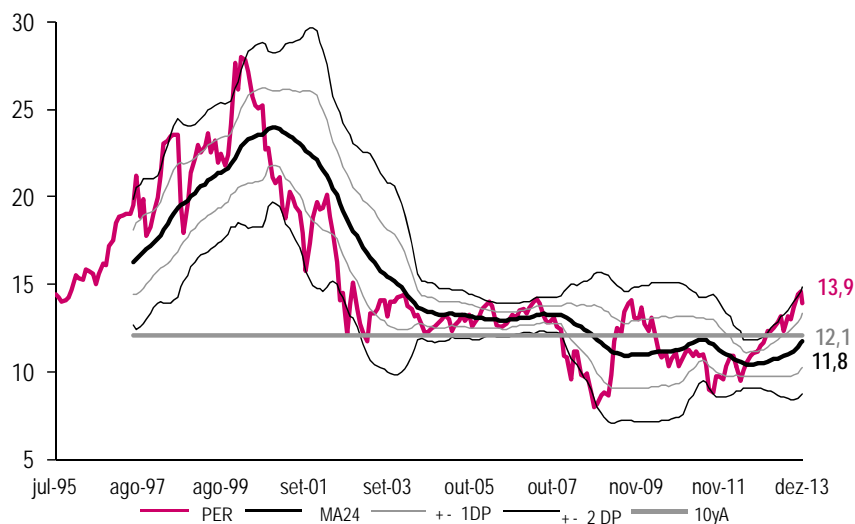


Euro Earnings Watch

Europa - Síntese

- Os analistas preveem que os resultados do **Euro Stoxx** cresçam 3,9% em 2013 (estimativa revista em baixa em 90pb na última quinzena), menos de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para o próximo ano aponta-se um crescimento de 18,3%, taxa revista em alta em 27pb.
- Com base na cotação de fecho do dia 10 de dezembro (312,0 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 13,9x, com um *downside* de 15% em relação à média dos últimos dois anos (11,8x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

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 Telecommunications, Automobiles & Parts e Media, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 14,2x, 10,2x e 16,8x, respetivamente, com *downside* de 25%, 22% e 22%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

A nível global, os resultados do **PSI20** devem crescer 2,2% este ano, subindo 66,7% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento em 2013 (36,5%). 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 20,8x, com um *downside* de 15% em relação à média dos últimos dois anos (17,7x) e de 26% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,3x).

-

Sónia Martins,

Analista de mercados

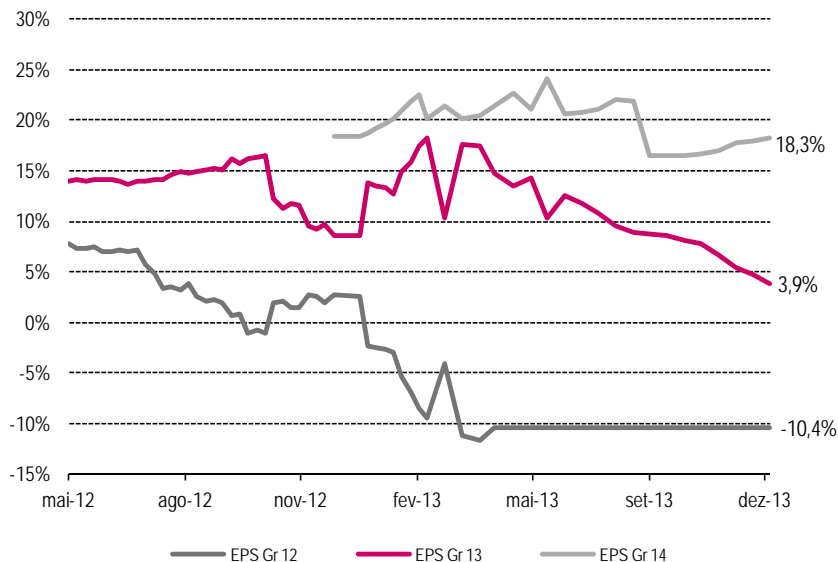
+351 21 003 78 64

sonia.martins@millenniumbcp.pt

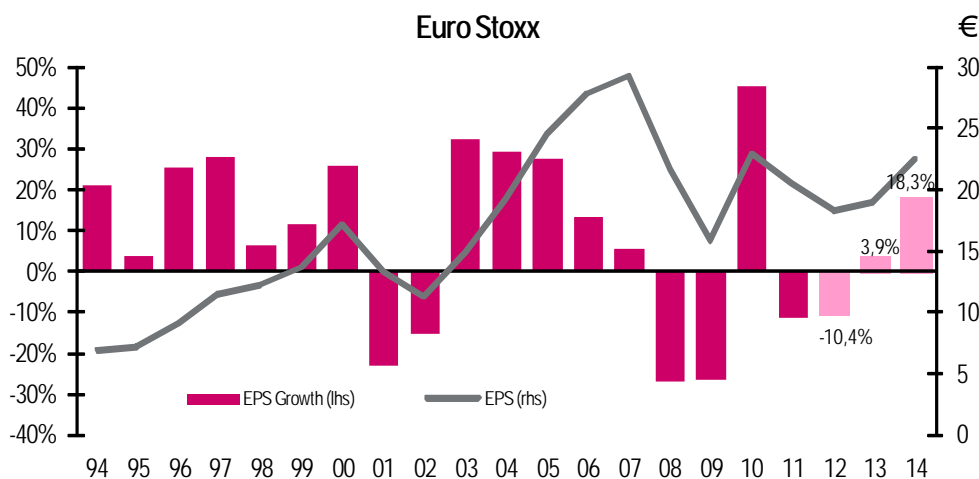
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados do **Euro Stoxx** devem crescer 3,9% em 2013 (estimativa revista em baixa em 90pb na última quinzena), menos de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para o próximo ano aponta-se um crescimento de 18,3%, taxa revista em alta em 27pb.

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve atingir os €18,98 em 2013 e €22,45 em 2014, abaixo do atingido em 2005 (€24,5), 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 10 de dezembro (312,0 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 13,9x, com um *downside* de 15% em relação à média dos últimos dois anos (11,8x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x).

	Adjusted PER	#SD	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
DJ Euro Stoxx Bench	13,9	1,4	1,5	8,8	11,8	14,8	12,1	254,5	-15%

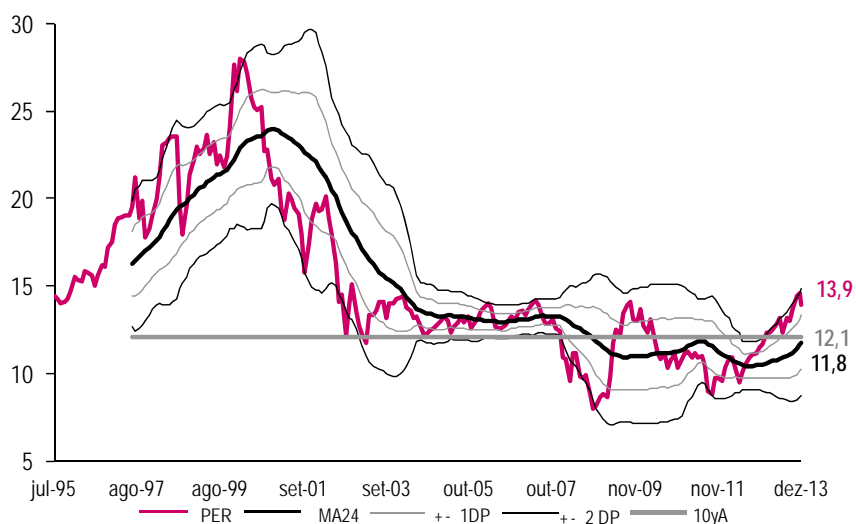
#SD - Desvio padrão face à média dos últimos dois anos

* - Utilizando PER médio de 24M

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

Apesar do índice europeu transacionar a um PER acima da média histórica, e na 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**. Continua a ser difícil perceber 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. Ainda assim, seria desejável estarmos a assistir a revisões em alta de estimativas de *earnings* para os próximos dois anos, de forma a sustentar uma subida nos mercados acionistas, mas o que se está a verificar é o processo inverso, como descrito acima, o que a continuar pode gerar pressão no curto prazo.

Euro Stoxx - Adjusted PER



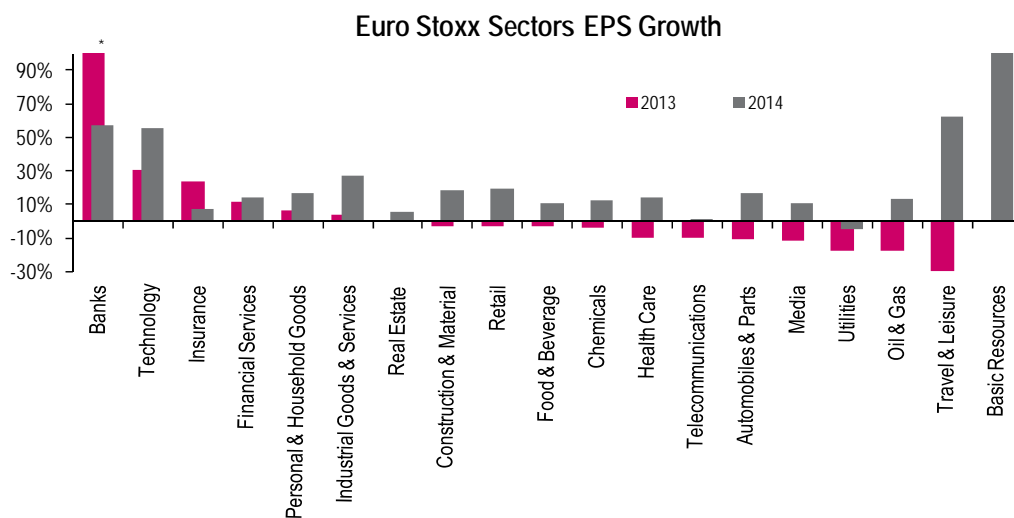
Análise Sectorial

Sectorialmente, **Banks** (+158%) deverá apresentar o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+30,5%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-29,8%) e **Oil & Gas** (-18,1%) 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 10,9%), 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	472,19	18,1	11,5	158%	56,8%	-40,3%	101,1%	0,0%	4,1%	0,6	12%	20%
Technology	205,93	29,7	19,1	30,5%	55,5%	-0,4%	42,4%	2,6%	1,4%	3,2	27%	24%
Insurance	268,07	10,0	9,3	23,3%	7,5%	12,8%	15,1%	8,9%	4,1%	0,7	31%	25%
Financial Services	40,63	14,8	13,0	11,4%	14,0%	8,8%	12,7%	7,0%	3,8%	1,1	23%	24%
Personal & Household Goods	306,10	23,0	19,7	6,2%	16,6%	19,1%	11,3%	4,2%	1,9%	3,4	34%	12%
Industrial Goods & Services	498,29	19,3	15,2	3,9%	26,7%	18,8%	14,8%	4,7%	2,9%	2,3	27%	20%
Real Estate	54,93	16,3	15,5	-0,2%	5,1%	17,7%	2,4%	6,0%	5,0%	1,0	35%	2%
Construction & Material	126,49	16,6	14,0	-3,1%	18,8%	-0,2%	7,3%	6,3%	4,4%	1,1	18%	16%
Retail	176,06	21,5	18,0	-3,2%	19,4%	1,0%	7,6%	4,9%	2,7%	2,5	20%	20%
Food & Beverage	341,11	19,2	17,4	-3,2%	10,5%	10,7%	3,4%	5,4%	2,2%	3,3	24%	4%
Chemicals	286,97	16,5	14,7	-3,7%	12,1%	23,5%	3,9%	6,3%	2,8%	2,4	19%	11%
Health Care	218,72	17,4	15,2	-9,7%	14,4%	2,5%	1,6%	6,4%	2,6%	2,0	13%	7%
Telecommunications	185,25	12,9	12,8	-10,2%	0,4%	-13,8%	-5,1%	8,6%	5,5%	1,3	13%	16%
Automobiles & Parts	319,45	11,5	9,9	-10,7%	16,5%	12,2%	2,0%	8,4%	3,4%	1,0	30%	30%
Media	128,24	19,5	17,6	-12,1%	10,9%	-4,9%	-1,3%	5,9%	4,7%	2,2	-23%	26%
Utilities	307,31	12,0	12,6	-17,6%	-4,8%	-8,8%	-11,4%	10,3%	7,2%	0,8	24%	7%
Oil & Gas	236,94	11,1	9,8	-18,1%	13,1%	15,0%	-3,7%	11,2%	5,3%	1,1	0%	1%
Travel & Leisure	42,67	25,5	15,7	-29,8%	62,5%	84,5%	6,8%	3,8%	2,4%	1,7	-9%	18%
Basic Resources	64,00	31,2	15,3	n.m.	104,0%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	3%	7%
Euro Stoxx	4279,35	16,0	13,5	3,9%	18,3%	-8,9%	10,9%	5,8%	3,6%	1,3	16%	15%

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



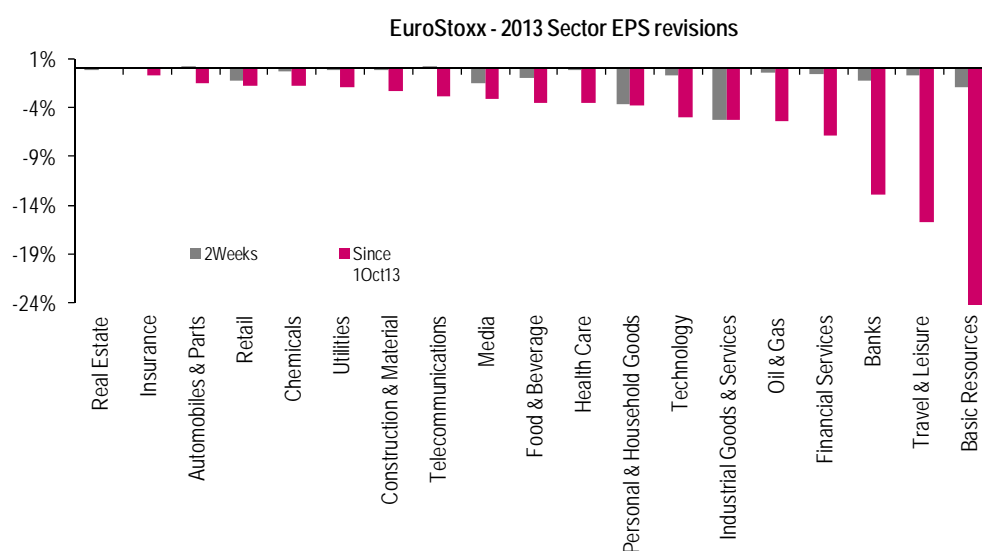
*Crescimento estimado de EPS para 2013 de 158%, devido à base baixa de 2012.

Revisões

Na última quinzena, as estimativas de EPS para 2013 mais revistas em alta foram do setor **Automobiles & Parts** (+0,2%) e Telecommunications (+0,2%). As mais revistas em baixa foram de **Industrial Goods & Services** (-5,3%) e **Personal & Household Goods** (-3,7%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		2Weeks	Since 1Oct13	2Weeks	YTD	2012
Automobiles & Parts	-10,7%	0,2%	-1,5%	-3,3%	30,8%	21,1%
Telecommunications	-10,2%	0,2%	-2,9%	-1,7%	26,9%	10,0%
Insurance	23,3%	0,0%	-0,8%	-1,9%	21,6%	13,4%
Construction & Material	-3,1%	-0,1%	-2,4%	-3,7%	14,5%	8,4%
Utilities	-17,6%	-0,2%	-2,0%	-3,4%	3,9%	-0,7%
Real Estate	-0,2%	-0,2%	0,1%	-1,9%	3,8%	-0,3%
Health Care	-9,7%	-0,2%	-3,6%	-2,7%	16,0%	15,1%
Chemicals	-3,7%	-0,3%	-1,8%	-1,4%	8,9%	4,9%
Oil & Gas	-18,1%	-0,4%	-5,4%	-2,5%	0,2%	-3,1%
Financial Services	11,4%	-0,5%	-6,9%	-0,5%	26,8%	18,0%
Technology	30,5%	-0,7%	-5,1%	-2,0%	22,1%	12,7%
Travel & Leisure	-29,8%	-0,7%	-15,8%	-0,6%	20,5%	15,1%
Food & Beverage	-3,2%	-1,0%	-3,5%	-1,6%	6,2%	5,5%
Retail	-3,2%	-1,2%	-1,8%	-3,3%	16,0%	11,6%
Banks	158,0%	-1,2%	-12,9%	-2,3%	14,0%	10,3%
Media	-12,1%	-1,5%	-3,1%	-2,5%	26,5%	16,3%
Basic Resources	n.m.	-1,9%	-25,5%	-0,7%	-16,6%	-16,3%
Personal & Household Goods	6,2%	-3,7%	-3,8%	-3,0%	10,5%	11,0%
Industrial Goods & Services	3,9%	-5,3%	-5,3%	-2,5%	15,9%	10,7%
Euro Stoxx	3,9%	-0,9%	-4,0%	-2,8%	15,3%	8,5%

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 **Telecommunications**, **Automobiles & Parts** e **Media**, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 14,2x, 10,2x e 16,8x, respetivamente, com *downside* de 25%, 22% e 22%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Personal & Household Good	17,2	0,6	1,0	14,6	16,6	18,6	15,1	546,7	-3%
Travel & Leisure	16,1	0,8	1,0	13,4	15,4	17,3	14,6	168,5	-5%
Food & Beverage	17,9	0,8	1,2	14,6	16,9	19,2	15,5	455,8	-5%
Technology	20,6	0,6	2,5	14,1	19,1	24,2	17,8	256,6	-7%
Real Estate	18,3	1,2	1,3	14,3	16,8	19,4	16,6	123,2	-8%
Oil & Gas	10,2	1,6	0,7	7,7	9,1	10,5	10,2	287,2	-11%
Health Care	15,2	1,2	1,5	10,5	13,4	16,3	14,3	500,8	-12%
Industrial Goods & Services	15,7	1,3	1,4	11,0	13,8	16,7	14,0	345,4	-12%
Retail	16,7	1,2	1,6	11,5	14,7	18,0	14,5	277,4	-12%
Construction & Materials	14,9	1,3	1,5	10,2	13,1	16,0	12,7	262,6	-12%
Chemicals	15,2	1,4	1,4	10,5	13,3	16,0	13,4	641,5	-13%
Stoxx 600	13,8	1,4	1,4	9,2	12,0	14,7	12,2	272,5	-13%
Utilities	12,4	1,8	0,9	8,8	10,7	12,6	12,4	232,4	-14%
Banks	11,9	1,0	1,7	6,8	10,1	13,4	10,7	159,1	-14%
Insurance	10,0	1,4	1,1	6,4	8,5	10,7	9,1	183,1	-15%
Financial Services	15,3	1,3	1,9	9,2	12,9	16,6	14,7	272,6	-16%
Basic Resources	13,1	1,2	2,1	6,6	10,7	14,8	11,2	321,4	-18%
Media	16,8	1,7	2,2	8,8	13,2	17,5	13,9	188,2	-22%
Automobiles & Parts	10,2	1,5	1,5	5,0	7,9	10,9	13,4	352,0	-22%
Telecommunications	14,2	2,3	1,5	7,7	10,7	13,7	11,7	214,9	-25%

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 crescer 2,2% este ano, subindo 66,7% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento em 2013 (36,5%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P/BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	15.5x	12.4x	1,0%	25,1%	6,4%	1.2x	12,5%
CAC 40 (FR)	14.5x	12.5x	10,4%	15,9%	6,6%	1.2x	12,4%
DAX (DE)	14.2x	12.8x	0,6%	10,9%	6,9%	1.5x	19,7%
Euro STOXX	16x	13.5x	17,9%	18,3%	5,8%	1.3x	15,3%
FTSE 100 (GB)	13.9x	12.6x	-2,0%	10,2%	7,8%	1.8x	10,6%
IBEX 35 (ES)	16.7x	14x	36,5%	19,7%	4,9%	1.1x	15,6%
PSI 20 (PT)	31x	18.6x	2,2%	66,7%	3,3%	1.2x	14,5%
SMI (CH)	16.1x	14.7x	11,7%	9,7%	5,7%	2.5x	16,8%
Ireland ISEQ Overall	27.4x	17x	34%	61%	3,1%	1.7x	29,9%
S&P 500 (US)	16.5x	15x	5,7%	10,2%	5,7%	2.3x	26,4%

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 20,8x, com um *downside* de 15% em relação à média dos últimos dois anos (17,7x) e de 26% 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)	13,0	1,3	1,5	7,9	9,4	10,9	12,5	14,0	10,9	325,8	-15%
CAC 40 (FR)	12,8	1,3	1,4	8,1	9,5	10,9	12,3	13,7	11,6	3485,6	-15%
DAX (DE)	13,0	1,8	1,2	8,6	9,7	10,9	12,1	13,2	12,2	7662,5	-16%
Euro STOXX	13,9	1,4	1,5	8,8	10,3	11,8	13,3	14,9	12,2	254,9	-15%
FTSE 100 (GB)	12,9	1,4	1,2	8,9	10,1	11,3	12,4	13,6	10,2	5715,7	-12%
IBEX 35 (ES)	14,5	1,4	2,0	7,7	9,7	11,7	13,7	15,7	11,5	7631,3	-19%
PSI 20 (PT)	20,8	0,6	5,1	7,6	12,6	17,7	22,8	27,9	15,3	5517,0	-15%
SMI (CH)	14,9	1,1	1,3	10,8	12,1	13,4	14,8	16,1	13,5	7209,3	-10%
Ireland ISEQ Overall	18,8	0,7	1,1	15,8	16,9	18,0	19,1	20,2	9,9	4223,3	-4%
S&P 500 (US)	15,3	1,7	1,0	11,7	12,7	13,6	14,6	15,5	14,5	1607,1	-11%
Bovespa (BR)	11,0	-0,3	3,8	4,5	8,2	12,0	15,8	19,5	10,5	55615,7	9%
Nikkei 225 (JP)	19,0	1,5	2,9	8,7	11,6	14,5	17,4	20,4	17,7	11949,7	-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

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	nov-13	out-13	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
Compra	41%	41%	59%	77%	76%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63
Manter	23%	23%	9%	9%	10%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6
Reduzir	14%	14%	18%	14%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6
Vender	23%	23%	14%	0%	0%	4%	7%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0
Sem Recom./Sob Revisão	0%	0%	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25
Variação	4,7%	4,9%	7,1%	-4,6%	3,0%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	ni
PSI 20	6538	6246	5954	5557	5822	5655	4698	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619	761

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 21 003 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 Lagarelhos

Diogo Justino

Marco Barata