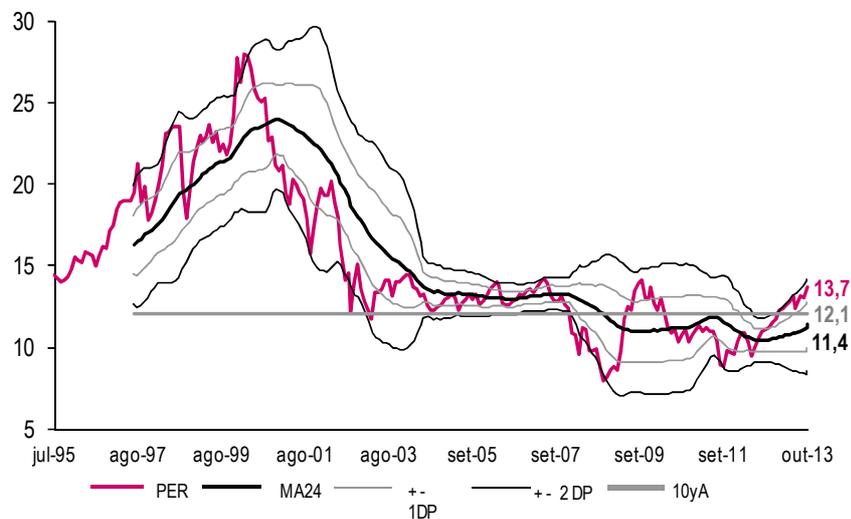


# Euro Earnings Watch

## Europa - Síntese

- De acordo com as estimativas atuais, os resultados **Euro Stoxx** devem crescer 8,2% em 2013 (taxa revista em baixa em 42pb na última quinzena) e 16,5% em 2014 (estimativa desceu 4pb). O EPS do índice europeu deve ganhar *momentum* entre 2012 e 2014 (CAGR 12,3%), depois de um crescimento médio negativo nos últimos 5 anos (-8,9%).
- Com base na cotação de fecho do dia 01 de outubro (296,7 pontos), o Euro Stoxx transaciona a um **PER** ajustado estimado de 13,7x, com um downside de 17% em relação à média dos últimos dois anos (11,4x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x). Apesar do índice europeu transacionar a um PER acima da média histórica, e já próximo da banda de dois desvios padrão superior calculada a partir da média móvel a dois anos, estamos sem dúvida a viver um **período de expansão de múltiplos**. Torna-se difícil perceber neste momento se este rácio vai estabilizar neste patamar, à semelhança do período 2003-2007, ou se pelo contrário poderá registar uma nova escalada, tal como ocorreu entre 1995 e 2000. A justificação prende-se com a melhoria das condições económicas na Zona Euro (revelada por indicadores qualitativos como o PMI Indústria e Serviços, ou mesmo pelo PIB), que faz com que os investidores estejam dispostos a pagar mais porque acreditam em maior crescimento de EPS nos próximos anos. E, se assim for, o mercado de ações deve responder de forma positiva, dado que a subida da cotação seria compensada por um ganho de *momentum* nos resultados.

Euro Stoxx - Adjusted PER



- No **pan-europeu**, todos os setores estão sobrevalorizados. Os mais distantes em relação ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos são Automobiles & Parts, Basic Resources e Media, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 9,9x, 13,2x e 16,3x, respetivamente, todos com downside de 23% relativamente ao valor médio.

Ramiro Loureiro,

Analista de mercados

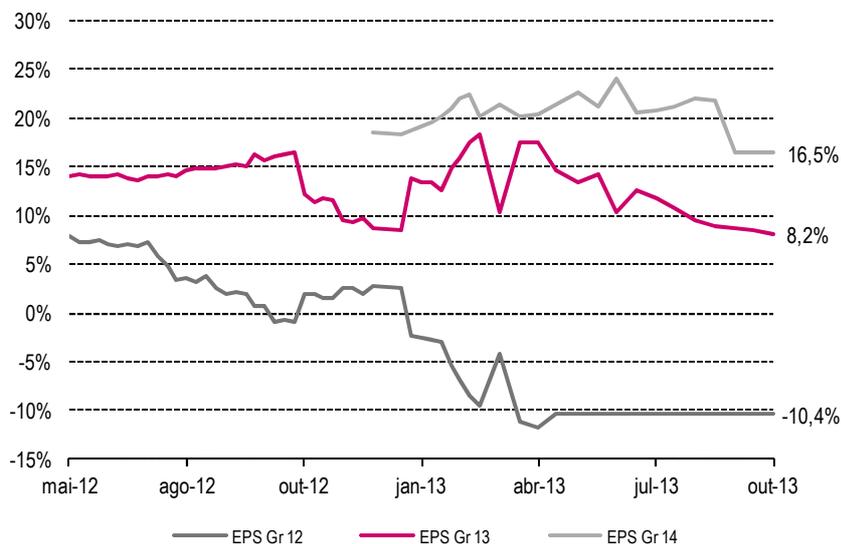
+351 21 003 78 56

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

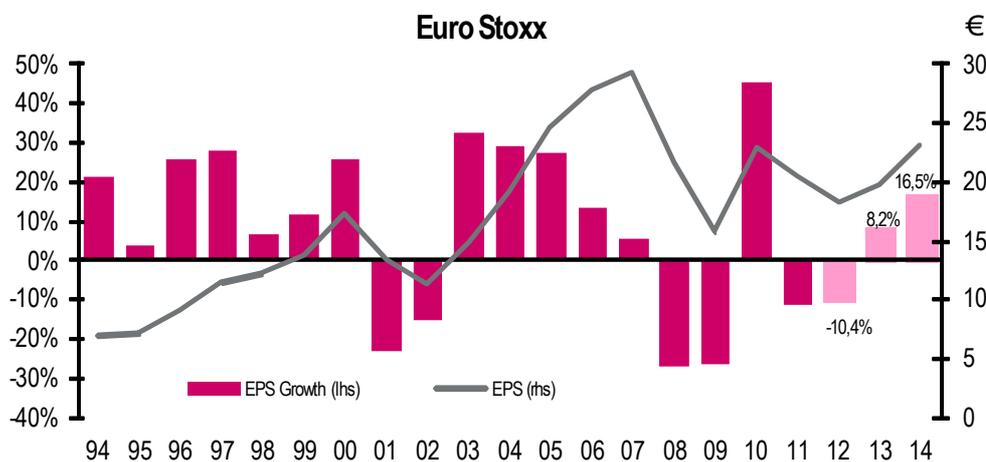
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados **Euro Stoxx** devem crescer 8,2% em 2013 (estimativa revista em baixa em 42pb na última quinzena) e 16,5% em 2014 (crescimento revisto em baixa em 4pb).

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve atingir os €19,76 em 2013 e €23,03 em 2014, ainda abaixo do atingido em 2006 (€27,8) e 2007 (€29,2).



\* Dados fechados até 2012 e estimados para 2013 e 2014

Múltiplos

Com base na cotação de fecho do dia 01 de outubro (296,7 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 13,7x, com um *downside* de 17% em relação à média dos últimos dois anos (11,4x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

Apesar do índice europeu transacionar a um PER acima da média histórica, e já próximo da banda de dois desvios padrão superior calculada a partir da média móvel a dois anos, estamos sem dúvida a viver um **período de expansão de múltiplos**. Torna-se difícil perceber neste momento se este rácio vai estabilizar neste patamar, à semelhança do período 2003-2007, ou se pelo contrário poderá registar uma nova escalada, tal como ocorreu entre 1995 e 2000. A justificação prende-se com a melhoria das condições económicas na Zona Euro (revelada por indicadores qualitativos como o PMI Indústria e Serviços, ou mesmo pelo PIB), que faz com que os investidores estejam dispostos a pagar mais porque acreditam em maior crescimento de EPS nos próximos anos. E, se assim for, o mercado de ações deve responder de forma positiva, dado que a subida da cotação seria compensada por um ganho de *momentum* nos resultados.

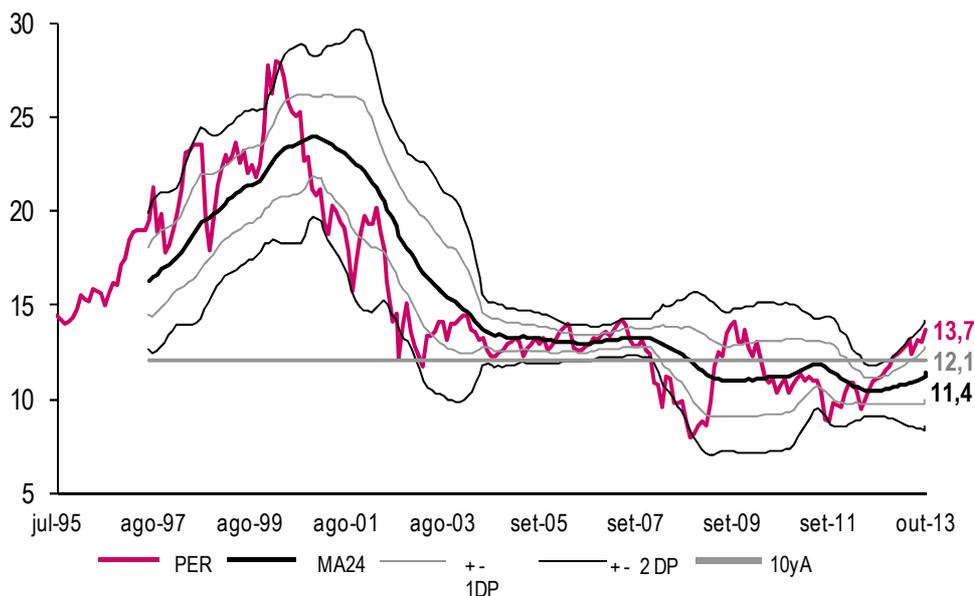
	Adjusted PER	#SD	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
DJ Euro Stoxx Bench	13,7	1,6	1,4	8,5	11,4	14,2	12,1	246,6	-17%

#SD – Desvio padrão face à média dos últimos dois anos

\* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E ajustado resulta da média ponderada do EPS 13 e EPS 14

Euro Stoxx - Adjusted PER



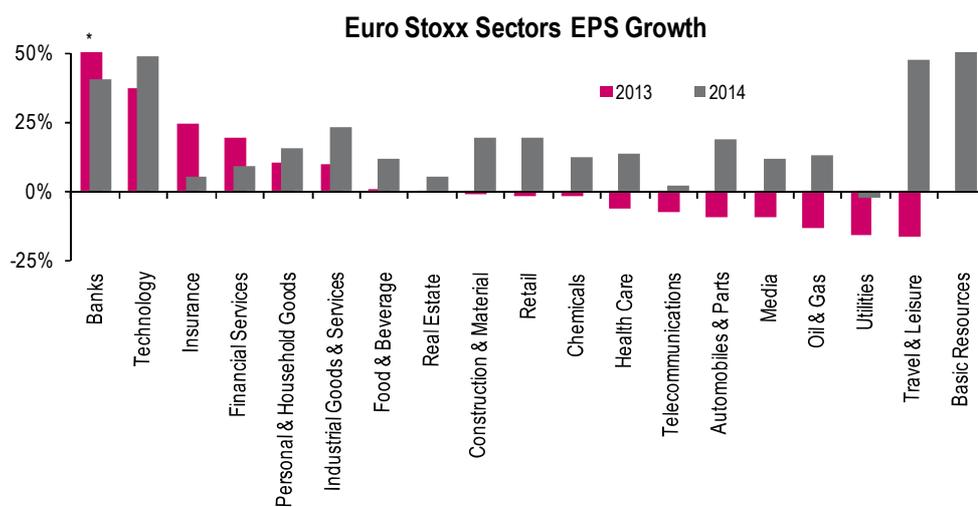
Análise Sectorial

Sectorialmente, **Banks** (+196%) deverá apresentar o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+37,4%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-16,7%) e **Utilities** (-16,0%) devem registar as maiores quebras. No caso do setor **Basic Resources**, a base de crescimento não é comparável, uma vez que o setor apresentou um EPS negativo em 2012, devendo regressar aos lucros este ano.

Os resultados do **Euro Stoxx** devem ganhar *momentum* entre 2012 e 2014 (CAGR 12,3%), depois de um crescimento médio negativo nos últimos 5 anos (-8,9%).

Euro Stoxx	Capitalização Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS		CAGR		Earnings Yield	Dividend Yield	P / BV	Change	
		2013	2014	2013	2014	T 3Y*	F 2Y*	2012	2012	2012	2012	YTD
Banks	445,07	14,6	10,4	196%	40,4%	-40,3%	103,9%	0,0%	4,1%	0,6	12%	15%
Technology	198,82	26,8	18,0	37,4%	49,0%	-0,4%	43,1%	2,7%	1,4%	3,2	27%	20%
Insurance	251,57	9,1	8,6	24,2%	5,6%	12,8%	14,5%	9,5%	4,1%	0,7	31%	18%
Financial Services	40,34	13,4	12,3	19,6%	9,1%	8,8%	14,2%	7,0%	3,8%	1,1	23%	23%
Personal & Household Goods	313,27	22,3	19,4	10,4%	15,3%	19,1%	12,8%	4,1%	1,9%	3,4	34%	15%
Industrial Goods & Services	475,25	17,8	14,5	9,8%	23,3%	18,8%	16,4%	4,7%	2,9%	2,3	27%	20%
Food & Beverage	343,09	19,0	17,0	0,3%	11,6%	10,7%	5,8%	5,3%	2,2%	3,3	35%	6%
Real Estate	54,06	16,0	15,2	-0,3%	5,5%	17,7%	2,6%	6,1%	5,0%	1,0	18%	1%
Construction & Material	128,70	16,1	13,5	-0,7%	19,4%	-0,2%	8,9%	6,2%	4,4%	1,1	20%	18%
Retail	173,69	20,7	17,3	-1,4%	19,5%	1,0%	8,6%	4,9%	2,7%	2,5	24%	20%
Chemicals	275,21	15,4	13,7	-2,0%	12,2%	23,5%	4,9%	6,6%	2,8%	2,4	19%	8%
Health Care	213,86	16,5	14,5	-6,4%	13,8%	2,5%	3,2%	6,4%	2,6%	2,0	13%	7%
Telecommunications	182,24	12,2	11,9	-7,5%	2,4%	-13,8%	-2,7%	8,7%	5,5%	1,3	13%	15%
Automobiles & Parts	301,52	10,8	9,1	-9,3%	18,5%	12,2%	3,7%	8,6%	3,4%	1,0	30%	26%
Media	123,88	18,1	16,1	-9,3%	11,9%	-4,9%	0,7%	6,1%	4,7%	2,2	-23%	22%
Oil & Gas	243,04	10,7	9,5	-13,4%	12,7%	15,0%	-1,2%	10,9%	5,3%	1,1	24%	4%
Utilities	299,83	11,4	11,7	-16,0%	-2,2%	-8,8%	-9,3%	10,4%	7,2%	0,8	0%	6%
Travel & Leisure	42,02	20,8	14,1	-16,7%	47,3%	84,5%	10,8%	3,9%	2,4%	1,7	-9%	18%
Basic Resources	60,10	21,3	13,9	n.m.	52,8%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	3%	0%
<b>Euro Stoxx</b>	<b>4165,57</b>	<b>14,8</b>	<b>12,7</b>	<b>8,2%</b>	<b>16,5%</b>	<b>-8,9%</b>	<b>12,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>3,6%</b>	<b>1,3</b>	<b>16%</b>	<b>14%</b>

\* T = Trailing 3 years (except Auto that remains 2yr), F = Forward  
n.m. - base não comparável



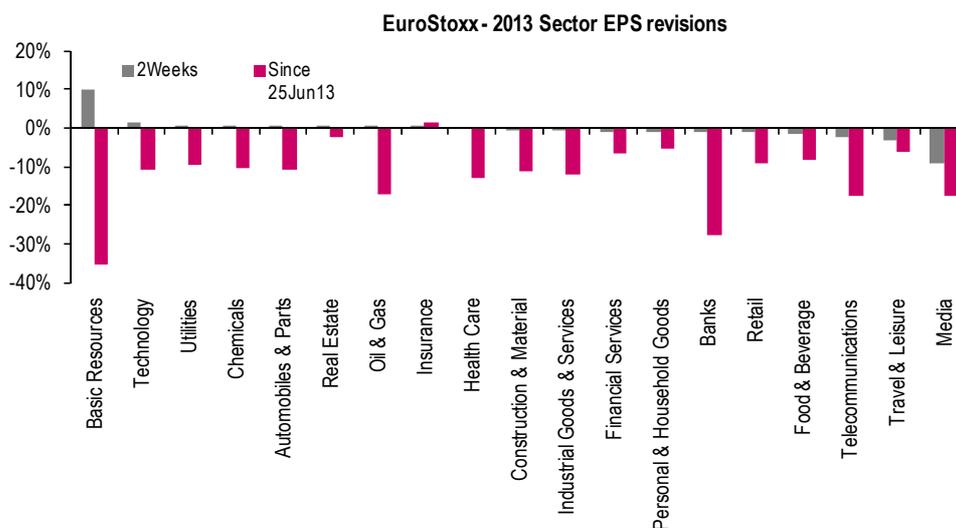
\*Crescimento estimado de EPS para 2013 de 196%, devido à base baixa de 2012.

Revisões

Na última quinzena, as estimativas de EPS para 2013 mais revistas em alta foram dos setores **Basic Resources** (+9,9%) e **Technology** (+1,3%). As mais revistas em baixa foram de **Media** (-9,1%) e **Travel & Leisure** (-3,4%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		2Weeks	Since 25Jun13	2Weeks	YTD	2012
Basic Resources	n.m.	9,9%	-35,3%	-3,8%	-15,4%	-16,3%
Technology	37,4%	1,3%	-10,9%	1,4%	22,2%	12,7%
Utilities	-16,0%	0,7%	-9,4%	-0,1%	5,5%	-0,7%
Chemicals	-2,0%	0,4%	-10,5%	0,2%	6,5%	4,9%
Automobiles & Parts	-9,3%	0,3%	-10,7%	1,2%	27,4%	21,1%
Real Estate	-0,3%	0,2%	-2,2%	2,5%	3,2%	-0,3%
Oil & Gas	-13,4%	0,2%	-17,2%	-0,8%	-0,2%	-3,1%
Insurance	24,2%	0,1%	1,4%	-0,5%	15,5%	13,4%
Health Care	-6,4%	-0,4%	-12,7%	0,8%	14,6%	15,1%
Construction & Material	-0,7%	-0,6%	-11,1%	1,5%	16,2%	8,4%
Industrial Goods & Services	9,8%	-0,8%	-12,0%	1,5%	17,5%	10,7%
Financial Services	19,6%	-1,0%	-6,4%	0,1%	23,0%	18,0%
Personal & Household Goods	10,4%	-1,1%	-5,4%	-0,7%	11,5%	11,0%
Banks	196,1%	-1,1%	-27,8%	0,2%	14,1%	10,3%
Retail	-1,4%	-1,1%	-8,9%	0,4%	18,6%	11,6%
Food & Beverage	0,3%	-1,5%	-8,4%	-1,2%	5,1%	5,5%
Telecommunications	-7,5%	-2,2%	-17,5%	3,7%	23,3%	10,0%
Travel & Leisure	-16,7%	-3,4%	-6,2%	-0,9%	16,0%	15,1%
Media	-9,3%	-9,1%	-17,7%	0,0%	23,4%	16,3%
<b>Euro Stoxx</b>	<b>8,2%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-13,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>13,8%</b>	<b>8,5%</b>

n.m.- Base EPS 12 negativa



## Múltiplos – Pan-europeu

No pan-europeu, todos os setores estão sobrevalorizados. Os mais distantes em relação ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos são **Automobiles & Parts**, **Basic Resources** e **Media**, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 9,9x, 13,2x e 16,3x, respetivamente, todos com *downside* de 23% relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Travel & Leisure	15,7	0,5	1,3	12,4	15,0	17,6	14,6	163,0	-4%
Food & Beverage	17,4	0,7	1,2	14,1	16,6	19,1	15,4	453,6	-5%
Personal & Household Goods	17,3	0,9	1,1	14,2	16,4	18,5	15,0	539,5	-5%
Real Estate	18,3	1,2	1,3	14,2	16,8	19,3	16,5	122,2	-9%
Oil & Gas	9,9	1,5	0,6	7,6	8,9	10,2	10,2	289,9	-10%
Health Care	14,9	1,3	1,4	10,2	13,1	15,9	14,4	492,5	-12%
Utilities	12,0	<b>2,1</b>	0,7	9,1	10,5	11,9	12,3	240,1	-12%
Technology	21,1	0,9	2,9	12,8	18,5	24,3	18,0	241,8	-12%
Chemicals	14,7	1,3	1,4	10,0	12,8	15,6	13,4	626,3	-13%
Financial Services	14,6	1,2	1,7	9,2	12,6	15,9	14,7	269,5	-14%
Insurance	9,6	1,4	1,0	6,3	8,3	10,2	9,1	175,7	-14%
<b>Stoxx 600</b>	<b>13,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,3</b>	<b>9,0</b>	<b>11,6</b>	<b>14,2</b>	<b>12,2</b>	<b>268,0</b>	<b>-14%</b>
Industrial Goods & Services	15,8	1,6	1,5	10,5	13,4	16,4	13,9	338,1	-15%
Retail	16,9	1,7	1,5	11,4	14,4	17,4	14,4	273,3	-15%
Construction & Materials	15,1	1,8	1,3	10,1	12,7	15,3	12,6	256,6	-16%
Banks	11,6	1,1	1,7	6,4	9,7	13,0	10,7	156,0	-16%
Telecommunications	12,8	<b>2,5</b>	1,0	8,3	10,3	12,3	11,7	222,2	-20%
Media	16,3	1,9	1,9	8,8	12,6	16,4	13,9	181,7	-23%
Basic Resources	13,2	1,4	2,1	5,9	10,2	14,4	11,2	305,6	-23%
Automobiles & Parts	9,9	1,7	1,3	4,9	7,6	10,2	13,4	337,2	-23%

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

\*\* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E ajustado resulta da média ponderada do EPS 13 e EPS 14

## Índices – Análise global

Os resultados do **PSI20** devem recuar 50,6% este ano, crescendo 281,8% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento este ano (47,5%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P / BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	14,2x	12x	7,5%	18,3%	6,4%	1,2x	10,2%
CAC 40 (FR)	13,6x	11,9x	8,2%	14,3%	6,9%	1,2x	15,3%
DAX (DE)	12,8x	11,6x	3,1%	10,7%	7,2%	1,5x	14,1%
Euro STOXX	14,8x	12,7x	22,8%	16,5%	5,9%	1,3x	13,8%
FTSE 100 (GB)	13,1x	11,9x	2,1%	10,7%	7,9%	1,8x	9,5%
IBEX 35 (ES)	14,9x	13,1x	47,5%	13,6%	4,9%	1,1x	14,4%
PSI 20 (PT)	66,1x	17,3x	-50,6%	281,8%	4,0%	1,2x	5,8%
SMI (CH)	15,7x	14,2x	14,1%	10,3%	5,6%	2,5x	18,1%
Ireland ISEQ Overall	24,3x	15,8x	39%	53%	3,2%	1,7x	26,1%
S&P 500 (US)	15,3x	13,8x	6,1%	11,1%	6,1%	2,3x	18,8%

Numa análise ao rácio *price/earnings* constata-se que a generalidade dos principais índices mundiais transaciona sobrevalorizado. O **PSI20** transaciona a um PER ajustado de 25,1x, com um *downside* de 32% em relação à média dos últimos dois anos (17,1x) e de 39% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,3x).

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
AEX (NL)	12,9	1,6	1,5	7,7	9,1	10,6	12,0	13,5	10,9	309,0	-18%
CAC 40 (FR)	12,7	1,7	1,3	7,9	9,2	10,5	11,8	13,1	11,7	3472,4	-17%
DAX (DE)	12,2	1,5	1,1	8,4	9,5	10,5	11,6	12,7	12,2	7518,8	-13%
Euro STOXX	13,7	1,6	1,4	8,5	10,0	11,4	12,8	14,3	12,2	247,1	-17%
FTSE 100 (GB)	12,4	1,2	1,2	8,6	9,8	10,9	12,1	13,3	10,1	5710,9	-12%
IBEX 35 (ES)	14,0	1,6	1,8	7,7	9,4	11,2	13,0	14,8	11,4	7465,1	-20%
PSI 20 (PT)	25,1	1,5	5,3	6,5	11,8	17,1	22,5	27,8	15,3	4086,4	-32%
SMI (CH)	14,8	1,3	1,3	10,6	11,9	13,2	14,4	15,7	13,6	7145,7	-11%
Ireland ISEQ Overall	18,7	0,9	1,1	15,6	16,7	17,8	18,9	19,9	9,8	4066,8	-5%
S&P 500 (US)	14,5	1,3	0,9	11,5	12,4	13,3	14,3	15,2	14,6	1556,1	-8%

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

\* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E ajustado resulta da média ponderada do EPS 13 e EPS 14

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”)

- Este relatório foi elaborado em nome de Millennium investment banking (Mib), marca registada do Banco Comercial Português, S.A. (Millennium bcp).
- O Millennium bcp é regulado pela Comissão de Mercado de Valores Mobiliários.
- 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.
- Em termos gerais o período de avaliação incluído neste relatório é o fim do ano corrente ou o fim do próximo ano.
- Risco é definido pelo analista em termos qualitativos (Alto, Médio, Baixo).
- Normalmente, atualizamos as nossas valorizações entre 3 e 9 meses.
- 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.
- O Millennium bcp pode ter relações comerciais com as empresas mencionadas neste relatório.
- O Millennium bcp espera receber ou tenciona receber comissões por serviços de banca de investimento prestados às empresas mencionadas neste relatório.
- As opiniões expressas acima, refletem opiniões pessoais dos analistas. Os analistas não recebem e não 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.
- A remuneração dos analistas é parcialmente suportada pela rentabilidade do grupo BCP, a qual inclui proveitos de banca de investimento.
- O grupo BCP detém mais de 2% da EDP.
- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a EDP, relativamente à 8ª fase do processo de privatização.
- O grupo BCP foi escolhido para avaliar a REN, relativamente à 2ª fase do processo de privatização.
- Um membro do Conselho de Administração Executivo do Millennium bcp é membro do Conselho Geral e de Supervisão da empresa EDP - Energias de Portugal, S.A..
- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (atualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "joint global coordinator", de IPO (Initial Public Offering) da EDP Renováveis.
- O Banco Millennium bcp Investimento, S.A. (atualmente incorporado no Millennium bcp) integrou o consórcio, como "Co-leader", da operação de aumento de capital do BES, realizada em Abril 2009.
- O Millennium bcp integrou o consórcio, como "Co-Manager", da operação de aumento de capital do BES, realizada em Maio 2012.
- Millenniumbcp através da sua área de Banca de Investimentos presta serviços de banca de investimento à Tagus Holdings S.a.r.l. (“Oferente” no lançamento da oferta pública de aquisição das ações Brisa - Autoestradas de Portugal, S.A.).

### Recomendações s/ empresas analisadas pelo Millennium bcp (%)

Recomendação	set-13	jun-13	mar-13	dez-12	jun-12	dez-11	dez-10	dez-09	dez-08	dez-07	dez-06	dez-05	dez-04
Compra	59%	77%	76%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	9%	9%	10%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	63%
Reduzir	18%	14%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	63%
Vender	14%	0%	0%	4%	7%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	7.1%	-4.6%	3.0%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	ni
PSI 20	5,954	5,557	5,822	5,655	4,698	5,494	7,588	8,464	6,341	13,019	11,198	8,619	7,6

### 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. José Malhoa, Lote 27 - 5  
1099-010 Lisboa

#### **Portugal**

Telephone +351 21 003 7811

Fax +351 21 003 7819 / 39

#### **Equity Team**

Luis Feria - Head of Equities

#### **Equity Research +351 21 003 7820**

António Seladas, CFA - Head (Industrials and Small Caps)

Alexandra Delgado, CFA (Telecoms and IT)

João Flores (Media and Retail)

Vanda Mesquita (Banks, Utilities and Oil&Gas)

Ramiro Loureiro (Market Analysis)

Sónia Martins (Market Analysis)

Sónia Primo (Publishing)

#### **Prime Brokerage +351 21 003 7855**

Vitor Almeida

#### **Equity Sales/Trading +351 21 003 7850**

Paulo Cruz - Head

Gonçalo Lima

Jorge Caldeira

Nuno Sousa

Paulo Santos

Pedro Ferreira Cruz

Pedro Gonçalves

Pedro Lalanda

#### **Equity Derivatives +351 21 003 7890**

Maria Cardoso Baptista, CFA - Head

Ana Lagarehos

Diogo Justino

Marco Barata