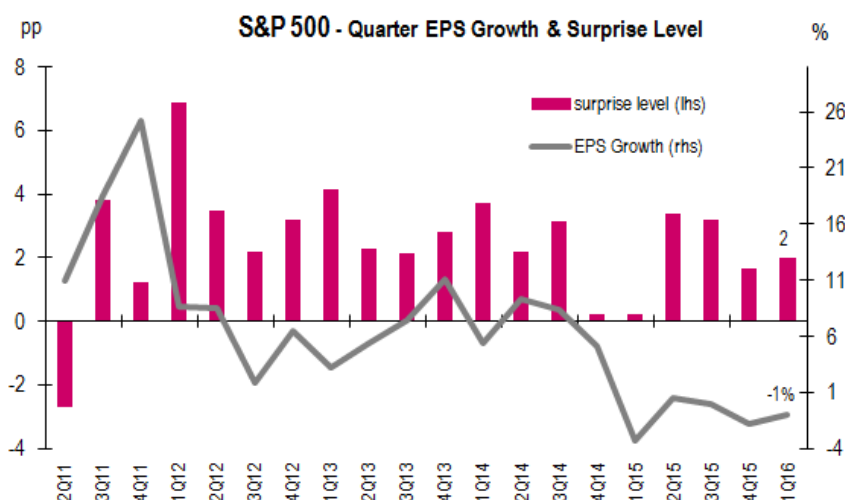


US Earnings Watch

Estados Unidos - Síntese

- De acordo com os dados mais recentes, os resultados do 1º trimestre do S&P 500 devem ter contraído 1% em termos homólogos. A descida é ainda assim inferior à antecipada antes do arranque da *earnings season*. O *surprise level* é positivo em 2 pontos percentuais (pp), pois a 30 de março antecipava-se uma quebra de 2,9% no EPS. O 2º trimestre deve ser ainda de queda no EPS, estimando-se um recuo de 3,4% (estimativa cortada em 136pb), com o crescimento a regressar no 3º trimestre (2,8%) e a acelerar no 4º trimestre (8,1%), apesar da revisão em baixa destas perspetivas nas últimas semanas, em 185pb e 58pb, respetivamente.

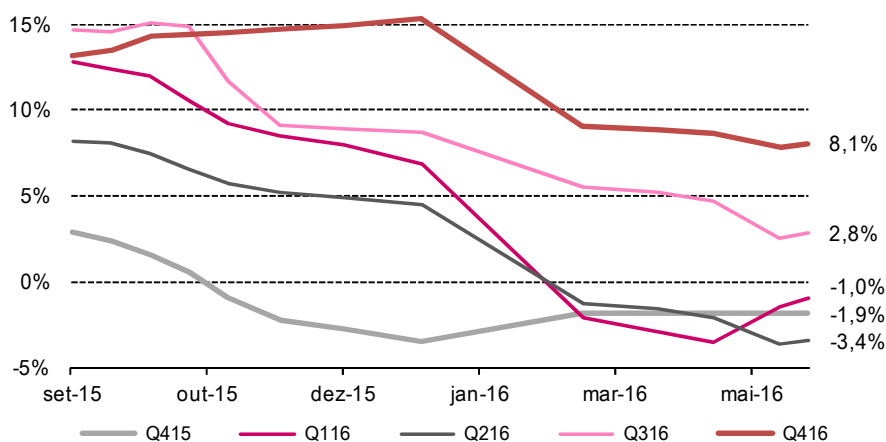


- Numa base anual, depois da descida de 0,2% em 2015, antecipa-se um crescimento de 1,8% nos resultados do S&P 500 em 2016 (valor revisto em baixa de 36pb), devendo seguir-se uma expansão de *earnings* de 13,5% em 2017 (revisto em baixa em 13pb).
- Com base na cotação do S&P 500 a 23 de maio (2048 pontos), o índice norte-americano transaciona a um PER ajustado de 16,9x, conferindo-lhe um *downside* de 2% face ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos e encontrando-se também acima da média dos últimos 10 anos (14,5x). O índice apresenta um PEG de 1,6x, próximo da banda superior dos dois desvios-padrão, o que significa que está relativamente sobreavaliado considerando as perspetivas de crescimento económico para os próximos anos.

S&P 500 - Perspetivas

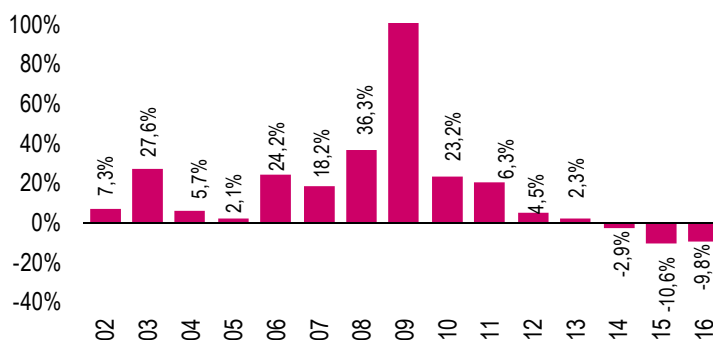
Atendendo às estimativas dos analistas a 23 de maio, os resultados do S&P 500 devem ter registado uma queda homóloga de 1% no 1º trimestre de 2016, um dado que traduz uma *earnings season* favorável, uma vez que a 30 de março se antecipava uma quebra de 2,9%. Ou seja, numa altura em que a quase totalidade das cotadas do índice norte-americano já reportou contas, o *surprise level* é positivo em 2 pontos percentuais (pp). O 2º trimestre deve ser ainda de queda no EPS, estimando-se um recuo de 3,4% (estimativa cortada em 136pb), com o crescimento a regressar no 3º trimestre (2,8%) e a acelerar no 4º trimestre (8,1%), apesar da revisão em baixa destas perspetivas nas últimas semanas, em 185pb e 58pb, respetivamente.

S&P 500 Quarter EPS Growth



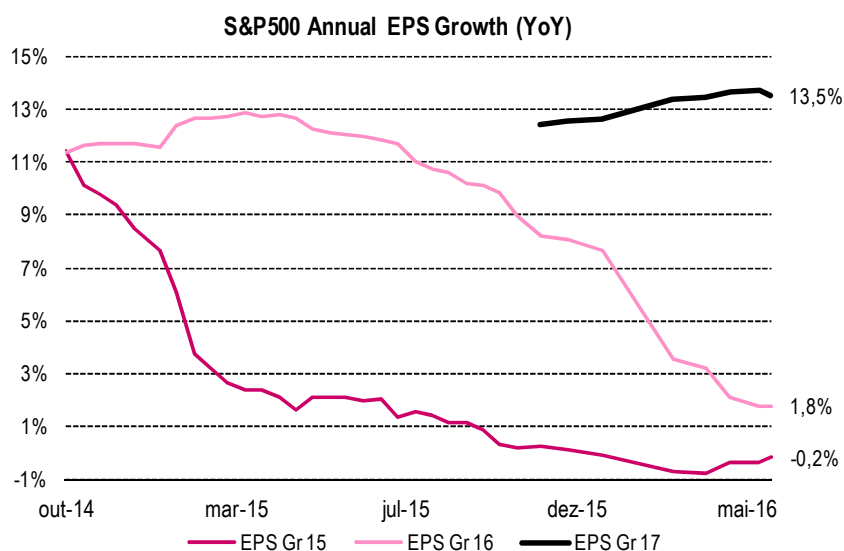
Em termos sequenciais, o EPS do S&P 500 deverá ter contraído 9,9% no 1º trimestre, a taxa mais deprimida em quase 15 anos.

S&P500 1st Quarter EPS Growth (QoQ)

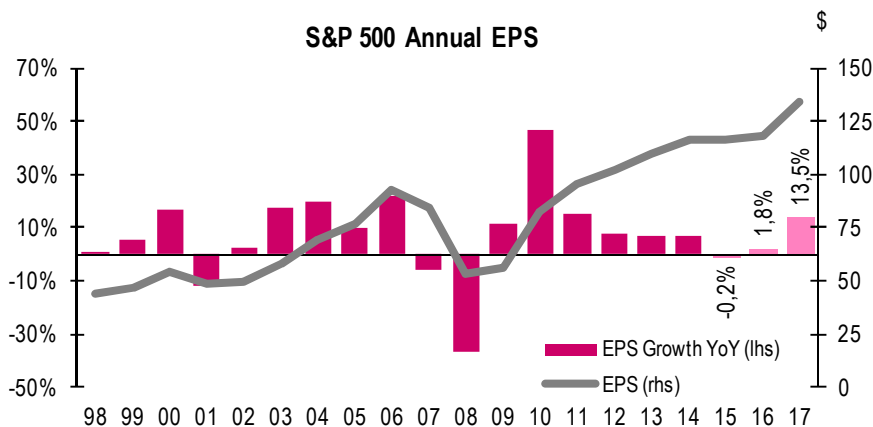


* Crescimento de 5046,4% em 2009, justificado por base bastante deprimida de 2008

Numa base anual, depois da descida de 0,2% em 2015, antecipa-se um crescimento de 1,8% nos resultados do S&P 500 em 2016 (valor revisto em baixa de 36pb), devendo seguir-se uma expansão de *earnings* de 13,5% em 2017 (revisto em baixa em 13pb).



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

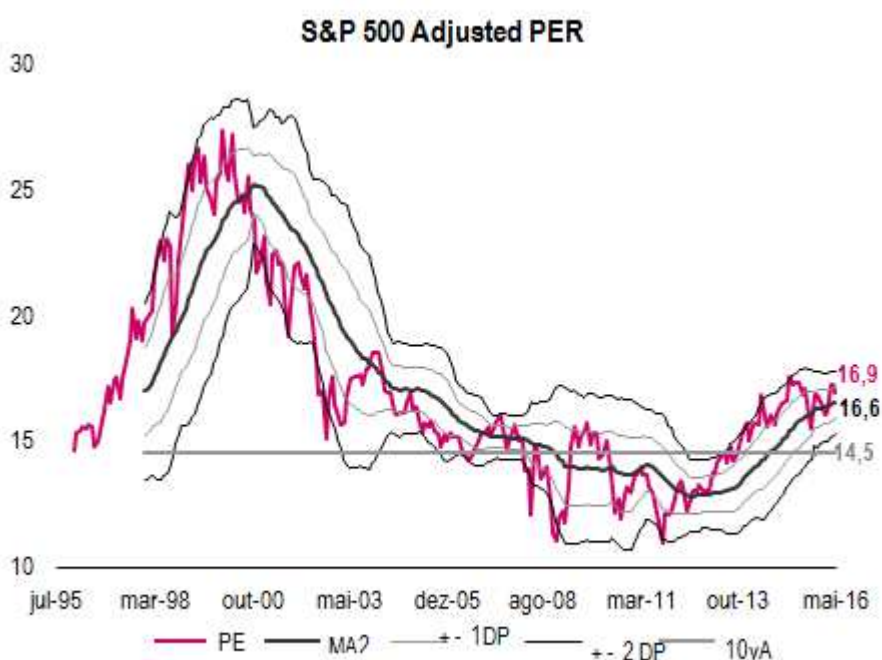
Com base na cotação do S&P 500 a 23 de maio (2048 pontos), o índice norte-americano transaciona a um PER ajustado de 16,9x, conferindo-lhe um *downside* de 2% face ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos e encontrando-se também acima da média dos últimos 10 anos (14,5x).

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	16,9	0,6	16,6	14,5	2006,8	-2%

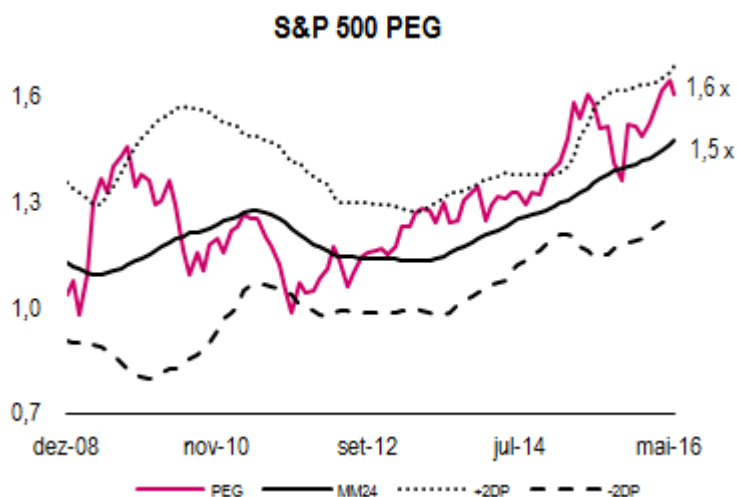
SD - Desvio-Padrão face à média dos últimos dois anos

* - 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 1,6x, 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

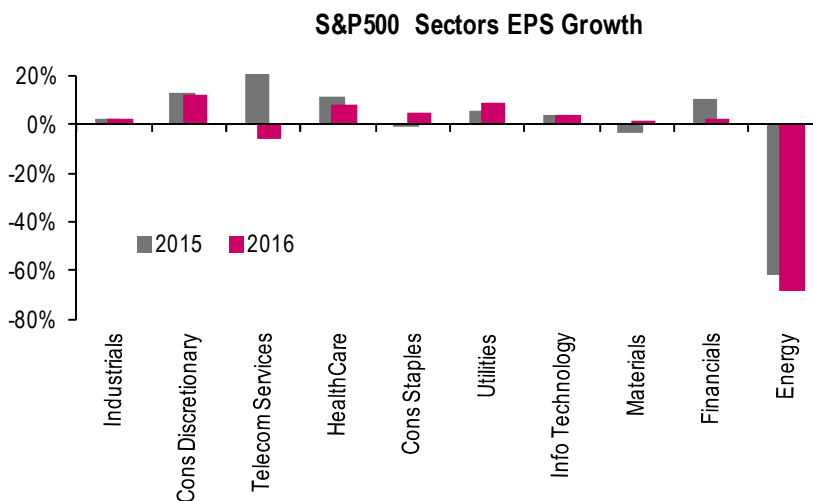
Sectorialmente, **Industrials** terá visto os seus resultados do 1º trimestre mais que duplicarem em termos homólogos e **Cons Discretionary** deve ter uma expansão de 22,4%. Já **Energy** deve apresentar perdas e **Materials** deverá ter assistido a uma contração de 9,6% nos *earnings* e o de **Financials** de 11,4%.

Numa base anual, Cons Discretionary deve ser o setor de maior crescimento de resultados em 2016 (+12,5%), seguido por Utilities (+8,5%), a passo que Energy deve ver o EPS contrair 68,3%

As perspetivas atuais apontam para uma aceleração ritmo de expansão de *earnings* das empresas norte-americanas em 2015-2017 (CAGR de 7,4% vs. 7,1% 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	
				2015	2016	4T15	1T16	2T16								
Industrials	1842,4	15,8	16,2	2,4%	2,5%	1,9%	112,1%	7,6%	10,0%	6,0%	6,3%	2,4%	3,7	-4,7%	2,6%	
Cons Discretionary	2505,8	19,4	18,1	13,0%	12,5%	13,2%	22,4%	9,7%	11,9%	12,6%	5,2%	1,6%	4,5	8,4%	-1,1%	
Telecom Services	475,3	12,5	13,3	21,9%	-6,0%	18,7%	7,7%	1,0%	13,2%	-1,1%	8,0%	4,8%	2,6	-1,7%	8,4%	
HealthCare	2657,5	16,1	15,5	11,6%	8,2%	8,9%	7,6%	2,5%	8,7%	9,3%	6,2%	1,7%	3,5	5,2%	-4,0%	
Cons Staples	2134,0	21,1	20,7	-0,7%	4,4%	0,0%	0,6%	-3,4%	4,4%	6,9%	4,7%	2,7%	4,6	3,8%	2,9%	
Utilities	598,9	17,2	17,2	5,2%	8,5%	-2,8%	-3,7%	1,4%	1,1%	3,5%	5,8%	3,6%	1,7	-8,4%	9,8%	
Info Technology	4322,4	16,7	16,9	4,1%	3,7%	-0,2%	-5,4%	-4,4%	8,0%	7,7%	6,0%	1,5%	4,0	4,3%	-2,1%	
Materials	535,6	15,9	17,7	-3,6%	1,0%	-17,1%	-9,6%	-8,1%	4,6%	7,8%	6,3%	2,4%	3,0	-10,4%	7,2%	
Financials	3081,8	12,4	13,3	10,2%	2,3%	1,2%	-11,4%	-2,1%	12,6%	7,4%	8,1%	2,6%	1,2	-3,5%	-3,0%	
Energy	1309,1	25,7	94,2	-61,5%	-68,3%	-73,0%	n.m.	-77,4%	-14,2%	-1,0%	3,9%	3,6%	1,5	-23,6%	9,6%	
									T 5Y*	F 2Y*						
S&P 500	19462,7	16,6	17,3	-0,3%	1,8%	-1,9%	-1,0%	-3,4%	7,1%	7,4%	6,0%	2,2%	2,7	-0,7%	0,2%	

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



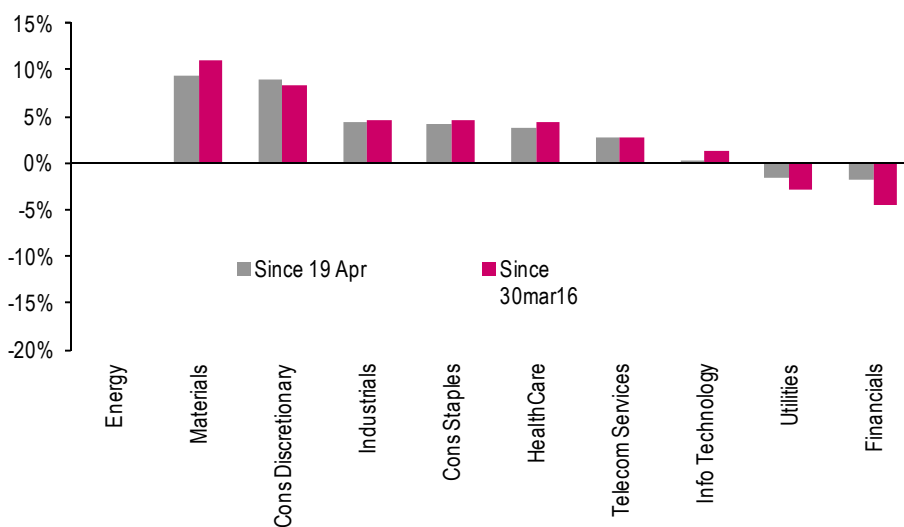
Revisões

Entre 30 de março e 23 de maio os setores de Materials e Cons. Discretionary tiveram as estimativas de EPS para o 1º trimestre revistas em alta, em 11,1% e 8,9%, respectivamente. Já Financials sofreu o corte mais significativo (-4,5%).

Sector	EPS Gr. 2016	EPS 16 revision (% change)		EPS Gr. 1Q16	revision (% change)		% change		
		Since 19Apr	Since 30mar16		Since 19 Apr	Since 30mar16	Since 30Mar16	YTD	2015
Materials	1,0%	3,18%	-7,7%	-9,6%	9,3%	11,1%	3,2%	7,2%	-10,4%
Cons Discretionary	12,5%	1,48%	-0,8%	22,4%	8,9%	8,4%	-2,4%	-1,1%	8,4%
Industrials	2,5%	-0,31%	-1,5%	112%	4,4%	4,7%	-2,0%	2,6%	-4,7%
Cons Staples	4,4%	0,46%	-1,9%	0,6%	4,3%	4,6%	-2,1%	2,9%	3,8%
HealthCare	8,2%	0,59%	-0,7%	7,6%	3,9%	4,4%	1,8%	-4,0%	5,2%
Telecom Services	-6,0%	0,14%	0,7%	7,7%	2,8%	2,8%	-6,0%	8,4%	-1,7%
Info Technology	3,7%	-1,80%	-3,9%	-5,4%	0,4%	1,4%	-4,3%	-2,1%	4,3%
Utilities	3,2%	-0,32%	-1,4%	-3,7%	-1,6%	-2,7%	-3,6%	9,8%	-8,4%
Financials	2,3%	-1,42%	-8,3%	-11,4%	-1,7%	-4,5%	2,5%	-3,0%	-3,5%
S&P 500	1,8%	-0,4%	-5,7%	-1,0%	2,6%	2,0%	-0,8%	0,2%	-0,7%

n.m. - base não comparável

S&P500 - Sector EPS 1Q16 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 69,8x, muito acima da média dos últimos dois anos (MA24 nas 29,7x), 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 15,3x, inferior à MA24 (16,9x).

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
HealthCare	15,3	-1,5	1,1	14,7	15,8	16,9	18,1	19,2	14,3	887,4	11%
Cons Discretionary	17,7	-1,5	0,8	17,4	18,1	18,9	19,6	20,4	17,5	654,6	7%
Telecom Services	13,2	-0,3	0,8	11,9	12,7	13,4	14,2	15,0	14,9	165,5	2%
Industrials	16,0	-0,2	0,7	14,8	15,5	16,1	16,8	17,4	14,9	479,8	1%
Financials	13,1	-0,2	0,6	12,0	12,6	13,1	13,7	14,3	13,0	314,1	1%
Info Technology	16,5	0,3	0,5	15,3	15,8	16,4	16,9	17,5	15,7	700,2	-1%
S&P 500	16,9	0,5	0,6	15,3	15,9	16,6	17,2	17,8	14,5	2006,8	-2%
Materials	17,3	0,4	1,2	14,5	15,7	16,8	18,0	19,2	15,4	285,3	-3%
Utilities	17,1	0,9	0,8	14,9	15,7	16,4	17,2	18,0	14,6	232,3	-4%
Cons Staples	20,4	1,0	1,1	17,2	18,2	19,3	20,3	21,4	16,4	504,9	-5%
Energy	69,8	2,1	19,0	-8,3	10,7	29,7	48,7	67,7	15,6	208,8	-58%

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 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	abr-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	dez-04
Compra	0%	0%	0%	0%	0%	55%	77%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	0%	0%	0%	0%	0%	23%	12%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	0%	0%	0%	0%	0%	18%	4%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	0%	0%	0%	0%	0%	5%	4%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	100%	100%	100%	100%	100%	0%	4%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	0,6%	-5,5%	-4,3%	15,7%	-26,8%	16,0%	2,9%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	5053	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 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