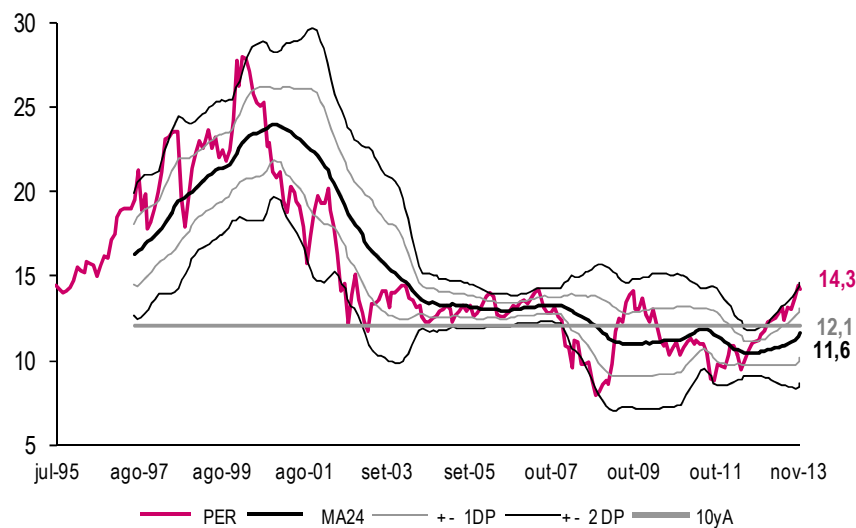


Euro Earnings Watch

Europa - Síntese

- Os analistas preveem que os resultados do **Euro Stoxx** cresçam 5,5% em 2013 (estimativa revista em baixa em 121pb na última quinzena), cerca de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para o próximo ano aponta-se um crescimento de 17,8%, taxa revista em alta em 78pb (o que se deve exclusivamente ao facto da estimativa de EPS absoluto para 2013 ter sido mais cortada que para 2014).
- Com base na cotação de fecho de 12 de novembro (307 pontos), o Euro Stoxx transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,3x, com um downside de 19% em relação à média dos últimos dois anos (11,6x) e acima da média dos últimos 10 anos (12,1x). 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



- No pan-europeu, todos os **setores** estão sobrevalorizados. Os mais distantes em relação ao seu PER ajustado médio dos últimos dois anos são Media, Automobiles & Parts e Telecommunications, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 17,2x, 10,2x e 13,6x, respetivamente, com downside de 25%, 24% e 23%, respetivamente, relativamente ao valor médio.
- A nível global, os resultados do **PSI20** devem crescer 1,3% este ano, subindo 70,8% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento em 2013 (36,8%). 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 21,4x, com um *downside* de 19% em relação à média dos últimos dois anos (17,4x) e de 28% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,3x).

Ramiro LOureiro,

Analista de mercados

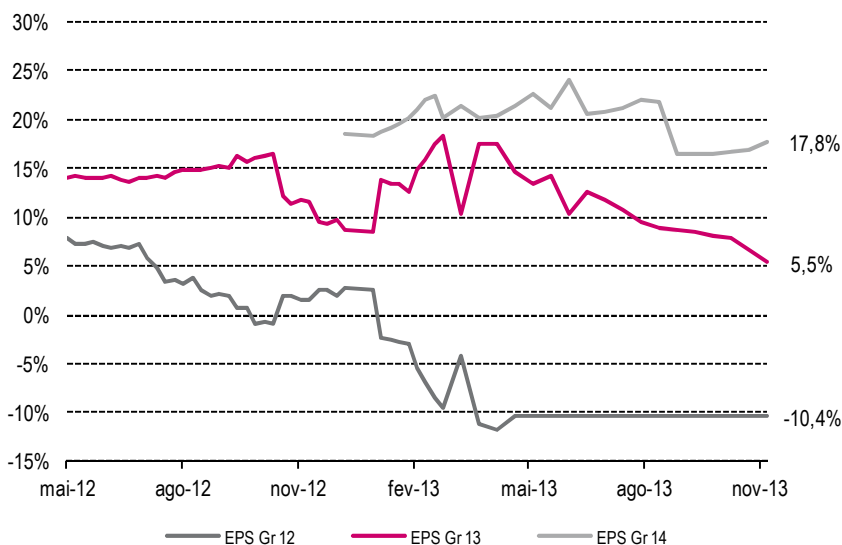
+351 21 003 78 56

ramiro.loureiro@millenniumbcp.pt

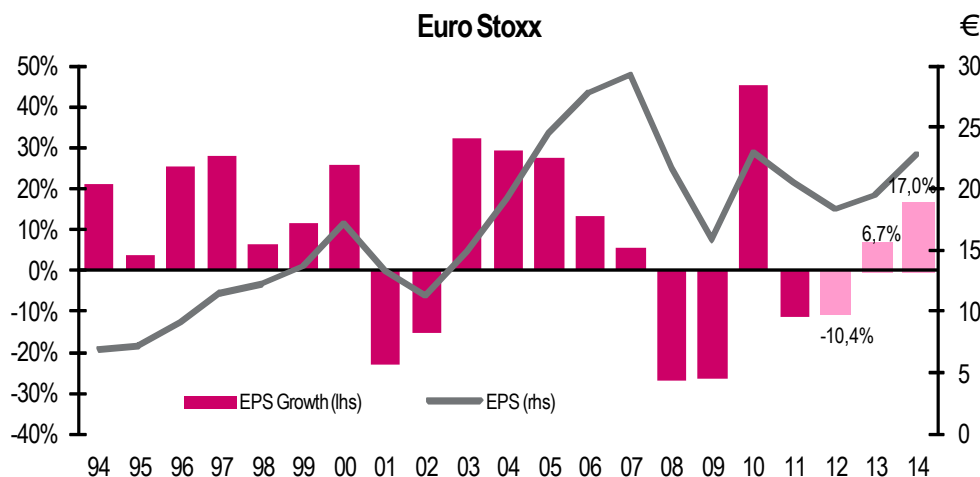
Euro Stoxx - Perspetivas

Os resultados do **Euro Stoxx** devem crescer 5,5% em 2013 (estimativa revista em baixa em 121pb na última quinzena), cerca de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para o próximo ano aponta-se um crescimento de 17,8%, taxa revista em alta em 78pb, o que se deve exclusivamente ao facto da estimativa de EPS absoluto para 2013 ter sido mais cortada que para 2014.

Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve atingir os €19,27 em 2013 e €22,69 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 12 de novembro (307 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,3x, com um *downside* de 19% em relação à média dos últimos dois anos (11,6x) 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	14,3	1,8	1,5	8,7	11,6	14,6	12,1	250,4	-19%

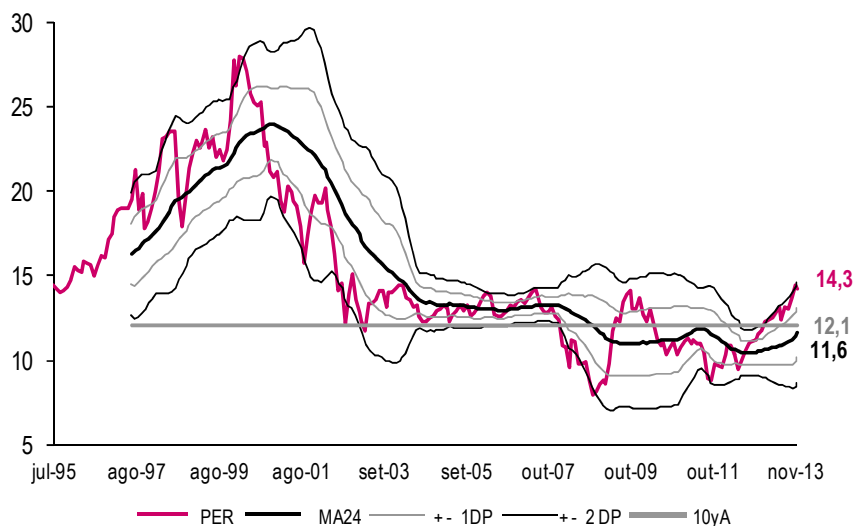
#SD – Desvio padrão face à média dos últimos dois anos

* - 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



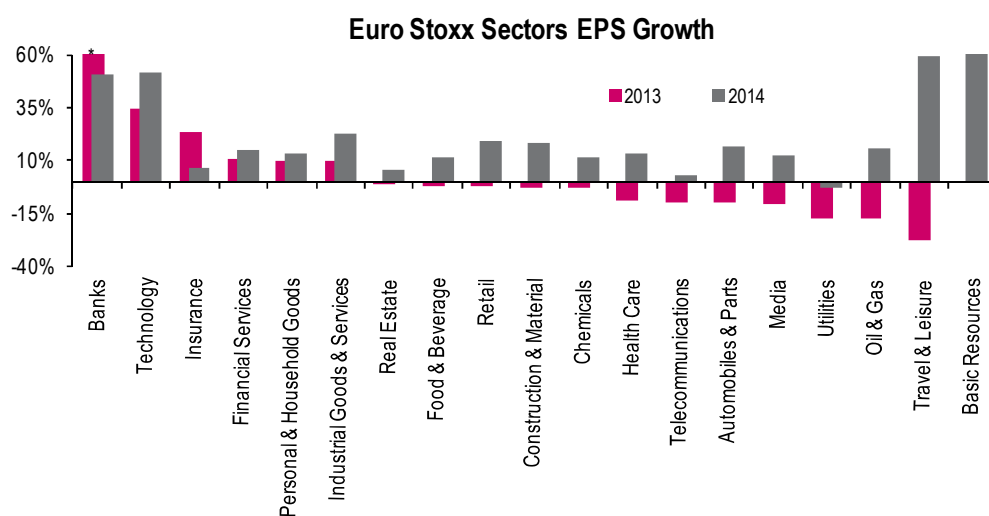
Análise Sectorial

Sectorialmente, **Banks** (+169%) deverá apresentar o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+34,5%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-27,3%) e **Oil & Gas** (-17,5%) 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 11,4%), 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	482,22	17,6	11,7	169%	50,8%	-40,3%	101,6%	0,0%	4,1%	0,6	12%	22%
Technology	203,66	28,5	18,8	34,5%	51,8%	-0,4%	42,9%	2,7%	1,4%	3,2	27%	22%
Insurance	272,39	10,1	9,5	23,6%	6,6%	12,8%	14,8%	8,8%	4,1%	0,7	31%	27%
Financial Services	40,82	14,8	12,9	10,9%	14,8%	8,8%	12,9%	7,0%	3,8%	1,1	23%	23%
Personal & Household Goods	311,20	22,6	19,9	9,9%	13,4%	19,1%	11,6%	4,1%	1,9%	3,4	34%	15%
Industrial Goods & Services	499,67	18,7	15,3	9,9%	22,5%	18,8%	16,0%	4,6%	2,9%	2,3	27%	23%
Real Estate	56,23	16,7	15,9	-0,4%	5,2%	17,7%	2,4%	5,9%	5,0%	1,0	35%	5%
Food & Beverage	352,03	19,5	17,5	-1,7%	11,2%	10,7%	4,5%	5,2%	2,2%	3,3	18%	8%
Retail	179,52	21,7	18,2	-1,8%	18,9%	1,0%	8,1%	4,7%	2,7%	2,5	20%	24%
Construction & Material	133,09	17,4	14,7	-2,9%	18,5%	-0,2%	7,3%	6,0%	4,4%	1,1	24%	22%
Chemicals	285,65	16,3	14,6	-3,2%	11,7%	23,5%	4,0%	6,3%	2,8%	2,4	19%	12%
Health Care	222,40	17,8	15,6	-9,0%	13,6%	2,5%	1,7%	6,2%	2,6%	2,0	13%	11%
Telecommunications	191,28	13,3	13,0	-10,1%	2,6%	-13,8%	-3,9%	8,3%	5,5%	1,3	13%	20%
Automobiles & Parts	314,32	11,3	9,7	-10,1%	16,6%	12,2%	2,4%	8,4%	3,4%	1,0	30%	30%
Media	131,79	19,9	17,8	-10,9%	12,0%	-4,9%	-0,1%	5,7%	4,7%	2,2	-23%	29%
Utilities	316,76	12,3	12,7	-17,1%	-17,1%	-8,8%	-10,5%	10,0%	7,2%	0,8	24%	11%
Oil & Gas	247,79	11,5	10,0	-17,5%	15,8%	15,0%	-2,3%	10,8%	5,3%	1,1	0%	6%
Travel & Leisure	42,21	24,3	15,3	-27,3%	59,0%	84,5%	7,5%	3,9%	2,4%	1,7	-9%	17%
Basic Resources	66,79	30,4	15,5	n.m.	96,1%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	3%	11%
Euro Stoxx	4349,82	16,0	13,6	5,5%	17,8%	-8,9%	11,4%	5,7%	3,6%	1,3	16%	18%

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



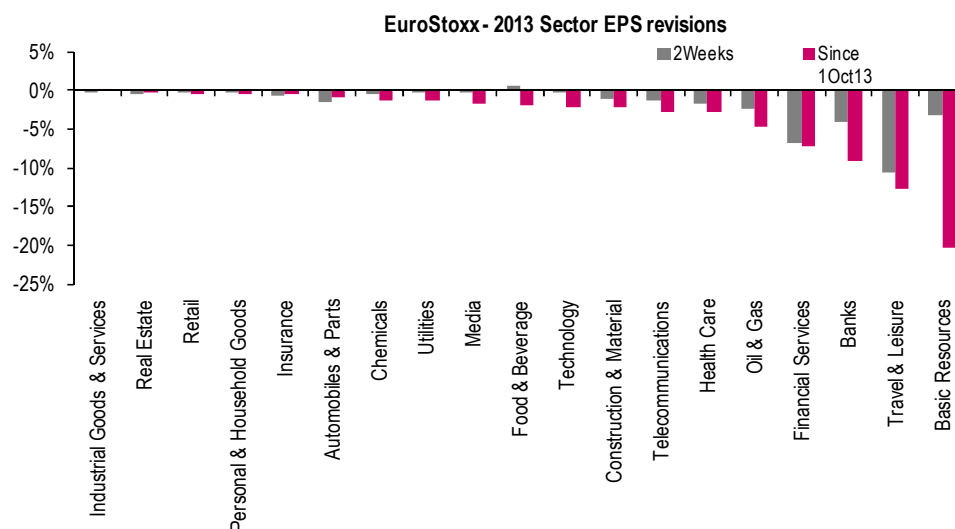
*Crescimento estimado de EPS para 2013 de 169%, devido à base baixa de 2012.

Revisões

Na última quinzena, as únicas estimativas de EPS para 2013 revistas em alta foram do setor **Food & Beverage** (+0,6%). As mais revistas em baixa foram de **Travel & Leisure** (-10,6%) e **Financial Services** (-6,8%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		2Weeks	Since 10Oct13	2Weeks	YTD	2012
Food & Beverage	-1,7%	0,6%	-2,0%	0,2%	8,5%	5,5%
Media	-10,9%	-0,1%	-1,8%	0,8%	29,6%	16,3%
Industrial Goods & Services	9,9%	-0,2%	0,1%	0,9%	18,6%	10,7%
Technology	34,5%	-0,2%	-2,1%	1,4%	21,2%	12,7%
Personal & Household Goods	9,9%	-0,2%	-0,4%	0,4%	13,9%	11,0%
Utilities	-17,1%	-0,3%	-1,4%	0,1%	8,4%	-0,7%
Retail	-1,8%	-0,3%	-0,4%	-0,7%	19,7%	11,6%
Chemicals	-3,2%	-0,5%	-1,3%	0,5%	9,4%	4,9%
Real Estate	-0,4%	-0,5%	-0,1%	-1,1%	6,0%	-0,3%
Insurance	23,6%	-0,6%	-0,5%	0,7%	23,3%	13,4%
Construction & Material	-2,9%	-1,1%	-2,2%	1,2%	20,0%	8,4%
Telecommunications	-10,1%	-1,2%	-2,8%	-0,8%	29,0%	10,0%
Automobiles & Parts	-10,1%	-1,5%	-0,9%	2,1%	31,0%	21,1%
Health Care	-9,0%	-1,7%	-2,8%	1,5%	18,4%	15,1%
Oil & Gas	-17,5%	-2,3%	-4,8%	-0,6%	3,1%	-3,1%
Basic Resources	n.m.	-3,2%	-20,2%	0,4%	-12,1%	-16,3%
Banks	169,3%	-4,1%	-9,0%	-1,0%	16,6%	10,3%
Financial Services	10,9%	-6,8%	-7,2%	-1,5%	25,3%	18,0%
Travel & Leisure	-27,3%	-10,6%	-12,8%	1,5%	19,0%	15,1%
Euro Stoxx	5,5%	-1,1%	-2,5%	0,2%	17,8%	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 **Media**, **Automobiles & Parts** e **Telecommunications**, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 17,2x, 10,2x e 13,6x, respetivamente, com *downside* de 25%, 24% e 23%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Travel & Leisure	16,3	1,0	1,1	13,1	15,2	17,4	14,6	163,4	-6%
Personal & Household Goods	17,7	1,1	1,0	14,5	16,5	18,5	15,1	544,5	-6%
Food & Beverage	18,2	1,2	1,2	14,3	16,8	19,2	15,5	453,3	-8%
Technology	20,7	0,7	2,7	13,5	18,8	24,2	17,9	248,8	-9%
Real Estate	18,8	1,6	1,3	14,2	16,8	19,4	16,6	122,5	-11%
Oil & Gas	10,4	2,0	0,7	7,7	9,0	10,4	10,2	288,9	-13%
Industrial Goods & Services	15,9	1,6	1,4	10,8	13,7	16,5	14,0	343,9	-14%
Health Care	15,5	1,5	1,4	10,4	13,3	16,2	14,4	495,7	-14%
Chemicals	15,3	1,7	1,3	10,4	13,1	15,8	13,4	630,4	-15%
Retail	17,1	1,6	1,6	11,4	14,6	17,7	14,4	276,8	-15%
Stoxx 600	14,1	1,7	1,3	9,1	11,8	14,5	12,2	270,3	-16%
Financial Services	15,2	1,4	1,8	9,3	12,8	16,3	14,7	267,8	-16%
Utilities	12,7	2,4	0,9	8,9	10,6	12,4	12,3	235,1	-16%
Insurance	10,2	1,7	1,0	6,3	8,4	10,5	9,1	179,8	-18%
Banks	12,2	1,3	1,7	6,6	10,0	13,3	10,7	155,9	-18%
Construction & Materials	15,8	2,0	1,4	10,1	13,0	15,8	12,6	257,7	-18%
Basic Resources	13,5	1,4	2,1	6,3	10,5	14,7	11,2	320,5	-22%
Telecommunications	13,6	2,5	1,2	8,0	10,5	13,0	11,7	223,4	-23%
Automobiles & Parts	10,2	1,8	1,4	5,0	7,8	10,5	13,4	343,3	-24%
Media	17,2	2,0	2,1	8,7	12,9	17,1	13,9	185,2	-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 1,3% este ano, subindo 70,8% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento em 2013 (36,8%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P / BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	15,4x	12,5x	3,0%	23,3%	6,2%	1,2x	14,8%
CAC 40 (FR)	14,9x	12,8x	11,2%	16,1%	6,3%	1,2x	17,1%
DAX (DE)	13,7x	12,5x	2,6%	9,5%	6,9%	1,5x	19,2%
Euro STOXX	16x	13,6x	19,5%	17,8%	5,7%	1,3x	17,8%
FTSE 100 (GB)	14x	12,5x	-1,1%	11,8%	7,6%	1,8x	14,1%
IBEX 35 (ES)	17,2x	14,3x	36,8%	20,1%	4,7%	1,1x	18,9%
PSI 20 (PT)	31,5x	18,4x	1,3%	70,8%	3,4%	1,2x	12,9%
SMI (CH)	16,2x	14,8x	12,8%	9,1%	5,5%	2,5x	21,1%
Ireland ISEQ Overall	27x	17,2x	36%	57%	3,0%	1,8x	32,5%
S&P 500 (US)	16,2x	14,7x	5,9%	10,2%	5,8%	2,3x	23,9%

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 21,4x, com um *downside* de 19% em relação à média dos últimos dois anos (17,4x) e de 28% 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)	13,3	1,7	1,5	7,8	9,3	10,8	12,3	13,8	10,9	319,3	-19%
CAC 40 (FR)	13,4	1,9	1,4	8,0	9,4	10,8	12,1	13,5	11,7	3433,3	-19%
DAX (DE)	12,8	1,9	1,1	8,6	9,7	10,7	11,8	12,9	12,2	7617,5	-16%
Euro STOXX	14,3	1,8	1,5	8,7	10,1	11,6	13,1	14,6	12,2	250,8	-18%
FTSE 100 (GB)	13,0	1,6	1,2	8,8	10,0	11,1	12,3	13,5	10,2	5761,1	-14%
IBEX 35 (ES)	15,0	1,8	2,0	7,6	9,5	11,5	13,5	15,4	11,5	7426,3	-24%
PSI 20 (PT)	21,4	0,8	5,1	7,1	12,3	17,4	22,5	27,6	15,3	5188,8	-19%
SMI (CH)	15,2	1,5	1,3	10,7	12,0	13,3	14,6	15,9	13,6	7228,8	-12%
Ireland ISEQ Overall	19,7	1,6	1,1	15,6	16,8	17,9	19,0	20,2	9,9	4090,8	-9%
S&P 500 (US)	15,1	1,8	0,9	11,7	12,6	13,5	14,4	15,3	14,5	1581,4	-11%

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	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-04
Compra	41%	59%	77%	76%	77%	78%	68%	79%	63%	54%	41%	37%	30%	63%
Manter	23%	9%	9%	10%	12%	4%	11%	7%	15%	4%	27%	11%	40%	6%
Reduzir	14%	18%	14%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
Vender	23%	14%	0%	0%	4%	7%	7%	4%	4%	0%	14%	16%	5%	0%
Sem Recom./Sob Revisão	0%	0%	0%	0%	4%	11%	14%	11%	11%	42%	18%	16%	20%	25%
Variação	4,9%	7,1%	-4,6%	3,0%	20%	-14%	-28%	-10%	33%	-51%	16%	30%	13%	na
PSI 20	6246	5954	5557	5822	5655	4698	5494	7588	8464	6341	13019	11198	8619	7600

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. 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