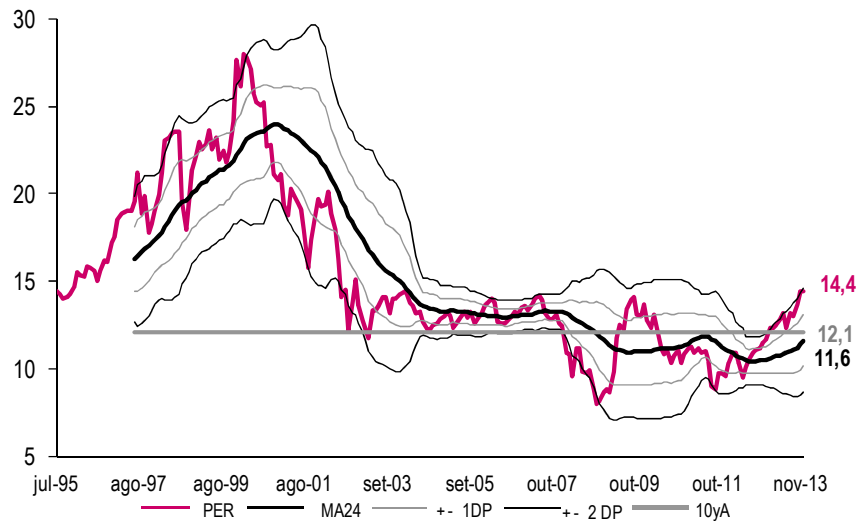


# Euro Earnings Watch

## Europa - Síntese

- Os analistas preveem que os resultados do **Euro Stoxx** cresçam 4,8% em 2013 (estimativa revista em baixa em 67pb na última quinzena), menos de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para o próximo ano estima-se um crescimento de 18% (taxa revista em alta em 24pb).
- Com base na cotação de fecho do dia 26 de novembro (309 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,4x, 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).

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, Telecommunications e Media, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 10,6x, 14,2x e 17,2x, respetivamente, com *downside* de 27%, 26% e 25%, respetivamente, relativamente ao valor médio.
- A nível global, os resultados do **PSI20** devem crescer 3,0% este ano, subindo 65,4% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento em 2013 (36,2%). 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 21,5x, com um *downside* de 19% em relação à média dos últimos dois anos (17,4x) e de 29% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,3x).
- Os resultados do **PSI20** devem crescer 3,0% este ano, subindo 65,4% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento em 2013 (36,2%). 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 21,5x, com um *downside* de 19% em relação à média dos últimos dois anos (17,4x) e de 29% em relação ao PER ajustado médio dos últimos 10 anos (15,3x).

Sónia Martins,

Analista de mercados

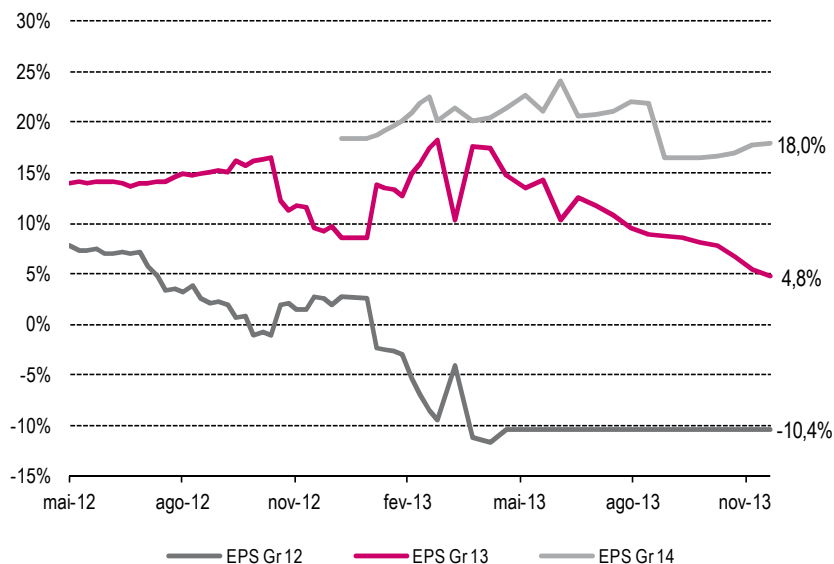
+351 21 003 78 64

[sonia.martins@millenniumbcp.pt](mailto:sonia.martins@millenniumbcp.pt)

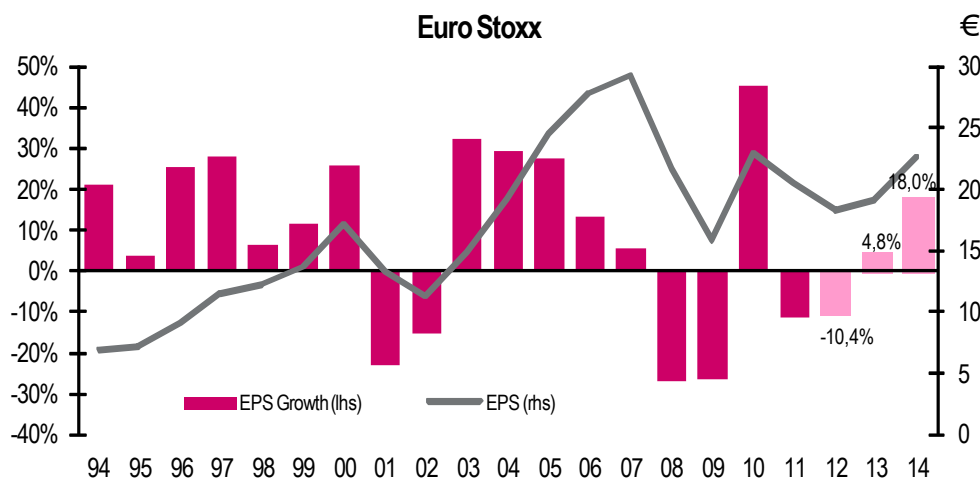
**Euro Stoxx - Perspetivas**

Os resultados do **Euro Stoxx** devem crescer 4,8% em 2013 (estimativa revista em baixa em 67pb na última quinzena), menos de metade do apontado no final de julho (10,8%). Para o próximo ano aponta-se um crescimento de 18,0%, taxa revista em alta em 24pb.

**Euro Stoxx - Annual EPS Growth (YoY)**



Em termos absolutos, o **EPS do Euro Stoxx** deve atingir os €19,15 em 2013 e €22,60 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 26 de novembro (309 pontos), o **Euro Stoxx** transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,4x, 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	14,4	1,9	1,5	8,6	11,6	14,6	12,1	249,3	-19%

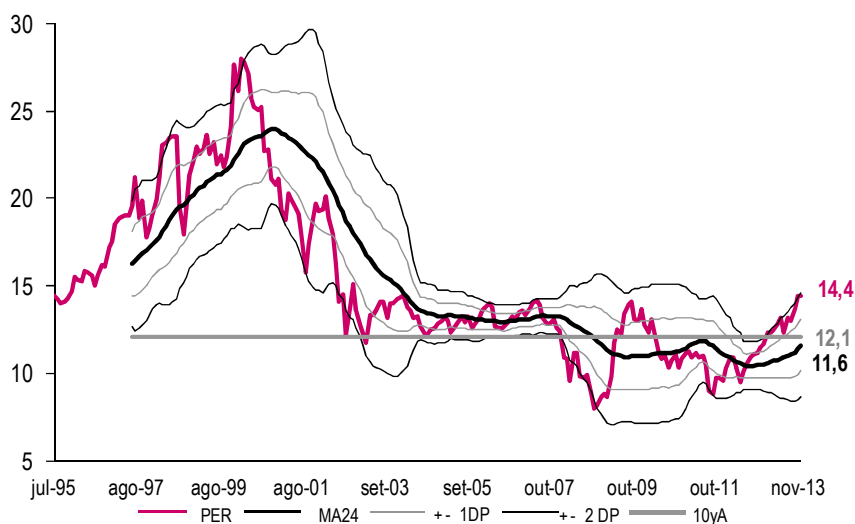
#SD – Desvio padrão face à média dos últimos dois anos

\* - 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



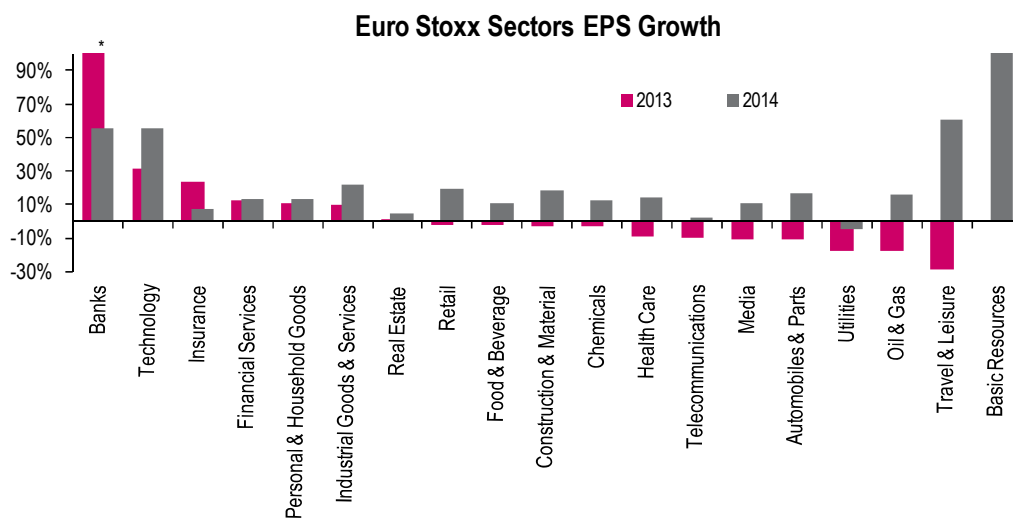
Análise Sectorial

Sectorialmente, **Banks** (+161%) deverá apresentar o crescimento de resultados mais forte em 2013, devido à base bastante deprimida de 2012, seguido de **Technology** (+31,4%). Em sentido inverso, **Travel & Leisure** (-29,3%) e **Oil & Gas** (-17,7%) 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 11,2%), 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	477,02	18,1	11,6	161%	55,3%	-40,3%	101,4%	0,0%	4,1%	0,6	12%	22%
Technology	208,02	29,7	19,2	31,4%	55,0%	-0,4%	42,7%	2,6%	1,4%	3,2	27%	26%
Insurance	273,85	10,2	9,5	23,2%	7,3%	12,8%	15,0%	8,7%	4,1%	0,7	31%	28%
Financial Services	41,09	14,8	13,1	12,0%	13,1%	8,8%	12,5%	6,9%	3,8%	1,1	23%	25%
Personal & Household Goods	314,19	22,8	20,1	10,3%	13,4%	19,1%	11,9%	4,0%	1,9%	3,4	34%	16%
Industrial Goods & Services	499,93	18,7	15,4	9,8%	21,9%	18,8%	15,7%	4,6%	2,9%	2,3	27%	24%
Real Estate	56,55	16,8	16,0	0,0%	4,8%	17,7%	2,4%	5,9%	5,0%	1,0	35%	6%
Retail	180,45	21,9	18,3	-2,0%	19,3%	1,0%	8,2%	4,7%	2,7%	2,5	18%	25%
Food & Beverage	351,19	19,6	17,7	-2,2%	10,6%	10,7%	4,0%	5,3%	2,2%	3,3	20%	6%
Construction & Material	131,80	17,3	14,6	-2,9%	18,7%	-0,2%	7,3%	6,1%	4,4%	1,1	24%	21%
Chemicals	289,66	16,6	14,8	-3,5%	12,1%	23,5%	4,0%	6,2%	2,8%	2,4	19%	13%
Health Care	225,04	18,0	15,8	-9,5%	13,9%	2,5%	1,5%	6,2%	2,6%	2,0	13%	11%
Telecommunications	190,26	13,3	13,1	-10,4%	1,8%	-13,8%	-4,5%	8,3%	5,5%	1,3	13%	20%
Media	130,52	19,7	17,8	-10,8%	10,8%	-4,9%	-0,6%	5,8%	4,7%	2,2	30%	29%
Automobiles & Parts	325,27	11,8	10,1	-10,8%	16,9%	12,2%	2,1%	8,1%	3,4%	1,0	-23%	34%
Utilities	318,24	12,4	13,0	-17,5%	-4,9%	-8,8%	-11,4%	9,9%	7,2%	0,8	24%	11%
Oil & Gas	246,14	11,5	10,0	-17,7%	15,7%	15,0%	-2,4%	10,7%	5,3%	1,1	0%	6%
Travel & Leisure	42,93	25,3	15,7	-29,3%	61,0%	84,5%	6,7%	3,8%	2,4%	1,7	-9%	19%
Basic Resources	65,35	31,3	15,4	n.m.	103,0%	-	-	-0,4%	3,8%	0,8	3%	10%
						<b>T 5Y*</b>	<b>F 2Y*</b>					
Euro Stoxx	4367,50	16,2	13,7	4,8%	18,0%	-8,9%	11,2%	5,6%	3,6%	1,3	16%	19%

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



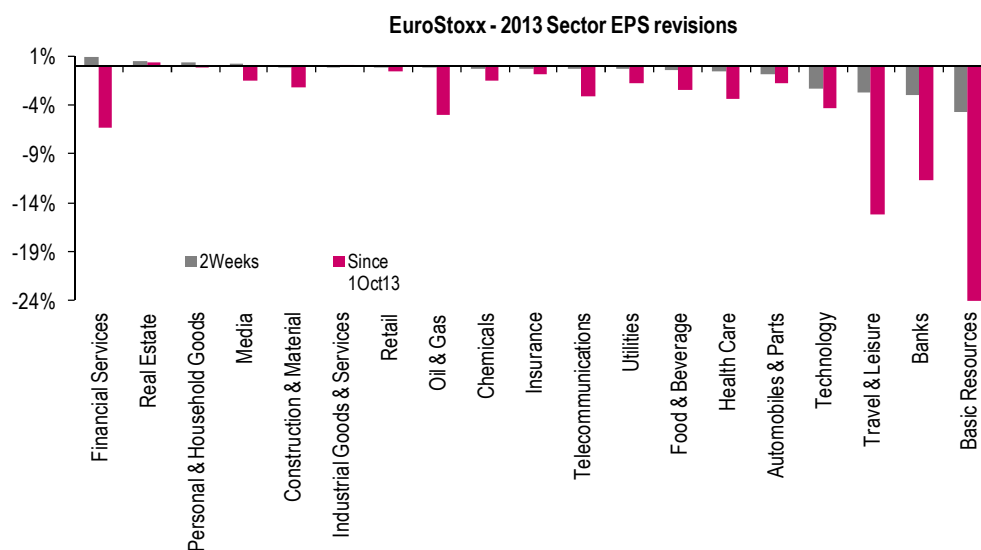
\*Crescimento estimado de EPS para 2013 de 161%, devido à base baixa de 2012.

Revisões

Na última quinzena, as estimativas de EPS para 2013 mais revistas em alta foram do setor **Financial Services** (+0,9%). As mais revistas em baixa foram de **Basic Resources** (-4,8%) e **Banks** (-3,0%).

Setor	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision		Change		
		2Weeks	Since 1Oct13	2Weeks	YTD	2012
Financial Services	12,0%	0,9%	-6,4%	1,7%	27,5%	18,0%
Real Estate	0,0%	0,4%	0,3%	-0,2%	5,8%	-0,3%
Personal & Household Goods	10,3%	0,3%	-0,1%	0,0%	13,9%	11,0%
Media	-10,8%	0,2%	-1,6%	0,0%	29,6%	16,3%
Construction & Material	-2,9%	0,0%	-2,2%	-1,0%	18,8%	8,4%
Industrial Goods & Services	9,8%	-0,1%	0,0%	0,2%	18,9%	10,7%
Retail	-2,0%	-0,2%	-0,6%	0,2%	20,0%	11,6%
Oil & Gas	-17,7%	-0,2%	-5,0%	-0,3%	2,8%	-3,1%
Chemicals	-3,5%	-0,3%	-1,5%	1,0%	10,5%	4,9%
Insurance	23,2%	-0,3%	-0,8%	0,6%	24,0%	13,4%
Telecommunications	-10,4%	-0,3%	-3,1%	0,1%	29,1%	10,0%
Utilities	-17,5%	-0,4%	-1,8%	-0,7%	7,6%	-0,7%
Food & Beverage	-2,2%	-0,5%	-2,5%	-0,6%	7,9%	5,5%
Health Care	-9,5%	-0,6%	-3,3%	0,7%	19,2%	15,1%
Automobiles & Parts	-10,8%	-0,8%	-1,7%	3,3%	35,3%	21,1%
Technology	31,4%	-2,3%	-4,4%	2,8%	24,6%	12,7%
Travel & Leisure	-29,3%	-2,8%	-15,2%	1,9%	21,2%	15,1%
Banks	161,2%	-3,0%	-11,8%	0,1%	16,7%	10,3%
Basic Resources	n.m.	-4,8%	-24,0%	-4,5%	-16,0%	-16,3%
Euro Stoxx	4,8%	-0,6%	-3,1%	0,7%	18,6%	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 **Automobiles & Parts**, **Telecommunications** e **Media**, ao transacionarem a um PER ajustado estimado de 10,6x, 14,2x e 17,2x, respetivamente, com *downside* de 27%, 26% e 25%, respetivamente, relativamente ao valor médio.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	MA24	+2DP	10y Average*	Fair Value**	Upside Fair Value
Personal & Household Good	17,7	1,2	1,0	14,5	16,5	18,6	15,1	543,2	-7%
Food & Beverage	18,2	1,2	1,2	14,3	16,8	19,2	15,5	451,4	-8%
Travel & Leisure	16,5	1,2	1,1	13,1	15,2	17,4	14,6	163,8	-8%
Real Estate	18,8	1,6	1,3	14,3	16,8	19,4	16,6	122,4	-11%
Technology	21,5	1,0	2,7	13,5	18,9	24,2	17,9	247,0	-12%
Oil & Gas	10,4	<b>2,0</b>	0,7	7,7	9,0	10,4	10,2	288,0	-13%
Industrial Goods & Services	16,1	1,7	1,4	10,8	13,7	16,5	14,0	341,7	-15%
Health Care	15,7	1,6	1,5	10,4	13,3	16,2	14,4	493,7	-15%
Retail	17,3	1,7	1,6	11,4	14,6	17,8	14,4	275,5	-16%
Chemicals	15,5	1,8	1,4	10,4	13,1	15,8	13,4	629,5	-16%
<b>Stoxx 600</b>	<b>14,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>9,1</b>	<b>11,8</b>	<b>14,5</b>	<b>12,2</b>	<b>268,3</b>	<b>-17%</b>
Utilities	12,8	<b>2,4</b>	0,9	8,9	10,6	12,4	12,3	231,9	-17%
Financial Services	15,5	1,5	1,8	9,2	12,8	16,4	14,7	268,0	-17%
Construction & Materials	15,7	1,9	1,4	10,1	13,0	15,8	12,6	257,0	-18%
Insurance	10,2	1,8	1,0	6,3	8,4	10,5	9,1	180,5	-18%
Banks	12,3	1,4	1,7	6,6	10,0	13,3	10,7	154,4	-19%
Basic Resources	13,1	1,3	2,1	6,3	10,5	14,6	11,2	314,3	-20%
Media	17,2	<b>2,0</b>	2,1	8,7	12,9	17,1	13,9	185,2	-25%
Telecommunications	14,2	<b>2,8</b>	1,3	7,9	10,5	13,1	11,7	213,4	-26%
Automobiles & Parts	10,6	<b>2,0</b>	1,4	5,0	7,8	10,6	13,4	341,9	-27%

# 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 3,0% este ano, subindo 65,4% em 2014. Prevê-se que os resultados do **IBEX35** retomem o crescimento em 2013 (36,2%).

	P/E		Crescimento EPS		Earnings Yield	P/BV	Change
	2013	2014	2013	2014	2012	2012	YTD
AEX (NL)	15.7x	12.6x	1,8%	24,4%	6,2%	1.2x	15,0%
CAC 40 (FR)	15x	12.9x	10,6%	16,3%	6,3%	1.2x	17,5%
DAX (DE)	14x	12.8x	2,1%	9,2%	6,8%	1.5x	22,0%
Euro STOXX	16.2x	13.7x	18,6%	18,0%	5,6%	1.3x	18,6%
FTSE 100 (GB)	14.1x	12.8x	-1,6%	10,4%	7,7%	1.8x	12,5%
IBEX 35 (ES)	17.1x	14.2x	36,2%	20,4%	4,7%	1.1x	18,9%
PSI 20 (PT)	30.9x	18.7x	3,0%	65,4%	3,4%	1.2x	12,4%
SMI (CH)	16.4x	15x	12,2%	9,5%	5,5%	2.5x	20,8%
Ireland ISEQ Overall	26.6x	17.2x	38%	55%	3,0%	1.8x	31,3%
S&P 500 (US)	16.5x	15x	5,3%	10,6%	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 21,5x, com um *downside* de 19% em relação à média dos últimos dois anos (17,4x) e de 29% 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)	13,4	1,7	1,5	7,8	9,3	10,8	12,3	13,8	10,9	317,5	-19%
CAC 40 (FR)	13,5	1,9	1,4	8,0	9,4	10,8	12,2	13,5	11,7	3422,6	-20%
DAX (DE)	13,2	2,2	1,1	8,5	9,6	10,8	11,9	13,0	12,2	7569,9	-19%
Euro STOXX	14,4	1,8	1,5	8,6	10,1	11,6	13,1	14,7	12,3	249,7	-19%
FTSE 100 (GB)	13,1	1,6	1,2	8,8	10,0	11,1	12,3	13,5	10,2	5660,8	-15%
IBEX 35 (ES)	15,1	1,8	2,0	7,6	9,5	11,5	13,5	15,4	11,5	7411,1	-24%
PSI 20 (PT)	21,5	0,8	5,1	7,1	12,3	17,4	22,5	27,6	15,3	5134,7	-19%
SMI (CH)	15,3	1,5	1,3	10,7	12,0	13,3	14,6	15,9	13,6	7183,0	-13%
Ireland ISEQ Overall	19,4	1,4	1,1	15,6	16,8	17,9	19,0	20,2	9,8	4104,4	-8%
S&P 500 (US)	15,4	2,1	0,9	11,7	12,6	13,5	14,4	15,4	14,6	1577,5	-12%

# 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