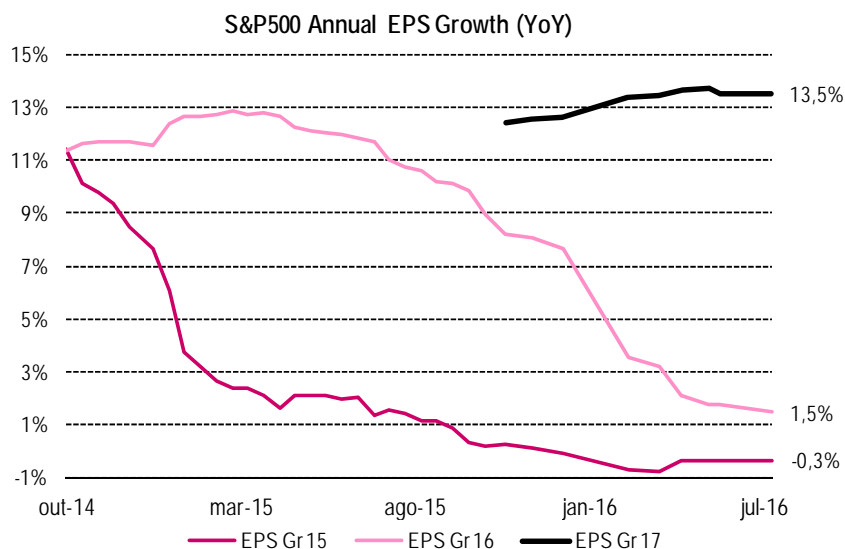
Na partida para o arranque da *Earnings Season* dado pelos resultados da Alcoa, os analistas estimam uma contração de 4,2% do EPS para o 2º trimestre do ano no universo S&P 500, a pior previsão desde 2009 antes do início de mais uma época de resultados, uma vez que a taxa foi revista em baixa em 78bp desde 23 de maio. Tendo em conta as estimativas de 8 de julho, as cotadas norte-americanas deverão voltar a assistir a um crescimento dos resultados no 3º trimestre (+2,3%, -50bp), depois de verem quatro trimestres consecutivos em queda (se assumirmos que este 2º trimestre é de queda).



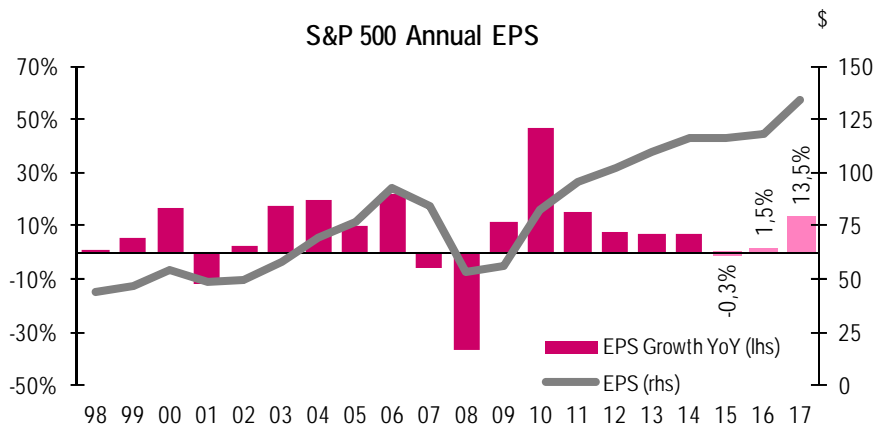
Em termos sequenciais, o EPS do S&P 500 deverá avançar mais de 6% neste trimestre.



Numa base anual, depois da descida de 0,3% em 2015, antecipa-se um crescimento de 1,5% nos resultados do S&P 500 em 2016 (valor revisto em baixa de 31pb), devendo seguir-se uma expansão de *earnings* de 13,5% em 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 2015, sem ajustamentos de base

Múltiplos

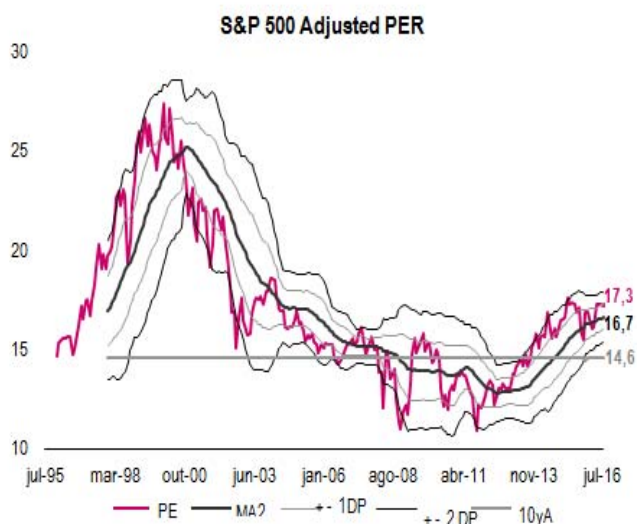
Com base na cotação do S&P 500 a 8 de julho (2.129 pontos), o índice norte-americano transaciona a um PER ajustado de 17,3x, conferindo-lhe um *downside* de 3% face ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos e encontrando-se também acima da média dos últimos 10 anos (14,6x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	17,3	0,6	16,7	14,6	2055,4	-3%

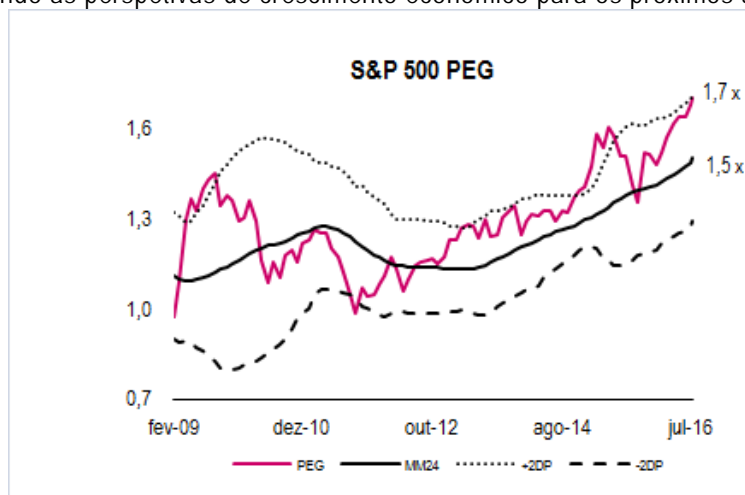
# SD - Desvio-Padrão face à média dos últimos dois anos

\* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E Ajustado tem como denominador estimativas ponderadas de EPS para 2016 e 2017



O S&P 500 apresenta um PEG de 1,7x, 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** terá visto os seus resultados do 1º trimestre mais que duplicarem em termos homólogos, mantendo-se com um dos setores de maior crescimento de EPS para o atual trimestre (+6,4%). **Cons Discretionary** deve ter uma expansão de 8,8%. Já **Energy** deverá experimentar perdas avultadas no que toca à criação de resultados.

Numa base anual, Cons Discretionary deve ser o setor de maior crescimento de resultados em 2016 (+12,3%), seguido por Utilities (+8,6%), a passo que Energy deve ver o EPS contrair 68,2% e vivenciar uma aceleração para cima de 200%, justificada por uma base muito baixa.

As perspetivas atuais apontam para uma aceleração ritmo de expansão de *earnings* das empresas norte-americanas em 2015-2017 (CAGR de 7,2% vs. 7% de crescimento médio nos 5 anos anteriores).

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	
				2016	2017	1T16	2T16	3T16								
Cons Discretionary	2590,4	19,4	18,9	12,3%	12,5%	22,4%	8,8%	11,0%	11,9%	12,4%	5,2%	1,6%	4,5	8,4%	3,1%	
Industrials	1935,2	15,7	17,1	1,8%	9,0%	112,1%	6,4%	1,8%	10,0%	5,3%	6,3%	2,4%	3,8	-4,7%	7,4%	
HealthCare	2798,1	16,1	16,6	8,0%	10,4%	7,6%	2,3%	6,6%	8,7%	9,2%	6,2%	1,7%	3,5	5,2%	2,1%	
Utilities	654,7	17,1	19,0	8,6%	13,0%	-3,7%	1,5%	6,6%	1,1%	3,6%	5,8%	3,4%	1,7	-8,4%	21,3%	
Telecom Services	531,4	12,5	15,0	-6,7%	4,4%	7,7%	-1,0%	-0,8%	13,2%	-1,3%	8,0%	4,5%	2,6	-1,7%	21,3%	
Cons Staples	2267,3	21,1	22,2	4,5%	9,4%	0,6%	-3,1%	5,4%	4,4%	6,9%	4,7%	2,6%	4,6	3,8%	10,2%	
Info Technology	4422,8	16,7	17,3	3,7%	11,9%	-5,4%	-4,4%	3,2%	8,0%	7,7%	6,0%	1,5%	4,0	4,3%	0,7%	
Financials	3065,3	12,4	13,4	1,2%	12,8%	-11,4%	-4,5%	3,2%	12,6%	6,8%	8,1%	2,6%	1,2	-3,5%	-3,9%	
Materials	546,0	15,8	17,9	0,4%	14,3%	-9,6%	-9,1%	12,2%	4,6%	7,1%	6,3%	2,3%	3,0	-10,4%	7,5%	
Energy	1346,8	25,8	97,4	-68,2%	214,7%	n.m.	-78,3%	-54,9%	-14,2%	0,0%	3,9%	3,4%	1,5	-23,6%	13,5%	
									T 5Y*	F 2Y*						
S&P 500	20175,4	16,6	18,0	1,5%	13,5%	-1,0%	-4,2%	2,3%	7,0%	7,3%	6,0%	2,2%	2,7	-0,7%	4,2%	

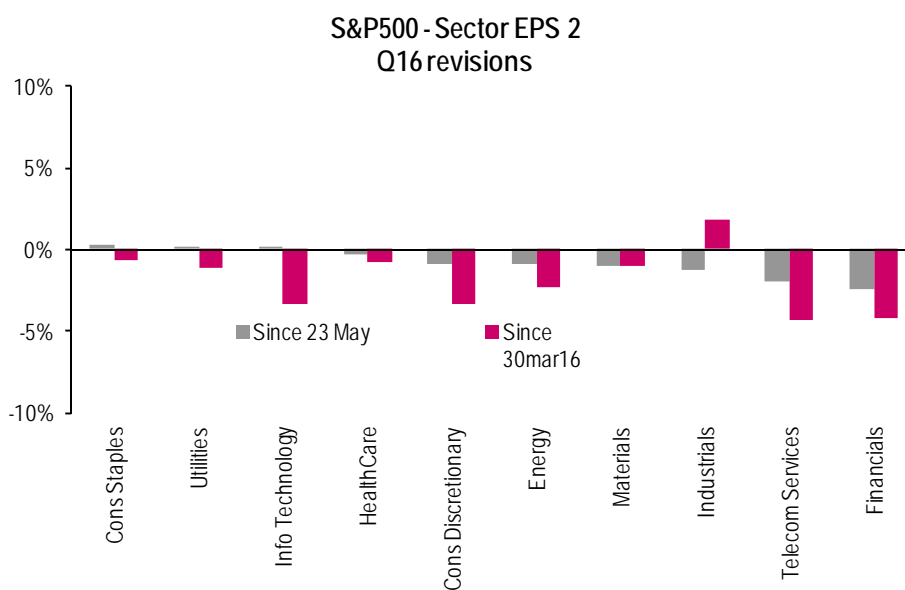
\* T = Trailing, F = Forward, n.m. - não comparável, setor deve apresentar perdas

Revisões

Entre 23 de maio a 8 de julho a maioria dos setores foram alvos de cortes de estimativas de resultados, ainda que o de Cons. Discretionary, Utility e Info Technology tenham experimentado revisões em alta. O setor de Financials foi alvo da maior revisão, desta feita em baixa (-2,5pp).

Sector	EPS Gr. 2016	EPS 16 revision (% change)		EPS Gr. 2Q16	revision (% change)		% change		
		Since 23May	Since 30mar16		Since 23 May	Since 30mar16	Since 30Mar16	YTD	2015
Utilities	3,3%	0,10%	0,0%	1,5%	0,1%	-1,1%	6,5%	21,3%	-8,4%
Info Technology	3,7%	-0,01%	-2,0%	-4,4%	0,1%	-6,2%	-1,6%	0,7%	4,3%
HealthCare	8,0%	-0,16%	0,5%	2,3%	-0,2%	-0,8%	8,3%	2,1%	5,2%
Cons Discretionary	12,3%	-0,13%	0,5%	8,8%	-0,9%	-3,9%	1,8%	3,1%	8,4%
Energy	-68,2%	0,15%	-21,7%	-78,3%	-0,9%	-2,4%	9,9%	13,5%	-23,6%
Materials	0,4%	-0,63%	3,2%	-9,1%	-1,0%	-1,0%	3,5%	7,5%	-10,4%
Industrials	1,8%	-0,76%	-1,4%	6%	-1,2%	1,9%	2,6%	7,4%	-4,7%
Telecom Services	-6,7%	-0,74%	-0,6%	-1,0%	-1,9%	-4,4%	5,1%	21,3%	-1,7%
Financials	1,2%	-1,15%	-4,1%	-4,5%	-2,5%	-4,2%	1,6%	-3,9%	-3,5%
S&P 500	1,5%	-0,3%	-1,2%	-4,2%	-0,8%	-2,6%	3,2%	4,2%	-0,7%

n.m. - base não comparável



## 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, o corte acentuado nas estimativas de *earnings* para Energy em 2016 levou o setor a negociar a um PER ajustado de 56,8x, muito acima da média dos últimos dois anos (MA24 nas 33,3x), considerando as estimativas de EPS para 2016 e 2017 (estas com menor peso na ponderação). O setor de Healthcare, por definição um setor defensivo, está entre os subvalorizados, ao transacionar a um PER ajustado de 16x, inferior à MA24 (16,8x).

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
HealthCare	16,0	-0,7	1,1	14,6	15,7	16,8	17,9	19,0	14,3	894,7	5%
Cons Discretionary	18,1	-0,9	0,8	17,3	18,1	18,8	19,6	20,3	17,5	664,6	4%
Financials	12,8	-0,5	0,6	12,0	12,5	13,1	13,7	14,2	13,0	315,9	2%
Info Technology	16,7	0,4	0,5	15,4	16,0	16,5	17,0	17,5	15,6	716,8	-1%
Materials	17,1	0,3	1,1	14,5	15,7	16,8	17,9	19,0	15,5	288,6	-2%
Industrials	16,6	0,9	0,6	14,9	15,5	16,1	16,7	17,3	14,9	481,8	-3%
<b>S&amp;P 500</b>	<b>17,3</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>15,4</b>	<b>16,0</b>	<b>16,7</b>	<b>17,3</b>	<b>17,9</b>	<b>14,6</b>	<b>2055,4</b>	<b>-3%</b>
Telecom Services	14,8	1,6	0,8	11,9	12,7	13,5	14,3	15,1	14,9	166,2	-9%
Cons Staples	21,5	1,7	1,2	17,2	18,4	19,5	20,7	21,9	16,4	519,6	-9%
Utilities	18,7	<b>2,1</b>	1,0	14,6	15,6	16,6	17,6	18,6	14,6	236,8	-11%
Energy	56,8	1,2	20,3	-7,4	12,9	33,3	53,6	73,9	16,4	298,1	-41%

# 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 2016 e 2017

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 Indústria a realizar em Novembro de 2014.
  - 29) Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium BCP (%)
- | Recomendação           | jun-16 | 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 de: |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|
| Compra                 | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 55%    | 77%    | 68%    | 79%    | 63%    | 54%    | 41%    | 37%    | 30%        |
| Manter                 | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 23%    | 12%    | 11%    | 7%     | 15%    | 4%     | 27%    | 11%    | 40%        |
| Reduzir                | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 18%    | 4%     | 0%     | 0%     | 7%     | 0%     | 0%     | 21%    | 5%         |
| Vender                 | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 0%     | 5%     | 4%     | 7%     | 4%     | 4%     | 0%     | 14%    | 16%    | 5%         |
| Sem Recom./Sob Revisão | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 100%   | 0%     | 4%     | 14%    | 11%    | 11%    | 42%    | 18%    | 16%    | 20%        |
| Variação               | -11,3% | -5,5%  | -4,3%  | 15,7%  | -26,8% | 16,0%  | 2,9%   | -28%   | -10%   | 33%    | -51%   | 16%    | 30%    | 13%        |
| PSI 20                 | 4454   | 5021   | 5313   | 5552   | 4799   | 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 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  
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