

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA – CASO BM&FBOVESPA

Brian Sigaud Pease

Nº de matrícula: 0713557-8

Orientador: Vinicius Carrasco

Junho/2011

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA – CASO BM&FBOVESPA

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

Brian Sigaud Pease

Nº de matrícula: 0713557-8

Orientador: Vinicius Carrasco

Junho/2011

“As premissas e opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Dedicatória:

Dedico este trabalho aos meus pais e ao meu irmão.

Agradecimentos:

Agradeço à minha família pelo amor, carinho e força que sempre ofertaram incondicionalmente. Saibam que minha inspiração são vocês.

Agradeço o Professor Vinícius Carrasco por sua orientação e suporte.

Agradeço aos professores que, através de sua dedicação, tornaram este trabalho possível.

Agradeço aos meus amigos, pois, sem eles, de nada valeria todo este esforço.

Agradeço a deus por tudo acima.

Índice

1. Resumo	8
2. Introdução	9
3. Definições Importantes	10
3.1 Conceitos Gerais	
3.1.1 Preço vs Valor	10
3.1.2 Investimento VS Especulação	11
3.2 Conceitos Relacionados à Firma	
3.2.1 Capex	12
3.2.2 OPEX	12
3.2.3 Capital de Giro	12
3.2.4 Valor de Mercado	13
3.2.5 Valor da Empresa (EV)	13
3.2.6 Juros sobre Capital Próprio	13
3.2.7 Goodwill	13
3.2.8 Book Value	13
3.2.9 EBITDA	14
3.2.10 Beta	14
3.2.11Custo do Capital Próprio	15
3.2.12 Custo da Dívida	16
3.2.13 Custo Médio Ponderado Pelo Capital (WACC)	17
3.3 Medidas de Retorno e Múltiplos	
3.3.1 Preço/Lucro	17
3.3.2 EV/Ebitda	18
3.3.3 ROE	18

4. História da BM&FBovespa _____	19
5. BM&FBovespa Hoje _____	23
5.1 A Companhia _____	23
5.2 Receita	
5.2.1 Receita BM&F _____	23
5.2.1.1 IOF BM&F _____	26
5.2.2 Receita Bovespa _____	27
5.2.2.1 IOF Bovespa _____	27
5.2.3 Receita Depositária, Custódia e Back Office _____	28
5.3 Amortização de Ágio _____	29
6. Precificação da BM&F Bovespa _____	30
6.1 Premissas	
6.1.1 Premissas da Receita da BM&F _____	30
6.1.2 Premissas da Receita da Bovespa _____	32
6.1.3 Premissas da Depositária, Custódia e Back Office _____	33
6.1.4 Premissas de Amortização de Ágio _____	33
6.1.5 Taxa de Crescimento Perpétuo _____	34
6.1.6 Premissas de Concorrência _____	34

6.2 O Modelo	
6.2.1 Receitas	36
6.2.2 CAPEX	36
6.2.3 Beta	36
6.2.4 WACC	37
6.2.5 Valor da BM&FBovespa	38
7. Conclusão	39
8. Bibliografia	41

1. Resumo

Este trabalho apresenta um estudo sobre a empresa BM&FBovespa que culmina na sua avaliação financeira. O primeiro capítulo é este resumo. O segundo capítulo discute conceitos necessários para o entendimento da análise subsequente. O terceiro capítulo é dedicado ao delineamento da história da bolsa brasileira para proporcionar embasamento ao leitor. O quarto capítulo analisa o momento atual da empresa e seu negócio. Nesta seção serão abordados diversos assuntos como o processo de formação de receitas, a disputa atual com relação à amortização de ágio da compra da Bovespa, o impacto do IOF e de seu posterior aumento sobre a receita da empresa. No quinto capítulo a empresa é precificada e sua situação financeira é comparada com outras bolsas mundiais através de múltiplos. No sexto capítulo são apresentados os resultados e conclusões do trabalho.

2. Introdução

O forte crescimento da economia brasileira, o aumento real da renda ao longo dos últimos anos (19,3% de 2004 a 2009; Fonte: IBGE) e a popularização da bolsa através de corretoras com enfoque em pequenos investidores acarretou em uma expansão da quantidade de investidores pessoas físicas. Estes investidores representam hoje 95,6% de todas as contas ativas em custódia na BM&FBovespa.

Tendo em vista a demanda por conhecimento na área de renda variável por parte destes investidores, esta monografia foi redigida para elucidar os pontos importantes durante a precificação de uma empresa. Como parte deste estudo será analisada a empresa BM&FBovespa, pois, esta apresenta duplo benefício ao leitor. Primeiramente a análise da receita da BM&FBovespa permitirá uma breve apresentação dos diversos tipos de investimentos disponíveis no mercado brasileiro. Em seguida será demonstrado o processo de precificação da empresa, passando pela análise do seu negócio, as questões mais relevantes que afetarão seus fluxos de caixa, a geração de premissas de crescimento futuro, e finalmente chegando ao seu valor por ação.

Ao final deste trabalho o leitor deve ter adquirido conhecimento suficiente para entender o processo de precificação de uma empresa, sentindo-se seguro para poder questionar as diferentes sugestões de compra e venda oferecidas pela sua corretora.

3. Definições Importantes

Para facilitar o entendimento do leitor que não possui profundo conhecimento financeiro serão explicitados abaixo os conceitos essenciais para a tomada de decisão quanto à compra ou venda de ações.

3.1 Conceitos Gerais:

3.1.1 Preço VS Valor

É importante ressaltar a diferença entre a definição do preço e do valor intrínseco de uma ação. O preço representa a última transação em bolsa e é definido pelas leis de oferta e demanda em um momento específico. Já, o valor da ação representa o valor presente de todos os seus fluxos de caixa futuros, menos a dívida incorrida pela companhia, mais os investimentos e dividendos a pagar.

Existem duas linhas de pensamento conflitantes com relação à interpretação do preço e valor de um ativo.

A primeira é representada pelo professor de economia da Universidade de Chicago, Eugene Fama, que prega que todas as informações disponíveis já estão incluídas no computo do preço do ativo. Assim, o preço do ativo reflete exatamente seu valor intrínseco. Este raciocínio é perfeitamente capturado pela sua frase célebre “The price is always right”.

A segunda vertente representa os pensamentos de Richard Thaler, também da Universidade de Chicago, que assume que existe um componente emocional e irracional que faz com que os preços dos ativos não reflitam todas as informações disponíveis no mercado. Assim, o preço do ativo poderia não refletir o valor da empresa. Esta linha de pesquisa é conhecida como Behavioral Economics.

Embora não haja um consenso sobre qual teoria se sobrepõem à outra, existem exemplos que sustentam a teoria de Thaler. Uma constatação feita pelo economista Benjamin Graham em seu livro *The Intelligent Investor* demonstra que, por vezes, o preço de uma cesta de ações não reflete a soma do preço de cada ação mais o custo de transação.

Neste trabalho é assumido que o preço das ações de uma empresa podem não representar o valor intrínseco da mesma. Desta forma seria vantajoso comprar ações da BM&FBovespa quando estas estivessem abaixo do valor da empresa, e vendê-las quando estivessem acima deste valor.

3.1.2 Investimento VS Especulação

Enquanto este trabalho estava sendo redigido tornou-se claro a existência de um equívoco por parte de alguns leitores com relação à aquisição de ativos de renda variável (ações). Estes acreditavam que os ativos de renda variável eram um investimento e não uma aplicação especulativa. Sendo assim, antes de precificar a empresa BM&FBovespa será definido o conceito de investimento e especulação. O objetivo é evitar que o leitor caia na armadilha de acreditar que investe em ações quando na verdade está especulando.

Um investimento é representado pela aquisição de algum ativo sobre o qual o retorno esperado já é conhecido e o valor do principal, e os juros, estão seguros. Um exemplo seria a aquisição de uma letra do tesouro nacional cujo “yield” seja fixo e conhecido e que será carregada pelo investidor até a sua data de maturação. Como este título é garantido pelo governo federal a probabilidade de “default” é baixa e podemos considerar este como sendo um investimento seguro. É importante frisar que o ativo tem que ser carregada até sua data de maturação, pois, somente assim seu “yield” será conhecido na data de compra. A explicação é que o preço de venda do título de renda fixa pode variar dependendo de mudanças da taxa de juros ou de expectativas de mudança na taxa de juros. Assim, só é assegurado o “yield” da data de compra do título quando este é mantido até sua maturação.

Por sua vez, especulação representa todas as demais aplicações em ativos cujos rendimentos finais não são conhecidos na data inicial. Dentro deste universo estão incluídos: ações, títulos públicos pós-fixados, títulos públicos pré-fixados não carregados até a data de maturação, imóveis, figurinhas raras, coleções de selos, etc.

Nas palavras de Benjamin Graham: “An investment operation is one which, upon thorough analysis promises safety of principal and adequate return. Operations not meeting these requirements are speculative.”

Fonte: (Capítulo 1 - página 18 – The Intelligent Investor – 2006 edition)

Seguindo esta definição a aquisição de ações representará uma especulação por parte do investidor. Deve ficar claro para o leitor que o ”yield” final de um investimento em renda variável nunca será conhecido na data de compra, sendo por definição uma aplicação especulativa.

3.2 Conceitos Relacionados à Firma:

Embora a leitura de uma listagem de conceitos possa ser fastidiosa, é vantajoso ao leitor perseverar, pois, estas definições serão vitais para a compreensão do modelo apresentado no capítulo 6.

3.2.1 CAPEX (Capital Expenditures)

Representa os investimentos em infraestrutura, equipamentos e instalações, para manter ou ampliar a produção de um bem ou serviço.

3.2.2 OPEX (Operating Expenditures)

Refere-se ao custo associado à manutenção das operações da firma. Exemplo: salário dos empregados faz parte do OPEX.

3.2.3 Capital de Giro

O montante de capital necessário para manter os estoques e as contas a receber, assim mantendo o negócio funcionando.

Pode ser representado como:

Capital de Giro = Ativos Correntes menos caixa – Passivos Correntes menos dívidas correntes.

Esta medida pode ser utilizada para averiguar a eficiência da companhia e analisar suas perspectivas financeiras. Se os Ativos Correntes menos caixa não forem suficientes para pagar os Passivos Correntes menos dívida, é um sinal de que a empresa pode ter dificuldade de pagar seus credores. Em última instância a empresa pode ir à falência.

3.2.4 Valor de Mercado – Market Capitalization

Refere-se ao preço da ação vezes a quantidades de ações da companhia.

3.2.5 Valor da Empresa (EV) – Enterprise Value

Uma medida alternativa do computo do valor da empresa. É calculado como valor de mercado mais dívida menos valor em caixa.

3.2.6 Juros Sobre Capital Próprio

Juros pagos aos acionistas como remuneração do capital próprio – patrimônio líquido. Os Juros sobre Capital Próprio são dedutíveis do EBIT para efeito de aferimento de impostos. O limite máximo da dedução equivale a: 50% do lucro líquido; 50% dos lucros acumulados e reservas de lucro, sem incluir o período atual.

3.2.7 Goodwill

Refere-se aos elementos intangíveis que por via de aquisição pertencem à empresa e podem ser amortizados. Equivale à diferença entre o book value do ativo adquirido e o preço pago pelo mesmo.

3.2.8 Book Value

O valor contábil líquido dos ativos de uma companhia, calculado como Ativos Totais menos Passivos e Ativos Intangíveis (Goodwill e Patentes).

3.2.9 EBITDA (Earnings Before Interest Taxes, Depreciation and Amortization)

Lucro Líquido antes das despesas de juros, impostos, depreciação e amortização. É uma medida especialmente útil para comparar companhias que possuem grande quantidade de capital fixo ou de ativos intangíveis. Esta medida permitirá a comparação entre empresas de um mesmo setor expurgando o efeito da depreciação e amortização. Permite também avaliar o desempenho da empresa, pois, reflete o valor gerado pela empresa antes do pagamento de despesas não relacionadas diretamente à produção e venda do produto ou serviço.

3.2.10 Beta

Beta representa a relação existente entre os retornos da empresa e de um índice representativo do mercado onde a mesma atua. Quando Beta tiver valor igual a zero, significa que a variação no retorno da empresa independe do mercado. Já quando Beta tem valor igual a um, a variação do retorno da empresa acompanha exatamente a variação do retorno do mercado. Um Beta maior que um implica que, para uma determinada variação no retorno do mercado, a empresa terá uma variação maior.

O coeficiente Beta é um parâmetro central do CAPM (Capital Asset Pricing Model), mensurando a variância estatística que não pode ser diversificada através de um portfólio maior de ativos. Esta relação ocorre devido à correlação dos seus retornos com os retornos dos demais ativos dentro do portfólio.

O Beta pode ser representado como:

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(r_a, r_p)}{\text{Var}(r_p)}$$

Onde:

Ra = Variação do retorno da empresa

Rp = Variação do índice representativo do mercado

Um dos métodos de estimação do Beta é o Beta Bottom-Up. Este método consiste em encontrar empresas semelhantes à firma que estamos analisando, corrigir pelas diferenças (estrutura de capital, alíquotas de impostos, participação em outros negócios) e então utilizar este Beta médio encontrado para chegar ao levered Beta final. O Beta final depende do percentual (dívida/patrimônio líquido) da empresa e do percentual de impostos pagos.

O cálculo é feito através da seguinte fórmula:

$$\beta_u = \beta_l / (1 + (D/E * (1-t)))$$

Onde,

β_l = Beta alavancado para as ações da empresa

β_u = Beta não alavancado da empresa, ou seja, o Beta da firma sem dívida.

t = Taxa Marginal de Impostos

D/E = Dívida/Patrimônio Líquido

Fonte: DAMODARAN, A.; Avaliação de empresas. Segunda edição. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007, 464 p.

3.2.11 Custo do Capital Próprio (Ke) –(Cost of Equity)

O custo do capital próprio pode ser definido como o retorno mínimo esperado para que um investidor aplique seu dinheiro na firma. Um investidor ao se tornar acionista de uma companhia aceitou fazer um empréstimo à empresa em troca de um retorno esperado ponderado pelo risco.

O modelo mais utilizado para o cálculo do retorno mínimo exigido pelos acionistas é o Capital Asset Pricing Model.

O modelo pode ser escrito como:

$$K_e = R_f + \beta(R_a) + R_b + R_c$$

Onde:

K_e = Custo do Capital Próprio

Rf = Retorno do investimento livre de risco (por convenção são utilizados os títulos americanos)

β = coeficiente Beta

Ra = Prêmio de risco de mercado

Rb = Risco Brasil

Rc = Variação do câmbio

O retorno do investimento livre de risco (Rf) representa o retorno esperado de um ativo cujo yield seja conhecido na data inicial e cujo principal e juros estejam protegidos do risco de default. Tradicionalmente os investimentos livres de risco costumam ser os títulos do governo norte-americano, pois, são considerados os investimentos mais seguros. Alternativamente podem ser utilizados títulos de países que possuem o mais alto nível de segurança atribuído pelas agências de risco Moody's e Standard & Poor's.

O Prêmio de risco (Ra) é o retorno esperado por investidores ao investirem em ativos com algum nível de risco. Este prêmio pode ser calculado, através de dados históricos, como a diferença entre os retornos médios sobre ações e os retornos médios sobre títulos livres de risco.

3.2.12 Custo da dívida (Kd) – Cost of Debt

A taxa efetivamente paga sobre a dívida incorrida pela companhia. Como o pagamento de juros pode ser deduzido do lucro bruto, um aumento da dívida reduz o montante de impostos pagos.

O custo da dívida pode ser representado como:

$$K_d = K_w \cdot (1 - T)$$

Onde:

Kw = Custo da dívida antes da dedução dos impostos.

T = Alíquota de impostos

3.2.13 Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) – (Weighted Average Cost of Capital)

O Custo Médio Ponderado do Capital pode ser entendido como a média ponderada de todas as fontes de financiamento da companhia. Esta medida é utilizada como a taxa de desconto dos fluxos de caixa futuros da empresa.

O cálculo é dado pela seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = K_d \cdot (1-T) \cdot (D/(D+E)) + K_e \cdot (E/(D+E))$$

Onde:

K_d =Custo da Dívida

K_e =Custo de Capital Próprio

T =Alíquota de Imposto

$D+E$ =Capital Total

E =Capital Próprio

D =Dívida

3.3 Medidas de Retorno e Múltiplos

3.3.1 Preço / Lucro (P/E) – Price to Earnings

O Preço / Lucro nos fornece o número de anos necessários para o atual lucro por ação igualar o valor de mercado desta. Quanto maior o múltiplo P/L maior é o crescimento dos lucros que está embutido no preço da companhia.

$$P/L = \text{Valor de Mercado} / \text{Lucro Líquido} = \text{Preço da Ação} / \text{LPA}$$

Onde:

$$\text{LPA} = \text{Lucro Líquido} / \text{Número de ações.}$$

Este múltiplo é mais utilizado para a comparação de empresas com baixas taxas de crescimento. Esta estabilidade possibilitará algum grau de certeza na comparação dos retornos esperados.

Devido à sua simplicidade, o múltiplo P/L pode apresentar uma série de problemas. O múltiplo não expurga efeitos pontuais como custos não recorrentes, e não leva em consideração os diferentes níveis de endividamento entre as empresas. Ambas estas questões podem causar viés no múltiplo e na análise subsequente.

3.3.2 Valor da Empresa / EBITDA (EV/EBITDA)

Este múltiplo mede o Valor da Empresa em relação ao EBITDA que representa a geração operacional de caixa da empresa. A vantagem do EV/EBITDA sobre P/L se deve ao fato de eliminar a estrutura de capital da empresa. Ademais, como o múltiplo não é afetado por fatores fiscais, a comparação de empresas em países diferentes se torna possível.

3.3.3 ROE – Return On Equity

ROE mensura a lucratividade de uma empresa computando o percentual do capital investido pelos acionistas que é gerado a cada período pela empresa.

A fórmula de cálculo é:

$$\text{ROE} = \text{Lucro Líquido} / \text{Patrimônio Líquido}$$

4. História da BM&F Bovespa

A história da Bolsa brasileira começa em 1890 quando a Bolsa Livre foi fundada por Emílio Rangel Pestana, na cidade de São Paulo. A Bolsa livre começou negociando títulos públicos e ações, possuindo apenas quarenta corretores. Durante seu primeiro ano de funcionamento a Bolsa sofreu seu primeiro percalço, devida à crise do encilhamento. A política do encilhamento foi instituída em 1890, pelo ministro da fazenda Rui Barbosa, e visava estimular o desenvolvimento do mercado de capitais nacional através de linhas de crédito para financiar novas empresas. Entretanto, a política não foi bem sucedida gerando diversas empresas de fachada.

“The rise of the textile industry in the 1890s and thereafter puts into new perspective the real consequences of the “Encilhamento”(…). When in 1889, in an effort to meet shortages in liquidity, new and liberal banking legislation was passed, the immediate and predictable outcome was a sharp expansion in the quantity of credit available. The number, and capitalization, of industrial enterprises quickly responded: the nominal capital of *new* manufacturing establishments founded between November 15, 1889 and October, 1890 amounted to 47,540 contos compared to a previous total capitalization three-fourths as large [29]. The pace did not slow until 1891. After it had, cotton mills listed in the Rio stock exchange had increased their nominal share capital from 13,500 contos in May, 1889 to 84,210 in January, 1892 [76]. (...) Moreover, of the 198 mills operating in 1912, no fewer than 33 date to the interval 1890-1894, and many of the 23 recorded as belonging to the period 1885-1889 undoubtedly were founded in 1889. These 33 firms exceed in number those surviving from the succeeding decade [20]. We are talking about something much more substantial than the South Sea bubble.” Fonte: (Fishlow, Albert ; Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil, 1972, p. 315)

A especulação financeira desencadeada pelas empresas fantasmas, em conjunto com a inflação e os boicotes, acarretou no fechamento da Bolsa Livre.

Em 1895, quatro anos após o fechamento da Bolsa Livre, foi criada a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. Neste momento, os organizadores das negociações de papéis brasileiros ainda estavam desenvolvendo as regras necessárias para reger o crescente número de transações. Em 1911, o aumento do volume negociado levou o governo a interceder nas bolsas, em prol da maior transparência nas transações. Duas das mudanças mais significativas nas operações da época foram que os corretores passaram a ser nomeados pelo setor público e as bolsas brasileiras passaram a ser vinculadas às secretarias

de finanças dos governos estaduais. Em 1911 eram vinte e sete bolsas em todo o Brasil. Durante este período, as cotações dos títulos públicos e ações eram registradas em enormes quadros negros. (Imagem 1)

No ano de 1934 a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo se mudou para o Palácio do Café, situado no Pátio do Colégio. Durante este período, as negociações eram efetuadas em torno de um balcão central circundado pelos corretores. No ano posterior à mudança foi alterado o nome da instituição para Bolsa Oficial de Valores de São Paulo. (Imagem 2)

Durante os anos de 1965-66 foram instituídas reformas no sistema financeiro nacional e do mercado de capitais. Neste período as bolsas assumiram características institucionais adquirindo autonomia administrativa e financeira. Passaram a ser associações civis sem fins lucrativos. A figura do corretor individual e autônomo que antes vigorava no mercado foi substituída pela sociedade corretora, ou atuais corretoras de valores. Em 1967 a Bolsa passa a ser chamada de Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa.

Como parte intrínseca do negócio de uma bolsa de valores é a constante inovação, a Bovespa foi pioneira em todas as novas formas de pregão e tecnologias ligadas às transações. Assim, em 1970, as transações da Bolsa passaram a ser registradas eletronicamente através de cartões perfurados. Este passo representou o fim da época dos boletos. Já, em 1972, os negócios passaram a ser registrados em tempo real e o pregão passou a ser automatizado. Nos anos finais de 1970 a Bovespa se tornou a bolsa pioneira na oferta de opções sobre ações no Brasil.

Os anos 90 revolucionaram a forma dos negócios em bolsa. Em 1990 foram iniciadas as operações do sistema de transações eletrônicas. Este sistema passou a coexistir com o pregão em viva-voz. Em 1997 foi lançado o sistema de transações Mega Bolsa. Este sistema altamente avançado em processamento de informações substituiu o pregão em viva-voz, iniciando uma nova fase para a bolsa de valores. Em 1999 foi lançado o sistema Home Broker, popularizando o acesso à bolsa de valores para a massa de pequenos investidores. Neste mesmo ano foi lançado o After-Market, permitindo de papéis durante a noite.

Em 2007 a Bovespa deixou de ser uma instituição sem fins lucrativos e abriu seu capital transformando-se na atual Bovespa Holding S/A. Em 2008 a Bovespa Holding e a Bolsa de Mercadorias e Futuros se fundiram, criando a BM&FBovespa.

Imagem 1: Pregão de 1911 da Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo.



Imagem 2: Pregão de 1934 da Bolsa Oficial de Valores de São Paulo.

Fonte: Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>> Acessado em: 01/05/2011



Fonte: Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>> Acessado em: 01/05/2011

5. BM&F Bovespa Hoje

Neste capítulo serão abordadas as questões centrais para a geração de premissas de crescimento da empresa (tópico do capítulo 6). O primeiro tópico a ser estudado é a conjuntura atual da empresa no que se refere ao seu processo de geração de receitas. Em seguida será analisado o impacto sobre a bolsa do Imposto sobre Operações Financeiras e o imbróglio do goodwill entre a receita federal e a empresa.

5.1 A Companhia

A BM&F Bovespa é uma companhia de capital aberto que negocia ações, opções, contratos futuros, taxa de juros e câmbio, commodities e títulos públicos federais. Além disso, a empresa licencia índices de ações, comercializa o acesso direto ao seu sistema de negociação, possui clearing houses para derivativos e securities, banco de compensação e liquidação e um pregão eletrônico e em viva voz. Como parte intrínseca de seu negócio a BM&FBovespa investe anualmente em novas tecnologias sendo o investimento mais recente feito no sistema Direct Market Access via Co-location.. Este sistema visa aumentar a participação de High-Frequency-Traders ao permitir que as corretoras instalem um servidor dentro do prédio da BM&FBovespa, assim aumentando a velocidade das suas transações.

5.2 Receita

Para entender o processo de geração de receita da BM&FBovespa é necessário analisar separadamente a BM&F e a Bovespa.

5.2.1 Receita BM&F

A BM&F auferir sua receita cobrando por contrato transacionado. O valor de cada contrato depende do tipo de contrato, a maturidade do contrato e da instituição que está efetuando a operação. Um contrato transacionado por uma instituição que possui alto giro pagará um preço menor do que um contrato transacionado por uma instituição com menor giro mensal. A empresa reforçou esta abordagem ao adotar a mesma política para seus contratos de High-Frequency-Traders.

“HFT (*High Frequency Traders*): a nova política para os segmentos Bovespa e BM&F, que entrou em vigor em novembro, oferece preços decrescentes em função do volume negociado e está vinculada às contas em que o cliente é cadastrado como HFT, exclusivamente para as operações de *daytrade*.”

Fonte: (BM&FBovespa; Demonstração Financeira 2010; p.18)

Já, o preço de um contrato de juros com vencimento próximo é mais barato que um contrato com vencimento mais distante.

TAXA DE JUROS BRL POR VENCIMENTOS (abr-11*)		
Taxa de Juros BRL	ADTV	RPC
1º Vcto	993.123	0,26
2º Vcto	321.480	0,42
3º Vcto	382.541	0,52
4º Vcto	10.049	0,99
5º Vcto em diante	861.463	1,09

Fonte: Disponível em:

<http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/pt/comunicados_noticias/noticias_corporativas/comunicados_corporativa_detalhes_7409.aspx> Acessado em: 01/05/11

A seguir as tabelas com os diferentes tipos de contrato da BM&F e o seu volume médio diário transacionado (ADTV – Average Daily Traded Value) e a Receita por Contrato Média (RPC) de 2006 a 2010.

Segmento BM&F - volume médio diário (milhares de contratos)

	2006	2007	2008	2009	2010	CAGR 2006- 2010	Var. 2009- 2010
Taxa de Juros em R\$	710,8	988,1	788,7	843,5	1683,6	24,1%	99,6%
Taxas de Câmbio	265,7	473,0	534,9	447,1	540,6	19,4%	20,9%
Índices de Ações	53,9	112,0	87,6	80,0	89,4	13,5%	11,7%
Taxas de Juros em US\$	64,4	87,9	94,3	78,3	89,7	8,7%	14,6%
Commodities	5,9	10,1	14,9	10,2	12,9	21,4%	26,0%
Mini Contratos	35,8	57,8	40,5	52,6	75,6	20,5%	43,6%
Balcão	16,2	11,5	12,4	9,3	12,9	-5,6%	38,7%
Total	1152,7	1740,3	1573,3	1521,0	2504,7	21,4%	64,7%

Fonte: Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf>> Acessado em: 20/04/11

Segmento BM&F -RPC média (R\$)

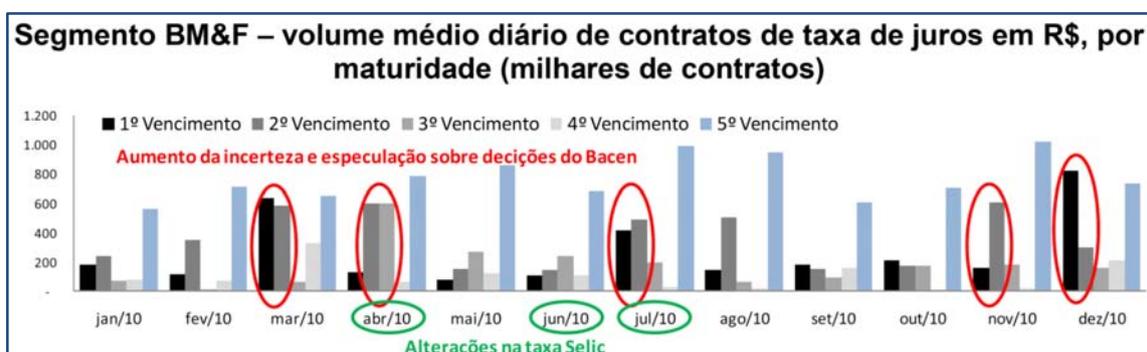
	2006	2007	2008	2009	2010	Var. 2010/2009
Taxa de Juros em R\$	0,906	0,950	1,141	0,979	0,889	-9,1%
Taxas de Câmbio	2,244	1,859	2,062	2,161	1,928	-10,8%
Índices de Ações	1,419	1,501	2,143	1,619	1,564	-3,4%
Taxas de Juros em US\$	1,094	0,965	1,211	1,357	1,142	-15,8%
Commodities	4,749	3,195	3,571	2,307	2,168	-6,0%
Mini Contratos	0,034	0,054	0,162	0,176	0,128	-26,9%
Balcão	1,571	2,111	2,342	0,655	1,610	-2,7%
Total	1,247	1,224	1,522	1,365	1,134	-16,9%

Fonte: Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf>> Acessado em: 20/04/11

Por sua vez, o número médio de contratos diários transacionados em 2010 foi de 2,5 milhões. Este foi o maior número de transações da história do mercado brasileiro e corresponde a um crescimento de 64,7% com relação ao ano de 2009.

O forte crescimento no número de contratos totais foi impulsionado principalmente pelo crescimento no volume transacionado de contratos de juros. Este volume adveio da maior volatilidade da taxa Selic que, por sua vez, foi causada pelas diferentes expectativas dos agentes do mercado com relação à política a ser adotada pelo Banco Central.

O padrão descrito acima é facilmente perceptível quando analisamos o volume mensal transacionado. Há um pico de ADTV no mês em que ocorre uma mudança na taxa Selic e nos meses que antecedem essa mudança. O gráfico abaixo exemplifica esta afirmação utilizando as três mudanças da taxa Selic de 2010.

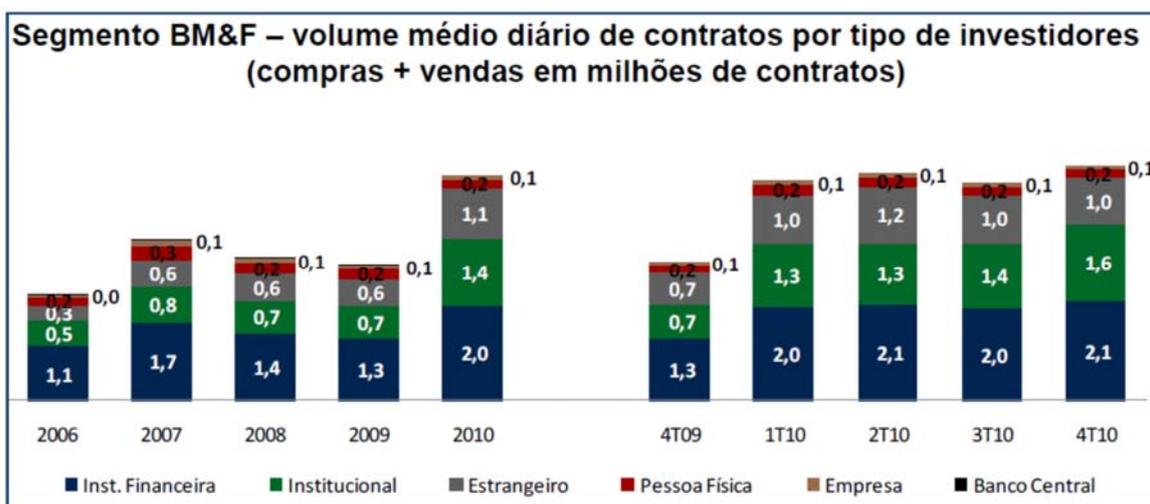


Fonte: Disponível em: < <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf> > Acessado em: 20/04/11

É importante mencionar também o aumento nos contratos de câmbio, pois, possuem o segundo maior peso dentro da receita da BM&F. Os contratos de câmbio bateram recorde de ADTV em 2010. Este crescimento do volume foi devido à volatilidade do mercado, ocasionada em parte pela crise na Europa.

5.2.1.2 IOF BM&F– Imposto sobre Operações Financeiras

A instituição do IOF em outubro de 2010 não impactou significativamente o número de contratos de derivativos. Segundo a BM&FBovespa “Apesar da pequena queda de 5,2% no volume médio diário negociado por investidores estrangeiros, entre o 3T10 e o 4T10, não é possível afirmar que tal movimento resulta do IOF”. (BM&FBovespa; Demonstração Financeira 2010; p.10) Ademais, o impacto sobre os derivativos é limitado pelo peso dos estrangeiros no ADTV da BM&F, de 22,4% em 2010. Dentre estes 22,4% ainda existe uma parcela de High Frequency Traders que não sofre a incidência do IOF. Isto ocorre, pois, zeram suas posições no mesmo dia não precisando depositar margem. Esta parcela é equivalente a aproximadamente 6% do volume transacionado por estrangeiros, fazendo com que o percentual do ADTV que pode ser afetado pelo IOF diminua para aproximadamente 16%.

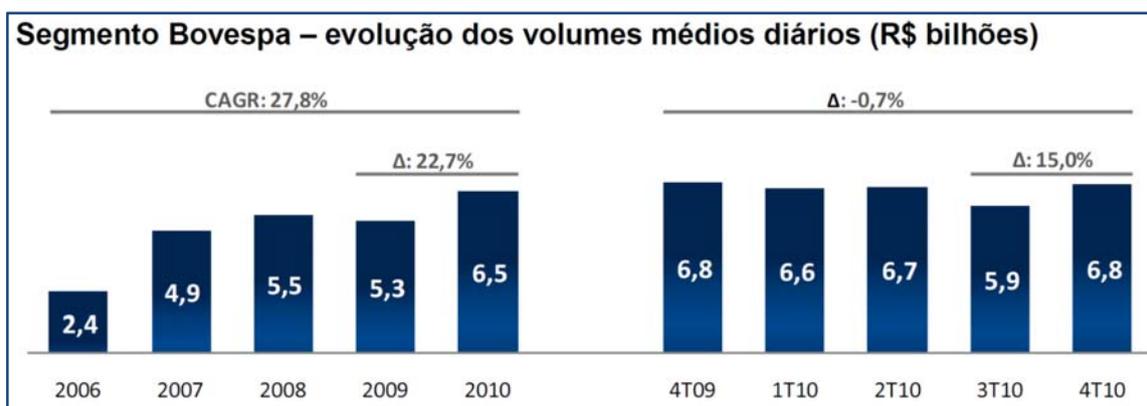


Fonte: Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf>> Acessado em: 20/04/11

5.2.2 Receita Bovespa

A receita da Bovespa depende diretamente do valor transacionado, sendo um percentual do mesmo. O valor transacionado é função do valor de mercado das ações, da velocidade de giro e das novas listagens.

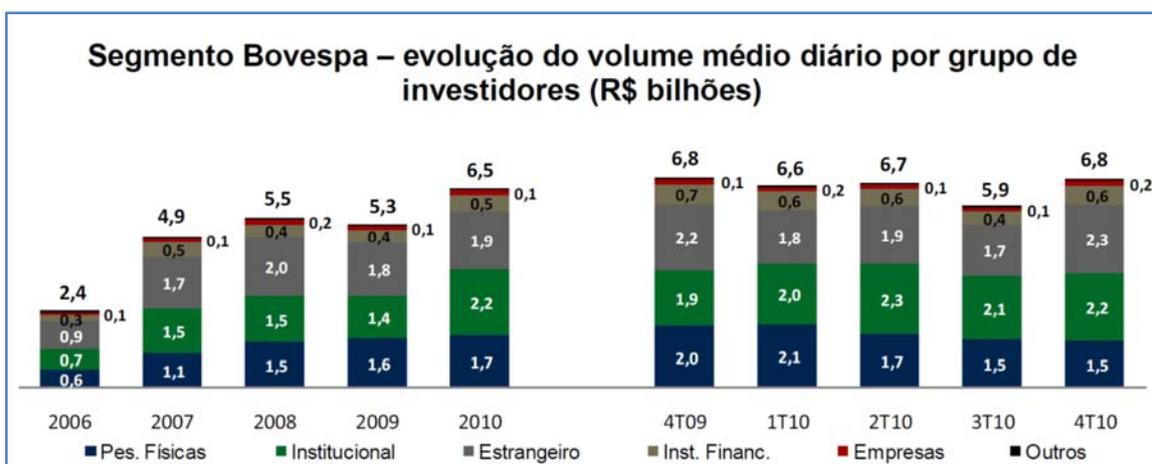
Em 2010 a Bovespa também obteve a maior média diária de negociação de sua história, transacionando em média R\$6,5 bilhões por dia. A capitalização de mercado média atingiu R\$2,3 trilhões, 22,7% acima do ano anterior. As principais razões por detrás deste crescimento foram: a valorização das ações, 23 ofertas públicas primárias no valor de 145 bilhões de reais (Fonte: CVM), a capitalização da Petrobras, crescente movimentação de ETFs e o aumento da confiança dos investidores.



Fonte: <Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf>; Acessado em: 20/04/11>

5.2.2.2 IOF Bovespa– Imposto sobre Operações Financeiras

Embora o IOF afete aproximadamente 30% do volume de transações da Bovespa o seu impacto não foi sentido em 2010. Analisando o percentual de estrangeiros no ADTV da Bovespa entre o terceiro e quarto trimestre de 2010, de 28,8% para 32,8% fica claro que não houve grande impacto do imposto.



Fonte: <Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf>; Acessado em: 20/04/11>

5.2.3 Receita Depositária, Custódia e Back Office

No ano houve um aumento de 11,2% na quantidade de investidores ativos e de 42% no valor em custódia. Os investidores pessoas físicas passaram a representar 95,4% das 640 mil contas em custódia no final de 2010.



Fonte: <Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf>; Acessado em: 20/04/11>

5.3 Amortização de Ágio

Outro insumo de peso relevante para a projeção de valor da BM&FBovespa é a amortização de ágio proveniente da fusão da BM&F com a Bovespa em 2008. Através da fusão foi gerado um “goodwill” no valor de R\$13,3 bilhões. Este valor corresponde ao preço pago pelos lucros futuros da Bovespa que, seguindo a legislação vigente, poderão ser amortizados ao longo dos dez anos seguintes. A amortização dos R\$13,3 bilhões implica em uma redução de impostos no valor de R\$4,5 bilhões de reais.

Em 2010 a receita federal brasileira multou a BM&FBovespa no valor de R\$410 milhões correspondendo à parcela dos impostos que não foram pagos devido à amortização de ágio. Desta forma o governo questionou a quantidade de “goodwill” gerado pela fusão da BM&F com a Bovespa.

Embora o departamento jurídico da BM&FBovespa afirme que conseguirá reverter a decisão do governo, o resultado desta disputa ainda não é claro. O risco de uma redução do “goodwill” é, portanto, significativo visto que faltam R\$11 bilhões de reais a serem amortizados.

“A BM&FBOVESPA apresentará impugnação ao referido auto de infração no prazo regulamentar, e considera, com base na opinião de seus advogados, que o risco de perda associado a esse procedimento fiscal é remoto, reafirmando seu entendimento de que o ágio gerado na incorporação de ações de emissão da Bovespa Holding S.A. foi constituído regularmente, em estrita conformidade com a legislação fiscal, inexistindo tampouco qualquer inconsistência no critério utilizado para apuração do patrimônio líquido de Bovespa Holding S.A. para efeito do cálculo do valor do ágio.”

Fonte: Disponível em:

<http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portal_investidores/pt/comunicados_noticias/comunicados_mercado/Comunicado%20ao%20Mercado%20-%20ágio_30112010.pdf> Acessado em: 28/04/11

6. Precificação da BM&FBovespa

Este capítulo é o mais importante do ponto de vista da compreensão do leitor, pois, somente ao entender a construção das premissas estará apto a julgar se o resultado final do modelo é razoável. Serão utilizadas todas as informações disponíveis para embasar as projeções do futuro da empresa e do seu mercado. Onde faltam informações para auxiliar na tomada de decisões, é considerado um cenário pessimista para resguardar o leitor de um resultado final que sobre avalie o valor da empresa.

O capítulo será dividido em duas partes sendo a primeira dedicada à elaboração de premissas de crescimento da receita da BM&FBovespa, do impacto da concorrência sobre o valor da empresa, da taxa de crescimento perpétuo a ser utilizada e da amortização de ágio. Na segunda sessão analisaremos os resultados do modelo através de múltiplos e do valor de mercado encontrado.

6.1 Premissas

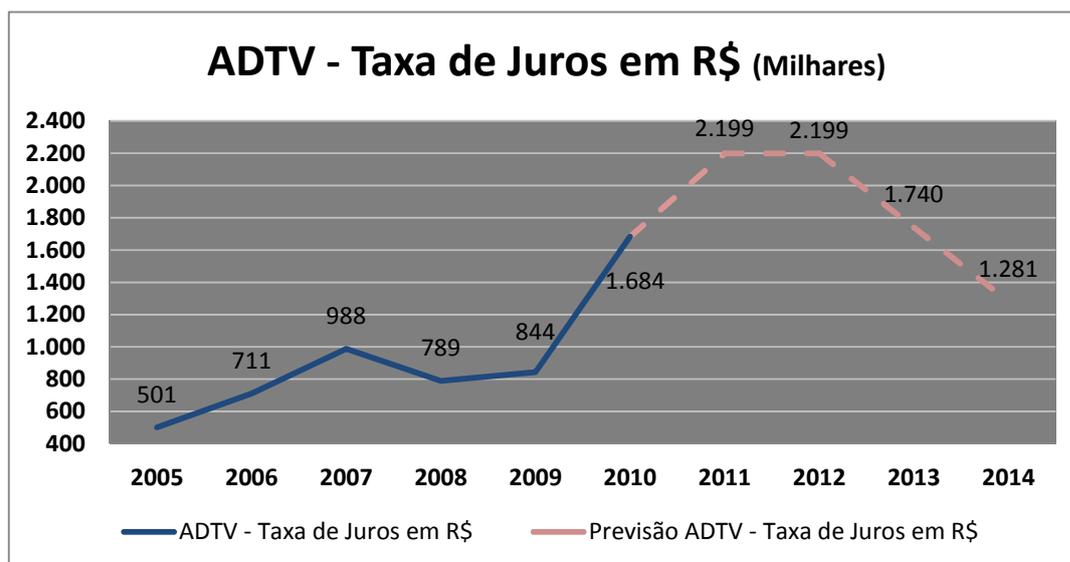
6.1.1 Premissa Receita BM&F

A principal fonte de receita da BM&F são os contratos de juros em reais. Estes representaram 40% e 52% das receitas da BM&F em 2009 e 2010 respectivamente. Já, o volume médio diário transacionado de contratos de juros em reais dobrou de 2009 para 2010 atingindo seu pico histórico. Este aumento do volume é devido à volatilidade das curvas de juros, ocasionada pelas expectativas divergentes quanto às decisões de política monetária do Banco Central.

Além do forte crescimento ocorrido de 2009 para 2010, durante os primeiros meses de 2011 houve crescimento de 30,6% sobre o volume de contratos transacionados. O volume médio dos primeiros meses de 2011 foi de 2.230.000 contratos diários, 168% acima da média de 2006-2009. A volatilidade da curva de juros que gerou este aumento deve persistir em 2012 devido à incerteza quanto à atuação do Banco Central para conter a inflação.

Embora o número de contratos não deva ser reduzido em 2012, também não é esperado que haja um novo aumento no número de contratos transacionados. A política monetária adotada pelo Banco Central deve conter o ritmo de expansão da inflação e, por conseguinte, a volatilidade da curva de juros.

Portanto, é pressuposto que o número de contratos de juros em R\$ aumente em 2011 à mesma taxa do primeiro trimestre (30,6%), e que em 2012 o volume se mantenha constante. A partir de 2013, projetamos que as condições atípicas de volumes não mais se sustentarão e a média diária de contratos transacionados reverterá para a média de 2006-2009 corrigida pela taxa de crescimento da economia de 2009-2013. Esta reversão à média ocorrerá em 2013 e 2014. (Abaixo gráfico ilustrativo)



Fonte: dados de 2005 a 2009 da BM&FBovespa

Após 2014 a taxa de crescimento da receita da BM&FBovespa reverterá para a taxa de 9%a.a. nominal (sessão 6.1.5) de forma a crescer no mesmo ritmo da economia brasileira.

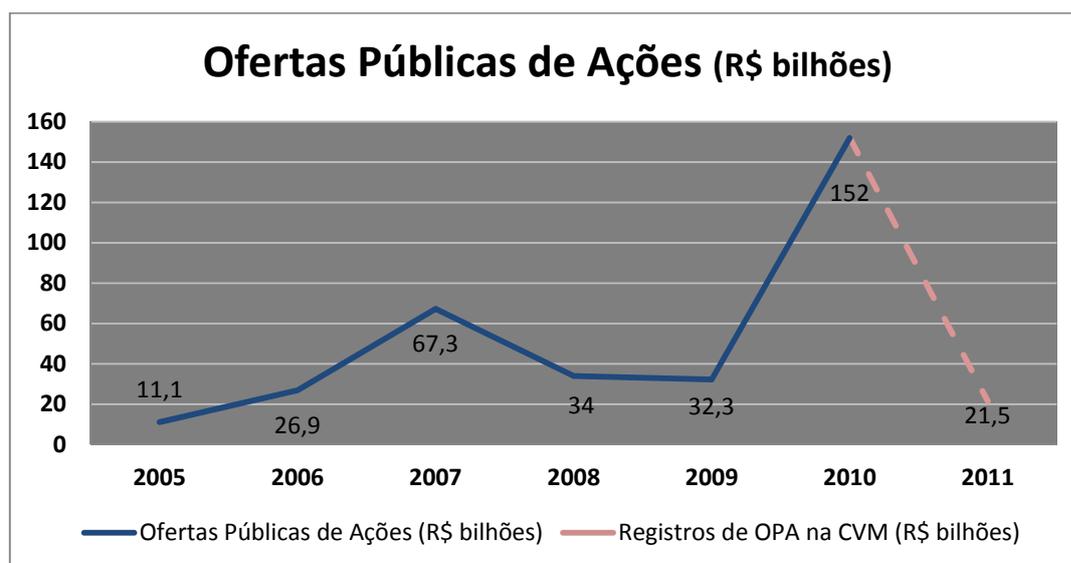
Os demais contratos da BM&F crescerão em 2011 ao mesmo ritmo do primeiro trimestre, depois revertendo à taxa de crescimento perpétua estimada de 9%a.a. nominal.

Desta forma, os contratos crescerão junto com a taxa de crescimento estimada para a economia.

Vale ressaltar que o IOF está sendo desconsiderado por não apresentar impacto suficiente para ser modelado. Podemos assumir esta posição visto que seu impacto sobre os volumes de 2010 não foram perceptíveis e, mesmo que houvesse alguma redução no volume transacionado, este estaria limitado pelo teto de 16% descrito no capítulo anterior.

6.1.2 Premissa Receita Bovespa

Como citado no capítulo cinco, a receita da Bovespa depende do valor transacionado. Este, por sua vez, é função do valor de mercado das ações, da velocidade de giro das mesmas e de novas listagens. Em 2010 a Bovespa teve seu recorde histórico de valor médio diário transacionado e também uma valorização de 22,7% dos seus ativos. O aumento no seu valor transacionado foi devido, em grande parte, às ofertas públicas de ações que somaram R\$145 bilhões no ano. Para que o nível de ADTV continue a crescer em 2011 e 2012 será necessária uma nova série de ofertas públicas. Entretanto, o valor das ofertas programadas para 2011, de R\$21,2 bilhões, está abaixo da média de 2005-2009 de R\$34,2 bilhões. Assim, não é provável que haja uma expansão do ADTV em 2011.



Fonte: dados da CVM

Desta forma, a taxa de crescimento projetada para a receita da Bovespa de 2011 em diante será igual à taxa média de crescimento estimado da economia, de 9%a.a. nominal.

Novamente estamos desconsiderando o Imposto sobre Operações Financeiras, pois, este não apresentou impacto perceptível nos volumes da Bovespa em 2010 e no primeiro trimestre de 2011.

6.1.3 Premissa Receita Depositária, Custódia e Back-Office

As receitas da depositária, custódia e “back-office” são diretamente relacionadas ao número de contratos da BM&F e do valor transacionado da Bovespa. No modelo consideraremos que a receita futura será função direta destes volumes transacionados.

É importante ressaltar que esta simplificação não altera de forma significativa o resultado do modelo. Entretanto, esta projeção não mais poderá ser utilizada quando for implementada a nova política de preços da BM&FBovespa. A nova política aumentará o peso da depositária, custódia e “back-office” para dois terços da receita, fazendo com que seja necessário modelar estes serviços com maior grau de detalhamento.

6.1.4 Premissa Amortização de Ágio

Ainda não houve uma resolução da questão de amortização de ágio da BM&FBovespa com o governo. Para minimizar o risco de superestimarmos o valor da companhia, descontaremos do “goodwill” o percentual que o governo diz ter sido incorretamente calculado. Calculamos este percentual como o valor da multa sobre o valor do “goodwill” amortizado em 2008 e 2009, R\$410 milhões sobre R\$1,8 bilhão. Desta forma, reduzimos o “goodwill” remanescente de R\$11,5 para R\$8,88 bilhões, e o benefício fiscal de R\$3,91 para R\$3,01 bilhões.

6.1.5 Taxa de Crescimento Perpétuo

A taxa de crescimento perpétuo é a taxa que reflete o crescimento das receitas da companhia a médio e longo prazo. No caso da BM&FBovespa é razoável supor que a companhia crescerá a médio prazo à mesma taxa da economia, pois, o crescimento da economia aumentará também a demanda por serviços financeiros.

Para estimar a taxa de crescimento perpétuo é necessário projetar a taxa de inflação futura e o crescimento real da economia. Analisando os dados do IBGE para a inflação ao longo dos últimos sete anos vemos que a média foi de 5,3%. Entretanto, é razoável supor que no médio e longo prazo o Banco Central traga a média de inflação para o centro da meta de 4,5%. Projetamos assim uma taxa de inflação de 4,5%. Por sua vez, estimamos o crescimento real da economia em 4,5% por acreditar ser uma taxa sustentável a longo prazo que se encontra entre a taxa de crescimento dos países desenvolvidos e em desenvolvimento. Somando ambos os fatores temos a taxa de crescimento perpétuo de 9%a.a.

Índice de Preços ao Consumidor	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Média
IPCA	7,6%	5,6%	3,1%	4,4%	5,9%	4,3%	5,9%	5,3%

Fonte: IBGE

6.1.6 Premissa de Concorrência

Em fevereiro de 2011 Claritas Asset Management assinou um memorando de entendimento com o grupo BATS Global Markets para estudar o mercado brasileiro visando abrir uma nova bolsa. Claritas Asset Management possui o título da BovesBA, Bolsa da Bahia. Por sua vez, o grupo BATS ofereceria seu “know-how” que consiste em oferecer uma plataforma de negociação com tempo de execução menor e tarifas mais baixas do que as bolsas do mercado brasileiro.

Buscando desestimular novos entrantes a BM&FBovespa se adiantou a oferecer serviços para reduzir o tempo de execução de operações ao mesmo tempo em que busca atender novos mercados. Dentre suas iniciativas está a captura do mercado de High-

Frequency-Traders através de investimentos em co-location – servidores localizados dentro do prédio da BM&FBovespa para reduzir o tempo de latência das operações - e no desenvolvimento de uma plataforma de negociação em conjunto com o Grupo CME. A empresa também está desenvolvendo uma nova estrutura de preços que reduzirá o preço por contrato transacionado enquanto a cobrança pela liquidação e custódia aumentará. O primeiro esboço desta nova estrutura foi apresentado em fevereiro de 2011.

Entretanto, a maior dificuldade para a entrada de uma nova bolsa no mercado brasileiro é a legislação vigente. Por lei ordens de venda e compra tem que ser feitas em um ambiente acessível a todos os participantes do mercado. Assim, não é possível internalizar ordens de compra e venda dentro de uma única instituição. Para estabelecer uma nova bolsa será necessário oferecer um sistema unificado, associando a plataforma da nova entrante à estrutura já existente da BM&FBovespa. Uma segunda dificuldade advirá da supervisão das operações. Hoje esta supervisão é feita pela BM&FBovespa, pois, é a única empresa atuante no mercado. Com um novo entrante, seria necessário que a CVM assumisse a função de supervisão ou que fosse criada uma nova entidade governamental para ocupar este cargo.

Desta forma, levará de três a quatro anos para que uma nova bolsa comece a operar devido à dificuldade de instalação de uma nova plataforma e da resolução da questão de supervisão governamental.

Para efeito de modelagem será suposto que levará quatro anos para que comece a operar a nova bolsa e que esta ocupe 20% das receitas da BM&FBovespa até 2019. O número de 20% é arbitrário, pois, não há qualquer informação sobre o escopo da futura bolsa ou mesmo se ela será criada.

Redução de Receita Devido à Concorrência	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Percentual a ser abatido	0%	4%	8%	12%	16%	20%

6.2 O Modelo

6.2.1 Receitas

Seguindo as premissas delineadas anteriormente temos a seguinte evolução das receitas da companhia.

Receitas	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Receita BM&F	374.334.763	488.926.852	488.926.852	386.741.140	284.641.479	310.259.212
<i>Variação Y/Y</i>		31%	0%	-21%	-26%	9%
Receita Bovespa	1.049.300.000	1.291.676.949	1.407.927.875	1.534.641.383	1.672.759.108	1.823.307.428
<i>Variação Y/Y</i>		23%	9%	9%	9%	9%
Receita Depositária e Custódia	331.189.000	390.337.937	417.185.175	427.213.287	439.891.312	479.481.530
<i>Variação Y/Y</i>		18%	7%	2%	3%	9%

6.2.2 Capex

O CAPEX (Capital Expenditures) previsto pela companhia para os anos de 2011 e 2012 é de R\$198 milhões e R\$ 165 milhões respectivamente. Após esta data a empresa estima que seus investimentos em CAPEX devam se manter em torno de 5% da receita líquida.

O CAPEX será destinado prioritariamente a investimentos na área de tecnologia. Dentro os principais projetos a serem desenvolvidos estão: a nova plataforma de negociação criada em conjunto com a Chicago Mercantile Exchange, desenvolvimento do mercado de opções sobre ações, desenvolvimento de programas de formação de mercado do imobiliário e de commodities, e a construção do novo datacenter para a BM&FBovespa.

CAPEX	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Soluções me TI	197.982	164.985	121.129	124.724	135.949	148.185
Institucional e área corporativo	18	15	11	11	13	14
CAPEX Total	198.000	165.000	121.141	124.736	135.962	148.198
<i>Variação Y/Y</i>		-17%	-27%	3%	9%	9%

6.2.3 Beta

O método utilizado para encontrar o beta da BM&FBovespa é conhecido como bottom-up, pois, faz uso do beta de companhias do mesmo setor para construir o beta da empresa. Este processo envolve a extirpação da dívida do beta das empresas similares para então calcular o beta médio livre de dívida do setor. Em seguida o beta médio do setor é utilizado para encontrar o beta com dívida da BM&FBovespa. O processo de cálculo está descrito no na sessão 3.2.10.

Ticker	Unlevered Beta
CME US EQUITY	0,99
LSE LN EQUITY	1,30
BME SME EQUITY	0,80
X CN EQUITY	0,76
388 HK EQUITY	1,34
SGX SP EQUITY	1,14
Average Unlevered Beta	1,06

	2011	2012	2013	2014	2015
Imposto de Renda	34%	34%	34%	34%	34%
Dívida (R\$ mil)	R\$ 1.031.423				
Market Cap Atual (R\$ mil)	R\$ 22.688.555				
Levered Beta	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09

6.2.4 WACC

Tendo encontrado o beta da companhia, agora calculamos o WACC (Weighted Average Cost of Capital). O WACC é fundamental para descontar os fluxos de caixa futuros pela taxa de retorno mínima esperada pelos investidores. O seu método de cálculo está descrito nas sessões 3.2.11 a 3.2.13.

Premissas Macro	2011	2012	2013	2014	2015
IPCA	6,00%	5,00%	4,50%	4,50%	4,50%
Cambio Nominal%	-5,56%	2,94%	2,45%	2,45%	2,45%
Risk free USA	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Country risk	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Equity risk premium	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
IR	34%	34%	34%	34%	34%
Beta	1,09	1,09	1,09	1,09	1,09
Ke (R equity)	6,38%	14,88%	14,39%	14,39%	14,39%
Kd	14,18%	13,65%	12,60%	11,55%	10,50%
Custo dívida (Kd*(1-tx))	9,36%	9,01%	8,32%	7,62%	6,93%
% dívida (alavancagem)	4,35%	4,35%	4,35%	4,35%	4,35%
WACC	6,51%	14,62%	14,12%	14,09%	14,06%

6.2.5 Valor da BM&FBovespa

Finalmente, calculamos o valor de mercado da empresa somando os seus fluxos de caixa descontados futuros e subtraindo a dívida líquida e os dividendos a pagar e somando os investimentos. Encontramos assim o valor de mercado de R\$25,7 bilhões, ou R\$12,58 por ação.

Somatório FCF Descontado (R\$ Mil)	8.389.220,91
Perpetuidade (R\$ Mil)	14.404.099,33
Crescimento	9%
Perpetuidade c/ desconto concorrência	11.523.279
EV (R\$ Mil)	19.912.500,37
(-) Dívida Líquida	(3.727.578,54)
(+) Investimentos	2.353.046,00
(-) Dividendos a Pagar	270.062,30
Valor de Mercado Calculado (R\$ Mil)	R\$ 25.723.062,62
Valor de Mercado Atual	R\$ 22.688.555,40
Quantidade de Ações	2.044.014
Valor Calculado por Ação R\$	R\$ 12,58
Valor Atual da Ação R\$	R\$ 11,10
UPSIDE%	13,37%

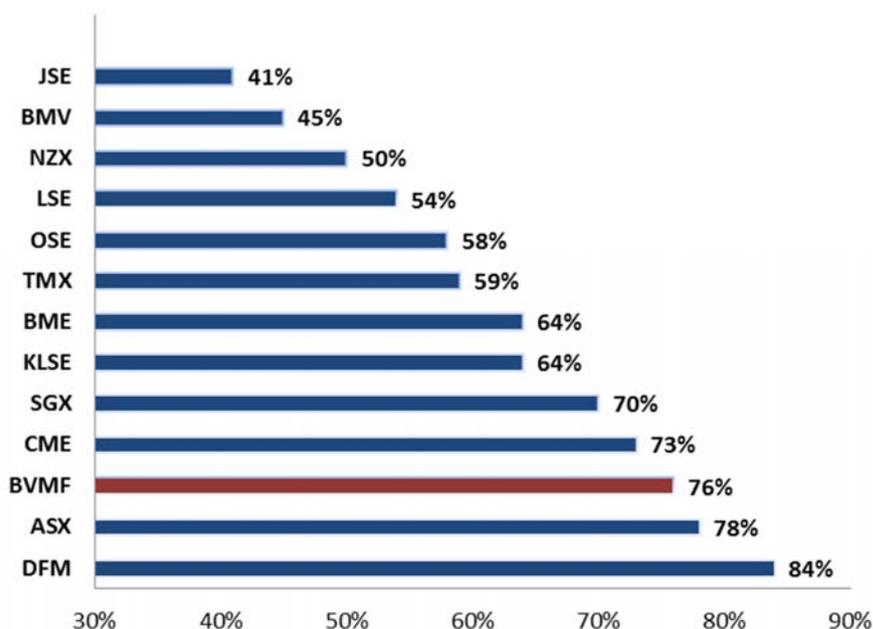
7. Conclusão

Após analisar o negócio da BM&FBovespa, e construir premissas sobre as principais variáveis que influenciam o fluxo de caixa da empresa, chegamos à conclusão de que a empresa estava subavaliada ao preço de R\$11,10 por ação (BVMF3) do dia 24/03/2011. Podemos sustentar esta conclusão comparando os múltiplos das empresas que operam neste mesmo setor. O P/E futuro de 2012 da BM&FBovespa, de 14,2, é menor do que o das demais bolsas de países em desenvolvimento. Como o P/E embuti a expectativa de crescimento futuro um múltiplo menor implica uma menor taxa expectativa de crescimento. Assim, aparece novamente que o mercado está subavaliando a empresa ao projetar um baixo crescimento futuro das receitas. Um bom exemplo desta subavaliação é encontrado na BMV que possui um múltiplo maior do que a BVMF embora as perspectivas de crescimento para a bolsa e economia brasileira sejam mais promissoras que as mexicanas. O inverso ocorre com a margem de Ebitda que é superior à dos demais países em desenvolvimento. A margem de Ebitda cresce até atingir 80% em 2019.



Fonte: Credit Suisse e dados do modelo BM&FBovespa

Global Exchanges - Margem Ebitda 2012E



	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Margem Ebitda	76,4%	76,1%	75,6%	75,3%	76,3%	77,3%	78,2%	79,1%	80,0%

Fonte: Credit Suisse e dados do modelo BM&FBovespa

Portanto, acreditando na razoabilidade das premissas do modelo é possível concluir que a hipótese inicial estava correta e que a empresa representa uma oportunidade de investimento especulativo. É importante lembrar que a compra de ações da BM&FBovespa é uma aposta no seu crescimento futuro, pois, 46% (ou R\$5,87 dos R\$ 12,68) do seu valor esperado advém de premissas de crescimento.

8. BIBLIOGRAFIA:

Livros

BREALEY, R.A.; MYERS, S.C. Finanças corporativas: investimento de capital e avaliação. São Paulo: Artmed, 2006 , 552 p.

DAMODARAN, A.; Avaliação de empresas. Segunda edição. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007, 464 p.

BENJAMIN, G; ZWEIG, J. The intelligent investor. First Revised Edition. New York: Collins Business Essentials, 2006, 623 p.

HULL, J.C. Options, futures and other derivatives. Third Edition. New Jersey: Prentice Hall, 1997, 572 p.

Sites

BM&FBovespa:

(Central de Downloads)

Disponível em:

<http://ri.bmfbovespa.com.br/site/portal_investidores/pt/servicos_investidores/central_downloads/central_downloads.aspx>

Acessado em: 24/03/2011

(Demonstrações Financeiras de 2010)

Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Demonstracao-financeira-2010.pdf>>

Acessado em: 20/04/11

(Timeline da BM&FBovespa)

Disponível em:

<<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/sobre-a-bolsa/historia/historia.aspx?Idioma=pt-br>>

Acessado em: 01/05/2011

(Comunicado de Ágio da BM&FBovespa)

Disponível em:

<http://ri.bmfbovespa.com.br/upload/portaI_investidores/pt/comunicados_noticias/comunicados_mercado/Comunicado%20ao%20Mercado%20-%20ágio_30112010.pdf>

Acessado em: 28/04/11

CVM:

(Demonstração financeira de 2008)

Disponível em:

<<http://siteempresas.bovespa.com.br/dxw/FrDXW.asp?moeda=L&tipo=4&data=31/03/2009&razao=BMFBOVESPA%20S.A.%20BOLSA%20VALORES%20MERC%20FUT&site=C&pregao=BMFBOVESPA&ccvm=21610>>

Acessado em: 24/03/2011

(Demonstração financeira de 2009)

Disponível em:

<<http://siteempresas.bovespa.com.br/dxw/FrDXW.asp?moeda=L&tipo=4&data=31/03/2010&razao=BMFBOVESPA%20S.A.%20BOLSA%20VALORES%20MERC%20FUT&site=C&pregao=BMFBOVESPA&ccvm=21610>>

Acessado em: 24/03/2011

Wikipedia:

(História BM&FBovespa)

Disponível em:

http://pt.wikipedia.org/wiki/Bolsa_de_Valores_de_S%C3%A3o_Paulo

Acessado em: 06/04/11

JPMorgan:

Disponível em:

< www.morganmarkets.com >

Acessado em: 06/04/11

Credit Suisse:

Disponível em:

< <http://research-and-analytics.csfb.com> >

Acessado em: 06/04/11

Financial Times:

Disponível em:

< <http://www.ft.com/cms/s/0/8229b9fc-38e2-11e0-b0f6-00144feabdc0.html#axzz1NYdz4iaE> >

Acessado em: 25/05/11

Artigos

(Fishlow, Albert ; Origins and Consequences of Import Substitution in Brazil, 1972, p. 315)