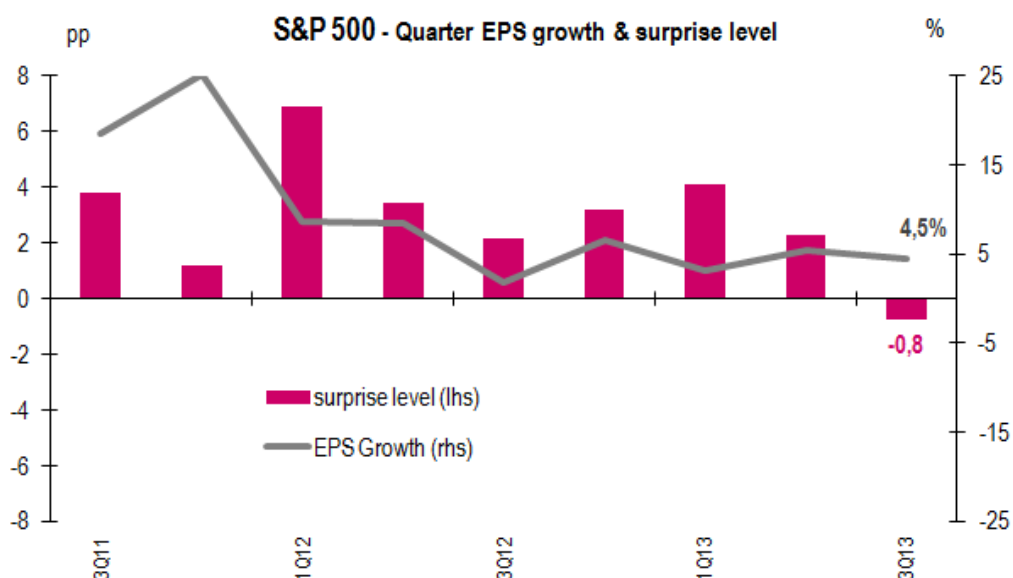


# US Earnings Watch

## Estados Unidos - Síntese

- Os analistas estimam que os resultados do **S&P500** tenham crescido 4,5% no **3T13** (previsão revista em baixa em 77pb na última quinzena) mostrando uma desaceleração em relação ao 2º trimestre, onde o EPS terá subido 5,4% em termos homólogos. Ainda que estejamos numa fase precoce da *earnings season*, onde menos de 10% das empresas do S&P 500 reportaram as suas contas, a revisão em baixa do EPS nas últimas duas semanas revela que as contas apresentadas estão a ficar na sua globalidade aquém das expectativas, o que a manter-se deve gerar pressão na cotação do índice de ações. Para o **4T13** aponta-se uma subida homóloga de 12,2% no EPS (estimativa desceu 14pb). Os resultados anuais devem crescer 6,7% em **2013** (taxa revista em baixa em 26pb) e 11,1% em **2014** (revisão em alta em 3pb).



- Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1698 pontos), o S&P 500 transaciona a um **PER** ajustado estimado de 14,6x, com um downside de 9% em relação à média dos últimos dois anos (13,3x), mas praticamente em linha com a média dos últimos 10 anos e a estreitar a diferença entre a banda de dois desvios-padrão superior e inferior, o que transmite alguma tranquilidade aos mercados.

Dos 10 setores do S&P 500, Telecoms Services é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13,9x, com um upside de 26% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos. HealthCare e Materials são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 16,1x e 15,8x, respetivamente, com um downside de 17% e 15%, respetivamente em relação ao rácio médio dos últimos dois anos.

Ramiro Loureiro,

Analista de mercados

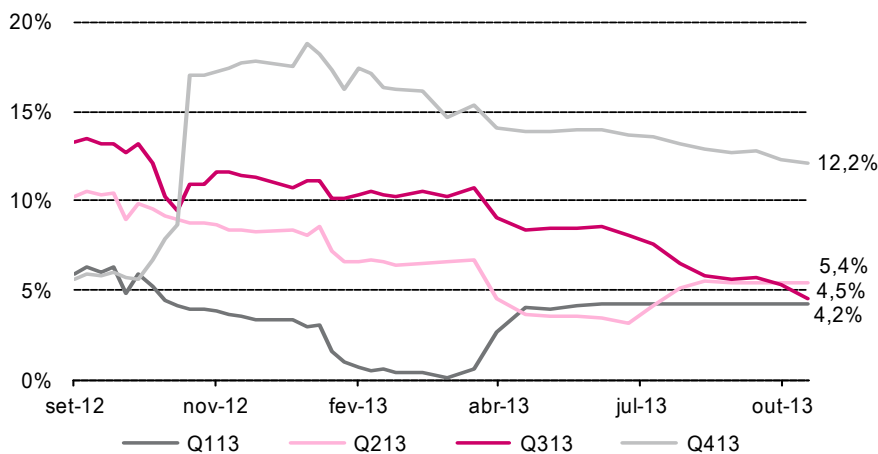
+351 21 003 78 56

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

S&P 500 - Perspetivas

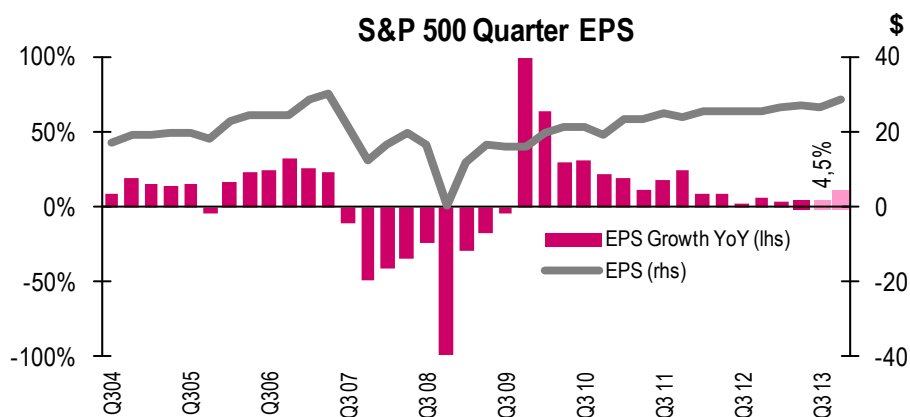
Os resultados do **S&P500** deverão ter crescido 4,5% no **3T13** (previsão revista em baixa em 77pb na última quinzena) mostrando agora uma desaceleração em relação ao 2º trimestre, onde o EPS terá subido 5,4% em termos homólogos. Para o **4T13** os analistas apontam para uma subida homóloga de 12,2% no EPS (estimativa desceu 14pb).

S&P 500 Quarter EPS Growth



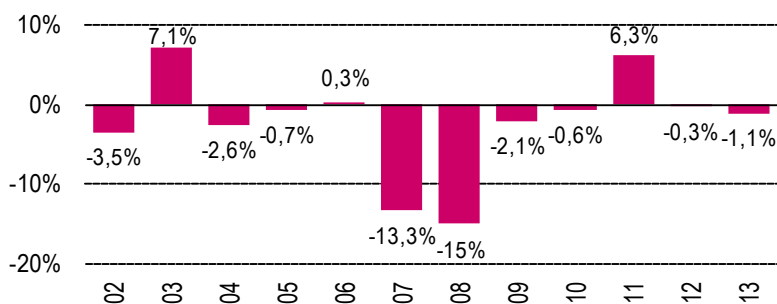
Base EPS fechada até ao 2º trimestre de 2013, sem ajustamentos.

S&P 500 Quarter EPS

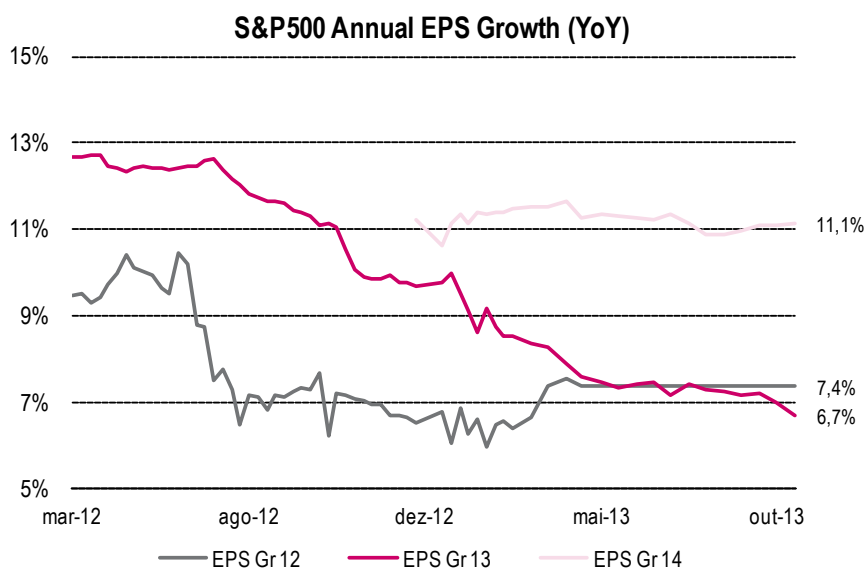


Em termos sequenciais o EPS do S&P500 deve descer 1,1% no 3T13, confirmando a tendência da última década neste período.

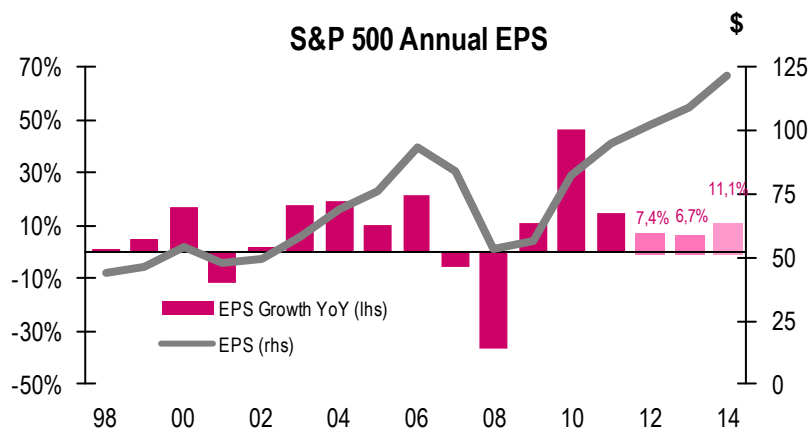
S&P500 3rd Quarter EPS Growth (QoQ)



Numa base anual, o EPS do **S&P 500** deve crescer 6,7% em **2013** (revisto em baixa em 26pb) e 11,1% em **2014** (revisto em alta em 3pb).



Em termos absolutos o EPS do S&P 500 deve continuar a atingir valores recorde em 2013 (109,42) e 2014 (121,61).



Nota: A metodologia considera dados fechados, sem ajustamentos de base

**Earnings season arranca a desiludir, a manter-se será a primeira vez em 2 anos...**

Ainda que estejamos numa fase precoce da *earnings season* do 3º trimestre, onde menos de 10% das empresas do S&P 500 reportaram as suas contas, os números divulgados justificaram uma revisão em baixa dos valores de EPS que os analistas tinham antes do arranque da apresentação de resultados. O surprise level é negativo em 80pb (medida que representa a diferença entre a estimativa de crescimento atual (+4,5%) e a previsão apontada no início de outubro (+5,3%).

	Quarter	End of Quarter Estimate	Final Figure	Surprise level
06-04-2010	1Q10	40,9%	62,5%	22
06-07-2010	2Q10	17,4%	28,1%	11
05-10-2010	3Q10	26,2%	32,5%	6
04-01-2011	4Q10	35,3%	19,4%	-16
05-04-2011	1Q11	12,0%	19,0%	7,0
05-07-2011	2Q11	13,6%	10,9%	-2,7
04-10-2011	3Q11	14,8%	18,6%	3,8
03-01-2012	4Q11	24,0%	25,2%	1,2
03-04-2012	1Q12	1,7%	8,6%	6,9
03-07-2012	2Q12	5,0%	8,5%	3,5
02-10-2012	3Q12	-0,4%	1,8%	2,2
08-01-2013	4Q12	3,3%	4,3%	1,0
02-04-2013	1Q13	0,1%	4,0%	4,1
09-07-2013	2Q13	3,2%	5,4%	2,3
01-10-2013	3Q13	5,3%	4,5%	-0,8*

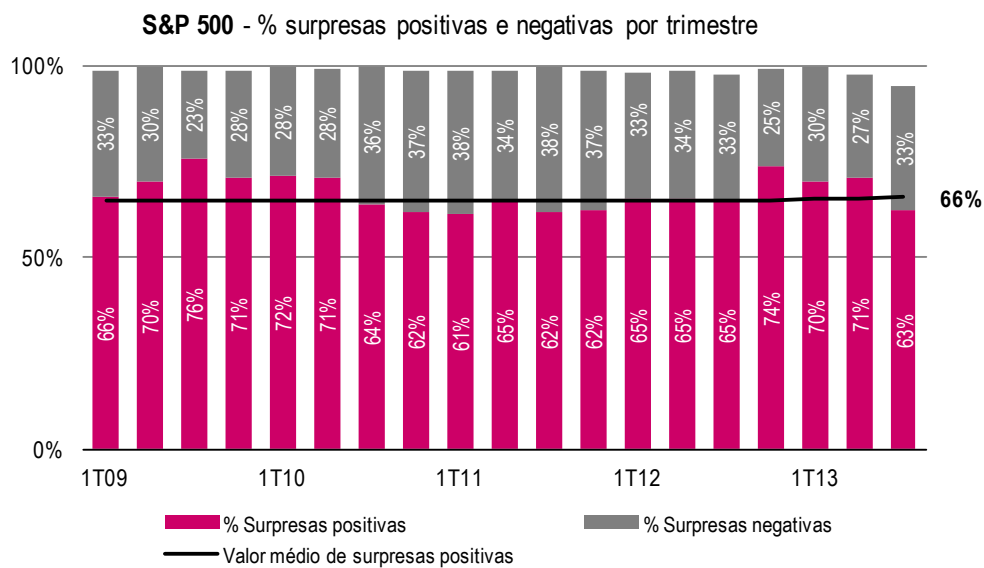
\*Last figure available

A tabela demonstra a relação entre a estimativa apontada pelos analistas antes do arranque de cada *earnings season* e o valor estimado cerca de três meses depois, considerado como um valor final, com exceção do trimestre mais recente, no caso atual o 3T13. Esta relação, traduzida pelo *surprise level*, diz-nos se os resultados ponderados do S&P 500 foram melhores ou piores que o estimado aquando do fecho do trimestre.

Numa outra métrica, que compara o EPS reportado por cada empresa com o estimado no dia anterior à sua divulgação, verificamos uma tendência histórica em que a maioria das empresas apresenta um EPS acima do apontado pelos analistas, mesmo em trimestres manifestamente maus, como foi o caso do 4º trimestre de 2008, em que os resultados globais do S&P 500 foram decepcionantes (queda homóloga de 62,4%). Desde o 4º trimestre de 2007, em média 66% das empresas divulgam um EPS acima do estimado. Uma das razões para este fenómeno prende-se com o facto de em plena *earnings season* os analistas estarem a rever os seus números para empresas que ainda não apresentaram os seus resultados, em função do desempenho de outras do sector que já o fizeram.

**Percentagem de surpresas positivas abaixo da média histórica...**

Das 40 empresas do S&P 500 que divulgaram resultados, o EPS superou o apontado pelo consenso em 25 casos, o que corresponde a uma percentagem de surpresas positivas de 63%, ligeiramente abaixo da média histórica dos últimos 5 anos (66%).



A nível sectorial existe ainda pouca representatividade, pelo que os dados discriminados por setor serão revelados na nossa próxima publicação, a 30 de outubro.

Múltiplos

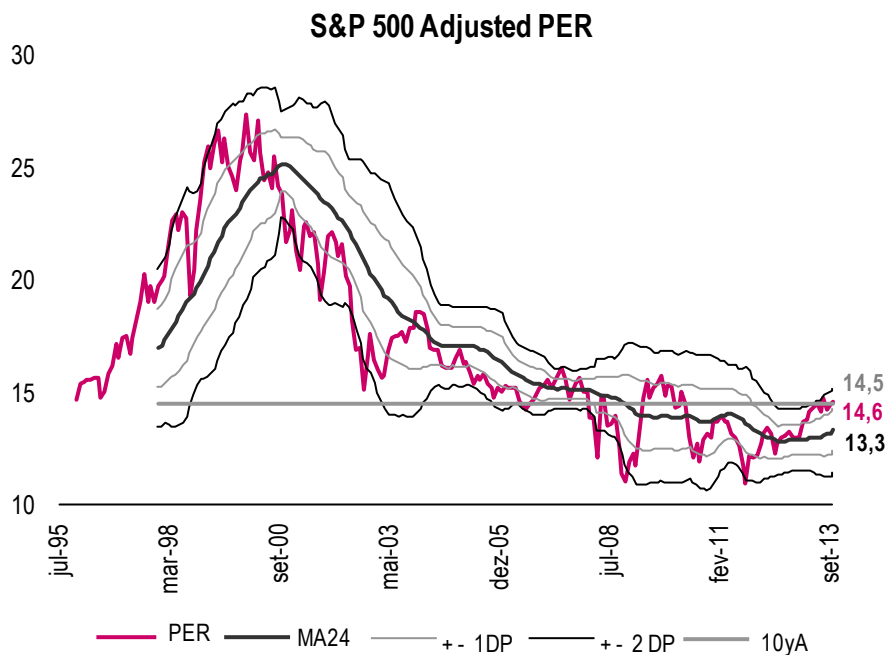
Com base na cotação de fecho da passada terça-feira (1698 pontos), o **S&P 500** transaciona a um PER ajustado estimado de 14,6x, com um *downside* de 9% em relação à média dos últimos dois anos (13,3x), mas praticamente em linha com a média dos últimos 10 anos e a estreitar a diferença entre a banda de dois desvios-padrão superior e inferior, o que transmite alguma tranquilidade aos mercados.

	P/E Ajustado	#SD	MA24	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500	14,6	0,9	13,3	14,5	1552,9	-9%

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

\* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E Ajustado utiliza a média ponderada do EPS 13 e EPS 14



**Análise Sectorial**

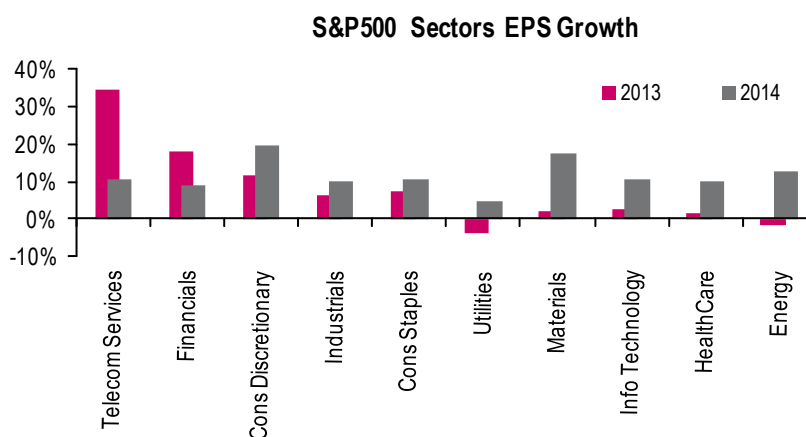
Os setores de maior crescimento de EPS no 3T13 deverão ter sido **Telecom Services** (+30,5%) e **Financials** (+18,4%), enquanto **Energy** (-6,1%) deve registar a maior quebra homóloga nos resultados.

Em 2013 estima-se que **Telecom Services** (+34,4%) e **Financials** (+18,3%) registem também o crescimento de EPS mais forte, enquanto **Utilities** (-3,9%) e **Energy** (-1,8%) devem ser os únicos setores a apresentar quebra de resultados.

O **CAGR** do S&P500 para os próximos 2 anos (+8,9%) aponta para um acelerar do crescimento dos resultados face ao registado nos últimos 6 anos (+2,6%). Em termos sectoriais, destaque para Financials, que deverá registar a maior taxa de crescimento médio de resultados entre 2012 e 2014 (CAGR 25%), ainda que a abrandar bastante face aos últimos 3 anos. Pela negativa salientamos a perda de *momentum* de Materials, Energy e Utilities.

S&P 500	Cap. Bolsista (€Bn)	P/E		Crescimento EPS						CAGR		EY	DY	P / BV	Change	
		2013	2014	Anual		Trimestral			T 3Y*	F 2Y*	2012	2012	2012	2012	YTD	
				2013	2014	2T13	3T13	4T13								
Telecom Services	361,6	15,0	13,4	34,4%	10,7%	40,6%	30,5%	56,7%	1,6%	21,5%	6,0%	4,8%	2,5	12,5%	2,0%	
Financials	2647,9	12,9	11,8	18,3%	9,2%	35,3%	18,4%	24,3%	66,3%	25,0%	6,6%	1,8%	1,1	26,3%	23,3%	
Cons Discretionary	2017,3	19,8	16,6	11,4%	19,6%	11,8%	11,7%	16,4%	21,9%	12,1%	4,7%	1,5%	3,7	21,9%	27,5%	
Industrials	1672,4	16,4	14,8	6,2%	10,2%	-0,6%	5,7%	31,0%	18,4%	7,2%	5,8%	2,2%	3,0	12,5%	22,3%	
Cons Staples	1729,0	17,5	15,8	7,3%	10,4%	5,0%	5,3%	7,3%	7,4%	6,0%	5,4%	2,7%	4,2	7,5%	15,2%	
Utilities	475,8	15,7	15,0	-3,9%	4,5%	-2,9%	0,8%	-5,9%	1,3%	-3,2%	6,7%	4,1%	1,5	-2,9%	6,9%	
Materials	550,3	17,4	15,0	1,9%	17,8%	-5,5%	-1,1%	13,9%	28,8%	-3,9%	5,7%	2,3%	2,6	12,2%	12,6%	
Info Technology	2892,3	15,0	13,5	2,7%	10,8%	-8,6%	-1,2%	6,7%	22,2%	3,8%	6,6%	1,4%	3,2	13,1%	13,1%	
HealthCare	2014,7	17,0	15,6	1,4%	10,1%	2,2%	-4,0%	5,6%	6,9%	1,5%	5,8%	1,9%	2,9	15,2%	28,3%	
Energy	1634,0	13,7	12,3	-1,8%	12,9%	-7,0%	-6,1%	-1,0%	25,2%	-3,8%	7,4%	2,1%	1,9	2,3%	15,4%	
									<b>T 6Y*</b>	<b>F 2Y*</b>						
S&P 500	15995,4	15,6	14,1	6,7%	11,4%	5,4%	4,5%	12,2%	2,6%	8,9%	6,1%	2,0%	2,3	13,4%	19,1%	

\* T = Trailing, F = Forward



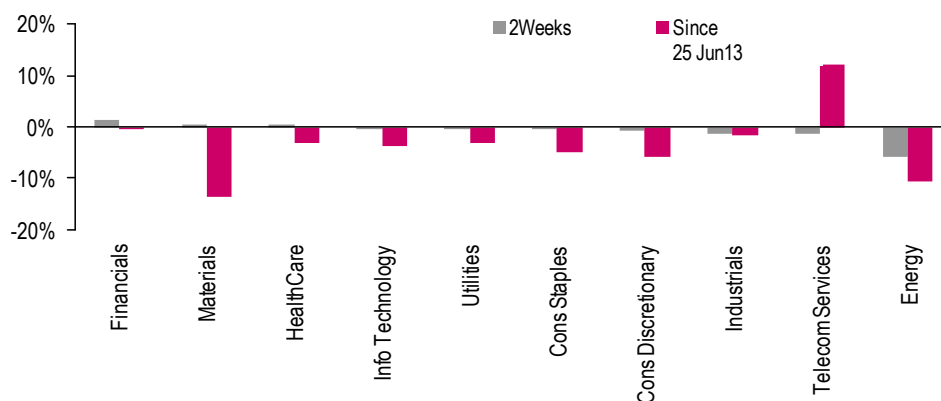
Revisões

Na última quinzena destaque para a revisão em alta das estimativas de EPS do 3º trimestre dos setores **Financiais** (+1,3%) e **Info Technology** (+0,5%), enquanto as de **Energy** (-5,8%) e **HealthCare** (-1,4%) foram as mais cortadas pelos analistas.

Sector	EPS Gr. 2013	EPS 13 revision (% change)		EPS Gr. 3Q13	EPS 3Q13revision		% change		
		2Weeks	Since 25 Jun13		2Weeks	Since 25 Jun13	2Weeks	YTD	2012
Financiais	18,3%	0,0%	1,9%	18,4%	1,3%	-0,4%	1,0%	23,3%	26,8%
Materials	1,9%	-0,2%	-5,2%	-1,1%	0,5%	-13,5%	0,5%	12,6%	7,8%
HealthCare	1,4%	0,1%	-1,7%	-4,0%	0,3%	-3,3%	0,0%	28,2%	26,6%
Info Technology	2,7%	-0,1%	-1,3%	-1,2%	-0,1%	-3,8%	0,1%	13,1%	8,4%
Utilities	-3,9%	0,0%	-0,3%	0,8%	-0,1%	-3,2%	-0,3%	6,9%	12,9%
Cons Staples	7,3%	-0,1%	-1,6%	5,3%	-0,3%	-4,8%	0,8%	15,2%	19,0%
Cons Discretionary	11,4%	-0,6%	-1,7%	11,7%	-0,8%	-5,9%	-1,1%	27,5%	25,3%
Industrials	6,2%	-0,3%	0,1%	5,7%	-1,2%	-1,7%	-0,4%	22,3%	19,7%
Telecom Services	34,4%	-0,3%	14,7%	30,5%	-1,4%	12,1%	-0,8%	2,0%	9,3%
Energy	-1,8%	-1,1%	-4,1%	-6,1%	-5,8%	-10,7%	1,1%	15,4%	15,8%
S&P 500	6,7%	-0,2%	-0,7%	4,5%	-0,8%	-4,0%	0,2%	19,1%	18,7%

n.m. - base não comparável

S&P500 - Sector EPS 2Q13 revisions





## Múltiplos

Dos 10 setores do S&P 500, **Telecoms Services** é o único subvalorizado, transacionando a um PER ajustado de 13,9x, com um *upside* de 26% face ao seu PER ajustado estimado médio dos últimos dois anos. **HealthCare** e **Materials** são os mais sobrevalorizados, ao transacionarem a um PER ajustado de 16,1x e 15,8x, respetivamente, com um *downside* de 17% e 15%, respetivamente em relação ao rácio médio dos últimos dois anos.

	P/E Ajustado	#DP	STDEV	-2DP	-1DP	MA24	+1DP	+2DP	10y Average	Fair Value*	Upside Fair Value
S&P 500 /1/ Telecom Serv (US)	13,9	-1,9	2,0	13,6	15,6	17,6	19,5	21,5	15,6	188,1	26%
S&P 500 /1/ Utilities (US)	15,0	0,2	0,7	13,4	14,2	14,9	15,6	16,4	14,2	188,3	-1%
S&P 500 /1/ Cons Staples (US)	16,3	0,7	0,9	13,9	14,8	15,7	16,6	17,5	16,1	399,1	-4%
S&P 500 /1/ Financials (US)	12,2	0,7	0,8	10,2	10,9	11,7	12,4	13,2	12,8	261,3	-4%
<b>S&amp;P 500 (US)</b>	<b>14,6</b>	<b>1,3</b>	<b>0,9</b>	<b>11,4</b>	<b>12,4</b>	<b>13,3</b>	<b>14,3</b>	<b>15,2</b>	<b>14,5</b>	<b>1552,9</b>	<b>-9%</b>
S&P 500 /1/ Info Tech (US)	14,0	1,6	0,8	11,2	12,0	12,8	13,6	14,3	17,4	478,1	-9%
S&P 500 /1/ Cons Discr (US)	17,7	1,3	1,3	13,5	14,8	16,0	17,3	18,6	17,4	435,5	-9%
S&P 500 /1/ Energy (US)	12,8	1,3	1,1	9,2	10,3	11,4	12,5	13,5	12,0	546,6	-11%
S&P 500 /1/ Industrials (US)	15,3	1,6	1,1	11,4	12,5	13,6	14,7	15,7	15,4	356,3	-11%
S&P 500 /1/ Materials (US)	15,8	1,7	1,4	10,6	12,1	13,5	14,9	16,3	15,4	227,7	-15%
S&P 500 /1/ HealthCare (US)	16,1	1,7	1,7	10,0	11,7	13,3	15,0	16,6	14,5	492,3	-17%

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

\* - Utilizando PER médio de 24M

O P/E Ajustado utiliza a 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. ("Oferteante" 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%	6%
Reduzir	18%	14%	14%	4%	0%	0%	0%	7%	0%	0%	21%	5%	6%
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%	na
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	7,600

### 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 Lagarelhos

Diogo Justino

Marco Barata