

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA – CASO SULAMÉRICA

Filipe Corga Acioli Lopes
Nº de matrícula: 0116592-7

Orientador: José Henrique Tinoco

julho/2008

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA – CASO SULAMÉRICA

“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”.

Filipe Corga Acioli Lopes

Nº de matrícula: 0116592-7

Orientador: José Henrique Tinoco

julho/2008

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

Dedicatória

Dedico esse trabalho aos meus pais, que por sua vez dedicaram suas vidas buscando a felicidade de seus três filhos, nos fazendo acreditar que somos capazes de realizar nossos sonhos. Muito obrigado por todos esses anos me dando suporte e motivação para que eu conseguisse superar os desafios enfrentados na vida e, principalmente, na faculdade. Gostaria também de dedicá-lo aos meus irmãos, que sempre estiveram ao meu lado torcendo por mim.

Agradecimentos

Agradeço a toda minha família pela confiança, suporte e pela torcida. Vocês são exemplos de dedicação, honestidade e princípios.

Agradeço a todos os professores que contribuíram para a minha formação. Em especial agradeço ao meu orientador, o professor José Henrique Tinoco, pelo seu tempo e pela ajuda.

Gostaria de agradecer a todos os meus amigos, que estiveram comigo em todos os momentos bons e ruins da minha vida.

Agradeço a minha namorada por ter me dado equilíbrio, paz e foco, me ajudando a crescer profissionalmente. Agradeço por todo amor e carinho que você demonstra a cada dia.

Sumário

Dedicatória	3
Agradecimentos	4
Sumário	5
Resumo	7
Abstract	8
Introdução	9
1- Revisão Bibliográfica	10
1.1- Qual o Significado do <i>Valuation</i> ?	10
1.1.1- Demitificando o <i>Valuation</i>	10
1.2- Aplicações da Avaliação de Empresas	11
1.3- Métodos de Avaliação mais Utilizados	12
1.3.1- Fluxo de Caixa Descontado	13
1.3.1.1- Fluxo de Caixa Descontado para Empresas	14
1.3.1.2- Fluxo de Caixa para Acionista	14
1.3.2- Fluxo de Caixa para Acionista X Fluxo de Caixa para Empresa	15
1.3.3- Avaliação Relativa	16
1.4- Como Avaliar uma Empresa	18
1.4.1- Entendendo o Negócio	18
1.4.2- Análise dos Demonstrativos Financeiros	19
1.4.2.1- Análise Econômica	21
1.4.2.2- Análise do Endividamento e Risco de Inadimplência	21
1.4.2.3- Análise Financeira	22
1.4.3- Análise do Ambiente de Negócios	23
1.4.4- Elaboração das Premissas	24
1.4.4.1- Receitas.....	24
1.4.4.2- Custos e Margens	25
1.4.4.3- Impostos	25
1.4.4.4- CAPEX	25
1.4.4.5- Custo de Capital	26
1.4.4.5.1- Modelo CAPM	26
1.4.4.5.2- Taxa Livre de Risco	27
1.4.4.5.3- Prêmio de Risco de Mercado	27

1.4.4.5.4- Como Calcular o Beta	27
2- Caso SulAmérica	30
2.1- Entendendo o Negócio	31
2.1.1- A Empresa	31
2.1.2- Histórico e Composição Acionária	31
2.1.3- Perfil Corporativo	32
2.1.4- Sociedades Controladas	33
2.1.5- Estrutura Societária	34
2.2- Análise dos Demonstrativos Financeiros	35
2.3- Análise do Ambiente de Negócios	36
2.3.1- Mercado Segurador no Mundo	36
2.3.2- Características do Setor de Seguros no Brasil	38
2.3.3- Sistema Nacional de Seguros Privados e Órgãos Reguladores	41
2.3.3.1- Superintendência de Seguros Privados (Susep)	42
2.3.3.2- Agencia Nacional de Saúde Suplementar (ANS)	42
2.3.4- Principais Concorrentes no Setor	42
2.3.5- Análise Macroeconômica	43
2.3.5.1- Câmbio	44
2.3.5.2- Taxa de Juros	44
2.3.5.3- IPCA	44
2.3.5.4- IGP-M	44
2.3.5.5- PIB	44
2.3.6- Estratégias de Negócio	45
2.4- Principais Premissas e Valor Justo	46
2.4.1- Premissas Macroeconômicas	46
2.4.2- Prêmios Ganhos	47
2.4.3- Sinistros Retidos e Despesas de Comercialização	47
2.4.4- Outras Despesas Operacionais	47
2.4.5- Resultado Financeiro	48
2.4.6- Resultado da Avaliação	48
2.5- Projeções	49
3- Conclusão	50
Referências Bibliográficas	51

Resumo

O objetivo deste trabalho é discutir os principais métodos utilizados na avaliação de empresas. A partir de uma revisão bibliográfica, é apresentada a teoria que fundamenta os métodos de avaliação, cada um com suas qualidades e limitações, assim como um roteiro sugerido para que a análise de empresas obtenha resultados consistentes. O modelo proposto é apresentado na prática através de um estudo de caso real, que consiste na avaliação da SulAmérica, empresa brasileira de seguros. Os resultados obtidos quando comparados com os preços correntes do mercado e ainda com análises efetuadas por corretoras e bancos de investimentos, foram satisfatórios.

Abstract

This study discusses principal methods used in the valuation of companies. Based on a bibliographic review of the main authors of this theme, I have sought to present the theory which provides the fundamentals of the methods, as well as a guide that suggests the steps that should be taken in order to undertake consistent analyses of the companies. For validation and understanding of the models proposed, it is also provided a case study of a real company which involves the valuation of SulAmérica, a Brazilian company of insurance. The results found were satisfactory and allowed to make comparisons with current prices of the market and also with those analyses performed by investment banks.

Introdução

Saber mensurar o valor de uma empresa ou projeto é um dos pressupostos fundamentais para a tomada de decisão sobre qualquer investimento ou aplicação de recursos. Para tanto, a valoração de ativos (*valuation*) é o principal arcabouço teórico que baliza tais decisões. Com a grande difusão de operações de *private equity & venture capital*, *joint ventures* e fusões e aquisições no mundo, além amplo mercado de gestão de recursos, a demanda sobre o aperfeiçoamento do processo de análise, faz com que “academia” e “mercado” interajam em prol do desenvolvimento de técnicas de previsibilidade de preço e valor mais eficientes.

Segundo Armínio Fraga Neto (2007), “a avaliação de investimentos é dos mais fascinantes temas das disciplinas de economia e das finanças”, que somado ao argumento da crescente demanda, nos traz uma boa sensibilidade para explicar o grande número de artigos e livros recentes que tratam do assunto. Entende-se que o processo de análise e precificação, não é capaz de prever os movimentos de curto-prazo dos preços, todavia aumentando o horizonte de tempo podemos ter uma excelente referência de preço justo.

Partindo de uma revisão bibliográfica dos principais autores do tema, este trabalho tem como objetivo apresentar algumas técnicas difundidas no mercado para a realização do *valuation* e mostrar que não existe uma fórmula única para sua realização, sendo necessário adaptar o processo de análise de acordo com o ativo. E ainda, um roteiro sugerido para o processo de análise do setor de Seguros, apresentando sua utilização na prática, através da avaliação da SulAmérica, empresa líder no setor de seguros. O intuito é obter um preço por ação que seja coerente com o praticado pelo mercado, sendo utilizado para tanto os valores divulgados por bancos de investimento.

1- Revisão Bibliográfica

1.1- Qual o Significado do *Valuation*?

Valuation, por definição, significa valoração, estimação de valor, avaliação, atribuição de valor. A avaliação de Investimentos é um conjunto de técnicas e modelos utilizados na análise de oportunidades para a alocação de recursos. O *valuation* é uma forma de suportar as decisões e escolhas dos investidores potenciais de um negócio, combinando grau de atratividade, valor, risco e o custo de oportunidade. Podemos avaliar qualquer tipo de ativo como, por exemplo, empresas, imóveis, projetos e ações.

Segundo Damodaran (2007), “O princípio fundamental de um investimento sólido é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele vale”. Quando compramos um ativo, deve-se ter em mente que a motivação estrita para essa ação é o potencial de geração de fluxos de caixa futuros deste ativo. É com esta expectativa ou esperança de fluxo que, os investidores atentos devem comprar um ativo.

1.1.1- Desmitificando o *Valuation*

Ao recorrer aos resultados de uma avaliação de ativos para suportar a sua decisão de investimento, o investidor deve considerar a relevância dos seguintes aspectos segundo Damodaran (1997):

Embora apoiados por modelos quantitativos isso não assegura uma avaliação objetiva. Para Damodaran (1997), por mais imparciais que sejam os analistas, a análise conta com premissas subjetivas e percepções da realidade, o que gera um viés na avaliação. O viés pode ser uma consequência dos inputs usados na avaliação e/ou na revisão de premissas após o término da análise. A revisão tem por objetivo a aplicação de algum fator qualitativo a avaliação, como ganhos de sinergia ou questões estratégicas, que acabam por justificar o diferencial entre o valor encontrado na análise e o valor considerado correto pelo analista.

Tendo em vista a velocidade das mudanças de um mundo caracterizado pela transformação contínua, impõe-se às empresas o desafio de assegurar sua

competitividade e sua sobrevivência no longo prazo, pela busca contínua por qualidade dos produtos, serviços e processos operacionais, além da sua capacidade de inovação, flexibilidade e adaptabilidade. Por mais que uma avaliação seja bem pesquisada e bem feita ela não é eterna. Logo, a avaliação deve ser revista cada vez que estiverem disponíveis novas informações. Cada nova informação deve ser incorporada ao preço e as premissas devem ser alteradas de acordo com mudanças na economia, no setor ou na própria empresa.

Outro mito quebrado por Damodaran (1997) é o de que “Uma boa avaliação oferece uma estimativa precisa de valor”. Em todo processo de avaliação sempre há incertezas, ao fazermos previsões para o futuro, estamos incorporando incertezas às estimativas, quer sejam, incertezas específicas da empresa ou incertezas econômicas. Todas essas variáveis podem impactar muito fortemente a avaliação.

De fato, alguns acreditam que quanto mais detalhado, mais quantitativo, melhor o modelo. Quanto mais detalhes, mais específico é o modelo em questão, permitindo ao analista fazer melhores previsões sobre cada um dos itens. Todavia, o maior detalhamento cria a necessidade de se colocar mais inputs no modelo, agregando ainda mais incerteza na avaliação. Para Damodaran (2007), “Ao avaliar um ativo, queremos usar o modelo mais simples possível. Em outras palavras, se podemos avaliar um ativo com três inputs, não devemos utilizar cinco”.

Por fim, ainda segundo Damodaran (1997), é um equívoco pensar que “O produto da avaliação (ou seja, o valor) é o que importa, o processo de avaliação não é importante.”, pois o processo de avaliação permite o entendimento das fontes de valor do negócio. Entender os *drivers* da empresa ajuda na montagem de estratégias que maximizam o valor do negócio, bem como entender melhor os riscos do negócio.

1.2- Aplicações da Avaliação de Empresas

Uma definição ampla da utilidade e da aplicabilidade da avaliação de empresas é dada por Copeland, Kotler e Murrin (2001), “A avaliação de empresas também é um ferramental analítico que pode ser transformado em instrumento de gestão e implantado através de toda uma organização para orientá-la de maneira integrada e consciente na

busca de um objetivo único e fundamental: a criação de valor para o acionista”. Ao elaborar uma avaliação busca-se dar suporte a muitas decisões, tanto para os investidores ou acionistas minoritários, quanto para a própria empresa ou acionistas controladores. No caso de investidores, a avaliação ajuda na seleção de oportunidades. No caso de empresas, a avaliação pode ser utilizada como ferramenta para a tomada de decisões estratégicas. A avaliação também permite que compradores e vendedores de um ativo, tenham uma idéia de valor justo, viabilizando por exemplo, o processo de fusões e aquisições de empresas. Além disso, uma boa avaliação consegue estimar o valor das sinergias resultantes da nova empresa fundida ou incorporada e dar suporte à engenharia financeira para a captação de recursos e de parceiros para o empreendimento. Outro caso de aplicação é a oferta pública primária de ações em bolsa, necessária para abertura de capital da empresa, auxiliando no processo de determinação da quantidade a ser ofertada e a faixa de preço de lançamento das ações.

1.3- Métodos de Avaliação mais utilizados

Os principais métodos de avaliação de empresas utilizados pelo mercado são: Fluxo de Caixa Descontado, Múltiplos ou Avaliação Relativa e Opções Reais. Os modelos podem ser utilizados em conjunto ou separadamente e não há entre eles, nenhum que seja perfeito ou inquestionável.

O Fluxo de Caixa Descontado relaciona o valor presente do ativo diretamente às perspectivas futuras de fluxos de caixa e inversamente ao nível de risco do investimento. É o mais utilizado pelo mercado, pois permite uma melhor compreensão das fontes de valor do ativo tais como, o processo de geração de fluxo de caixa operacional, o impacto do nível de risco do investimento, as necessidades de re-investimento, entre outras.

A avaliação por Múltiplos, precifica um ativo a partir da comparação de índices financeiros de ativos similares ou de seus “pares”. Os modelos de Avaliação Relativa em função de sua simplicidade e capacidade de dar respostas rápidas são bastante úteis, porém requerem muita sensibilidade (*feeling*) e aptidão analítica, merecendo alguns cuidados na sua interpretação.

Já a avaliação por Opções Reais é uma metodologia muito recente, mais complexa e sofisticada em termos matemáticos e deve ser utilizada quando o ativo possuir características mais específicas. Um bom exemplo para sua aplicação está na avaliação de concessões de exploração de petróleo, onde muitas vezes existe a opção de espera nos investimentos, o que pode gerar valor ao projeto.

1.3.1- Fluxo de Caixa Descontado

O valor de um ativo advém dos fluxos de caixa futuros projetados para esse ativo. Considerando o nível de incerteza associado, para estimarmos o valor de um ativo devemos trazer os fluxos de caixa futuros para valor presente, conforme demonstrado abaixo:

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCX}_t / (1+K)^t$$

onde,

n = último período da vida útil do ativo

FCX_t = Fluxo de Caixa no período t

K = taxa de desconto

“Os fluxos de caixa variam de ativo para ativo – dividendos para ações, cupons (juros) e valor de face para obrigações e fluxos de caixa após impostos para um negócio.” (Damodaran, 2007). O que o analista deve ter em mente quando for calcular a taxa de desconto é que, as taxas serão diretamente proporcionais ao seu risco. Inúmeras variáveis impactam no cálculo da taxa de desconto e sua composição será assunto de um item posterior. De forma geral, ativos que possuam fluxos de caixa garantidos, devem ser descontados pela taxa livre de risco. Como parâmetro para tal afirmação, o mercado considera um ativo livre de risco os títulos da dívida pública emitidos pelo governo dos EUA.

Existem dois tipos de abordagem para a utilização deste método, o Fluxo de Caixa Descontado para Acionista (FCFE) e o Fluxo de Caixa Descontado para Empresa (FCFF).

1.3.1.1- Fluxo de Caixa Descontado para Empresa (FCFF)

Por este método, para chegar ao valor da empresa os fluxos de caixa projetados que serão descontados, devem ser abatidos de todas as despesas operacionais, re-investimentos e impostos, sem serem considerados, porém, os fluxos destinados aos credores. A partir daí, deve-se descontar esses fluxos residuais pelo custo médio ponderado do capital (WACC), que é o custo das fontes de recursos da empresa (dívida e patrimônio líquido) ponderado por pesos atribuídos pelos seus valores de mercado.

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCX da Empresa } t / (1+WACC)^t$$

Onde,

FCX da Empresa t = Fluxo de Caixa da Empresa esperado no período t

WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

O esquema abaixo exemplifica como se chega nos fluxos de caixa que serão descontados:

$$\begin{aligned} & \text{Receitas} \\ & - \text{Despesas Operacionais} \\ & - \text{Depreciação e Amortização} \\ & = \text{Lucros antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)} \\ & - \text{Impostos} \\ & = \text{Lucro Operacional (EBIT x (1-t))} \\ & + \text{Depreciação e Amortização} \\ & - \text{Desembolsos de Capital (CAPEX)} \\ & - \text{Variação do Capital de Giro} \\ & = \text{Fluxos de Caixa da Empresa (FCFF)} \end{aligned}$$

1.3.1.2- Fluxo de Caixa para Acionista (FCFE)

Por este método, o valor do capital acionário é obtido descontando-se ao custo do patrimônio líquido, que é a taxa de retorno exigida pelos investidores sobre o patrimônio líquido da empresa, os fluxos de caixa residuais após as deduções de todas as despesas, bônus fiscais, pagamentos de juros e principal das dívidas da empresa.

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido} = \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCX do Acionista } t / (1+K_e)^t$$

Onde,

FCX do Acionista t = Fluxo de Caixa do Acionista esperado no período t

K_e = Custo do Patrimônio Líquido

O esquema abaixo exemplifica como se chega nos fluxos de caixa que serão descontados:

$$\begin{aligned}
 & \text{Receitas} \\
 & - \text{Despesas Operacionais} \\
 & - \text{Depreciação e Amortização} \\
 & = \text{Lucros antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)} \\
 & - \text{Despesas com Juros} \\
 & = \text{Lucro antes dos Impostos} \\
 & - \text{Impostos} \\
 & = \text{Lucro Líquido} \\
 & + \text{Depreciação e Amortização} \\
 & - \text{Desembolsos de Capital} \\
 & - \text{Variação do Capital de Giro} \\
 & - \text{Pagamentos de Principal (Dívidas)} \\
 & + \text{Entradas de Caixa Decorrentes de Novas Dívidas} \\
 & = \text{Fluxos de Caixa do Acionista (FCFE)}
 \end{aligned}$$

1.3.2- Fluxo de Caixa para Acionista X Fluxo de Caixa para Empresa

A utilização de premissas consistentes para a projeção dos fluxos de caixa e para a determinação das taxas de desconto fará com que o analista obtenha resultados equivalentes quando empregado o uso dos dois métodos comparativamente. Se subtrairmos o valor das dívidas do valor da empresa obtido pelo FCFF, encontra-se o patrimônio líquido. Já se somarmos o valor do capital de terceiros ao valor do capital acionário obtido pelo FCFE, chegamos ao valor da empresa.

1.3.3- Avaliação Relativa

Conforme dito anteriormente, a Avaliação Relativa precifica o valor de um ativo a partir da comparação de múltiplos de ativos similares ou de seus “pares”. Em função de sua simplicidade e capacidade de dar respostas rápidas são bastante úteis, porém requerem muita sensibilidade (*feeling*) e aptidão analítica, merecendo alguns cuidados na sua interpretação.

Após a identificação dos ativos “pares”, que consiste em identificar empresas que são comparáveis dadas suas características, o passo seguinte é a apuração de cotações de mercado e informações contábeis desses ativos. Em seguida já se pode transformar esses valores e informações contábeis em múltiplos, que são nada mais nada menos que medidas padronizadas. A última etapa é a comparação dos múltiplos. Os mais utilizados são o PL (Preço/Lucro), o PBV (Preço/Valor Patrimonial) e o EV/EBITDA.

- **Preço/Lucro:** O PL pela sua simplicidade é o indicador mais popular do mercado, para obtê-lo basta a cotação da ação das empresas em bolsa e o lucro das empresas analisadas. Intuitivamente, ao comparar duas empresas “pares” quanto menor o PL melhor, pois se está pagando menos pelo ativo. Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (1995), empresas do segmento de tecnologia avançada possuem P/L mais elevados, porque o mercado entende que essas empresas têm altas taxas de crescimento. Já empresas dos setores de transporte ferroviário, siderúrgico e serviços públicos possuem P/L mais baixos, dada a perspectiva de crescimento menos robusto. Para Ross, Westerfield, Jaffe (1995), “o mercado apenas avalia percepções do futuro, e não o próprio futuro”. De acordo com esses autores, dois fatores devem ser considerados na interpretação do P/L. O

primeiro é a taxa de desconto da empresa. O P/L está negativamente relacionado à taxa de desconto assim como, está inversamente relacionado ao risco da ação. O segundo diz respeito aos métodos contábeis vigentes, que podem permitir, por exemplo, a contabilização de estoques. Isso faz com que os custos dos produtos estocados sejam subestimados, inflacionando o lucro. Resumidamente, o P/L tende a ser elevado se (a) a empresa tem oportunidades para crescer; (b) se o risco da empresa é baixo e/ou (c) o lucro é apurado de forma conservadora (Ross, Westerfield, Jaffe, 1995). Vale ressaltar que, caso a empresa tenha prejuízo, o P/L perde o sentido. Normalmente o uso do P/L tem melhores resultados em empresas que atuam em setores maduros, onde os desembolsos de capital se aproximam da depreciação, sendo assim o lucro por ação se aproxima bastante do fluxo de caixa livre do acionista. Empresas que atuam em setores de alto crescimento podem possuir índices P/L maiores, sem significar, porém, que elas estão sub-valorizadas. Isso ocorre porque os preços das ações estão mais relacionados com expectativas de lucros crescentes no futuro do que com os lucros atuais.

- **Preço/Valor Patrimonial:** Segundo Damodaran (1997) “a relação entre o preço e valor contábil sempre atraiu a atenção dos investidores. Ações negociadas por preços bem inferiores ao valor contábil do patrimônio líquido têm sido consideradas como boas candidatas a carteiras sub-valorizadas, ao passo que aquelas negociadas por preços maiores do que o valor contábil têm sido alvo de carteiras supervalorizadas”. Enquanto o valor de mercado de um ativo está relacionado às expectativas de retorno no futuro, o “valor de livro” (*book value*) reflete seu custo original e esse “pode se desviar significativamente do valor de mercado se o poder de realização de lucros do ativo tiver aumentado ou declinado consideravelmente desde sua aquisição.” (Damodaran, 1997). Esse múltiplo é muito útil, pois, o valor contábil é um valor relativamente estável facilitando sua comparação com o preço. Comparar esse múltiplo entre empresas do mesmo setor nos traz a sensibilidade sobre a sub ou superavaliação dessas empresas pelo mercado, independente das empresas apresentarem lucros positivos ou negativos. É necessária especial atenção quanto à influência das normas contábeis no múltiplo. Especialmente na apuração de estoques e depreciação, que variam de empresa para empresa dentro de um mesmo setor.

Empresas cujo valor seja preponderantemente sobre ativos intangíveis, fazem com que o PBV perca o sentido.

- **EV/EBITDA:** Outro índice bastante utilizado pelos analistas de mercado é o *Enterprise Value / EBITDA*, que pode ser considerado como um índice da mesma família do P/L. O *Enterprise Value* (EV) consiste do Valor de Mercado do *Equity* (quantidade de ações X cotação de mercado da ação) da empresa somado ao valor da Dívida Líquida (Dívida subtraída do caixa).

1.4- Como Avaliar uma Empresa

O processo de avaliação de uma empresa consiste em muitas etapas. O analista deve começar compreendendo o caso de negócio da empresa, principalmente no que diz respeito aos órgãos reguladores e legislação específica. Analisar os demonstrativos financeiros da empresa e o ambiente de negócios, para que posteriormente possa elaborar as premissas de forma consistente a fim de chegar ao valor justo.

1.4.1- Entendendo o Negócio

Entender o negócio significa conhecer o conjunto de forças mercadológicas que influenciam no desempenho, tanto atual como futuro. Entre essas forças podemos destacar os ambientes demográfico, econômico, tecnológico, político, legal e sócio-cultural. Precisamos também, conhecer os produtos e serviços prestados por ela, os insumos utilizados, o tipo de concorrência e sua estrutura societária.

- **Ambiente Demográfico**
Tamanho e taxas de crescimento populacional da região; distribuição etária; níveis educacionais; perfil étnico/de interesse; padrões e tipos de moradia; tendências de crescimento industrial e comercial
- **Ambiente Econômico**
Nível de renda; nível de poupança; perfil de gastos e acesso a crédito; grau de crescimento econômico da região; perspectivas de lucro para empresas; perspectivas de migração de empresas para o local.

- **Tecnológico**

Grau de tecnologia existente; velocidade de transformação tecnológica; investimentos em pesquisa e desenvolvimento; legislação sobre tecnologia; convergência de tecnologia.

- **Político e Legal**

Situação política nacional; movimentos políticos locais; movimentos de grupos de pressão como Sindicatos; legislação nacional e regional sobre o negócio e clientes.

- **Sócio-Cultural**

Relação das pessoas com as organizações, com a sociedade, e com a natureza; crenças e valores culturais; tendências culturais.

1.4.2- Análise dos Demonstrativos Financeiros

Os principais demonstrativos financeiros de uma empresa são: o Balanço Patrimonial (BP) e a Demonstração de Resultado do Exercício (DRE). O BP, consiste em uma apresentação estática, como uma fotografia, e ordenada do saldo de todas as contas patrimoniais (bens, direitos, obrigações com terceiros e obrigações com os sócios), em um determinado período. Segundo Bodie, Kane e Marcus (2000) “o balanço patrimonial fornece um retrato “instantâneo” da condição financeira de uma empresa durante um tempo específico”. Já a DRE demonstra o resultado de diversas operações da empresa até chegar ao lucro líquido do exercício, que é o que fica efetivamente à disposição dos sócios, para ser distribuído ou reinvestido. Assim, “a demonstração de resultado é um resumo da rentabilidade da empresa durante um período de tempo” (Bodie, Kane, Marcus, 2000).

Resumidamente, é possível definir as seguintes estruturas para o balanço patrimonial e para a DRE:

Estrutura do Balanço Patrimonial:

Ativo	Passivo
- Circulante	- Circulante
Caixa e Bancos	Empréstimos e Financiamentos
Aplicações Financeiras	Fornecedores
Clientes	Contas a Pagar
Estoques	Impostos
- Realizável a Longo Prazo	- Exigível a Longo Prazo
Clientes	Empréstimos e Financiamentos
- Permanente	- Patrimônio Líquido
Investimentos	Capital Social
Imobilizado	Reservas
Diferido	Lucros Acumulados

Fonte: Apostila José Henrique Tinoco

Estrutura da DRE:

RECEITA BRUTA
 (-) Deduções da Receita Bruta
 = RECEITA LÍQUIDA
 (-) Custo das Mercadorias/Produtos/Serviços Vendidos
 = LUCRO BRUTO
 (+) Outras Receitas Operacionais
 (-) Despesas Operacionais
 = Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA)
 (-) Depreciação e Amortização
 = Lucro Antes dos Juros e Impostos (EBIT)
 (-/+) Despesas/Receitas Financeiras
 (-/+) Despesas/Receitas Não Operacionais
 (-/+) Equivalência Patrimonial
 = LUCRO ANTES DO IR
 (-) Provisão para o IR
 = LUCRO LÍQUIDO

Fonte: Apostila José Henrique Tinoco

Além da análise dos acontecimentos passados nos últimos anos, os demonstrativos financeiros podem auxiliar na elaboração de premissas para o desempenho futuro da companhia analisada. Três etapas são fundamentais para se

analisar os demonstrativos financeiros: Análise Econômica, Análise do Endividamento & Risco de Inadimplência e Análise Financeira.

1.4.2.1- Análise Econômica

A análise econômica consiste basicamente em identificar e interpretar a rentabilidade e as margens da empresa. Rentabilidade é a capacidade da empresa em gerar lucro a partir dos capitais investidos. Margem é o volume de recursos financeiros obtidos com a produção e comercialização de produtos e serviços.

A margem nos permite compreender o impacto dos custos em relação às receitas, as mais importantes são a margem bruta, a líquida, EBIT e EBITDA. Calculamos as margens dividindo o respectivo lucro pela receita líquida do período:

$$\text{Margem Bruta} = \text{Lucro Bruto} / \text{Receita líquida}$$

$$\text{Margem Líquida} = \text{Lucro Líquido} / \text{Receita Líquida}$$

$$\text{Margem EBIT} = \text{EBIT} / \text{Receita Líquida}$$

$$\text{Margem EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Receita Líquida}$$

A rentabilidade evidencia o quanto os investimentos renderam e conseqüentemente se a empresa foi bem sucedida na escolha dos seus investimentos. Os principais são o ROA (Retorno sobre o Ativo Total) e o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido).

$$\text{ROA} = \text{EBIT} \times (1-T) / \text{Ativo Total}$$

$$\text{ROA} = (\text{Margem EBIT} \times \text{Giro do Ativo}) \times (1-T)$$

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

Onde,

T= Imposto

Giro do Ativo = Receita Líquida/Ativo Total

1.4.2.2- Análise do Endividamento & Risco de Inadimplência

Esse tipo de análise é muito utilizado por instituições financeiras e serve para determinar, por exemplo, o custo de empréstimos. Segue abaixo a relação dos principais índices usados:

$$\text{Cobertura de Juros EBIT} = \text{EBIT} / \text{Juros}$$

$$\text{Cobertura de Juros EBITDA} = \text{EBITDA} / \text{Juros}$$

$$\text{EBITDA/Dívida}$$

$$D/E = \text{Dívida} / \text{Patrimônio Líquido}$$

$$D/(D+E) = \text{Dívida} / (\text{Dívida} + \text{Patrimônio Líquido})$$

Os índices de Cobertura de Juros (EBIT e EBITDA) mostram a capacidade da empresa honrar com seus financiamentos e empréstimos. Intuitivamente, quanto maiores, melhor. Quanto mais próximos de 1, maior o risco de inadimplência, enquanto que os mais próximos a 10 são considerados de baixo risco. O EBITDA/Dívida mostra como os recursos tomados junto a terceiros (Dívida) se relaciona com o caixa da empresa (EBITDA). Já o D/E e D/(D+E) relacionam o nível de endividamento da empresa com capital próprio e com o capital total.

1.4.2.3- Análise Financeira

A análise financeira mostra a capacidade da empresa em honrar com seus compromissos de curto prazo, contidas no passivo circulante. Deve-se procurar entender a liquidez, os prazos médios das contas de curto prazo, o ciclo financeiro e operacional da empresa, além da necessidade de capital de giro.

Em relação à liquidez os índices mais utilizados são: liquidez seca, liquidez corrente e liquidez imediata. A liquidez corrente mostra o quanto a firma possui de ativo circulante para cada R\$ 1 do passivo circulante. O mesmo raciocínio se aplica no caso da liquidez seca e imediata, variando apenas o numerador.

Índices de Liquidez:

$$\text{Liquidez Corrente} = \text{Ativo Circulante} / \text{Passivo Circulante}$$

$$\text{Liquidez Seca} = (\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}) / \text{Passivo Circulante}$$

$$\text{Liquidez Imediata} = \text{Disponibilidades} / \text{Passivo Circulante}$$

Em seguida faz-se necessário analisar o ciclo financeiro (CF) e o operacional (CO). O ciclo operacional diz respeito ao tempo que transcorre entre as aquisições das matérias primas até o recebimento do valor das vendas, tecnicamente é a soma do prazo médio de estoque (PME) e do prazo médio de recebimento (PMR). Ao subtrair o prazo médio de compra (PMC) deste total, encontramos o ciclo financeiro. Através do CF sabemos o tempo decorrido entre o pagamento dos fornecedores e o recebimento dos clientes. Esse é o tempo em que a empresa precisa se financiar com recursos onerosos de terceiros ou próprio e a operação é denominada financiamento de capital de giro. Podemos dizer que o capital de giro se resume à diferença entre ativo circulante subtraído do passivo circulante (Brealey, 2000).

$$\text{PME} = 360 \times \text{Estoques/CPV}$$

$$\text{PMR} = 360 \times \text{Contas a Receber/Receita Bruta}$$

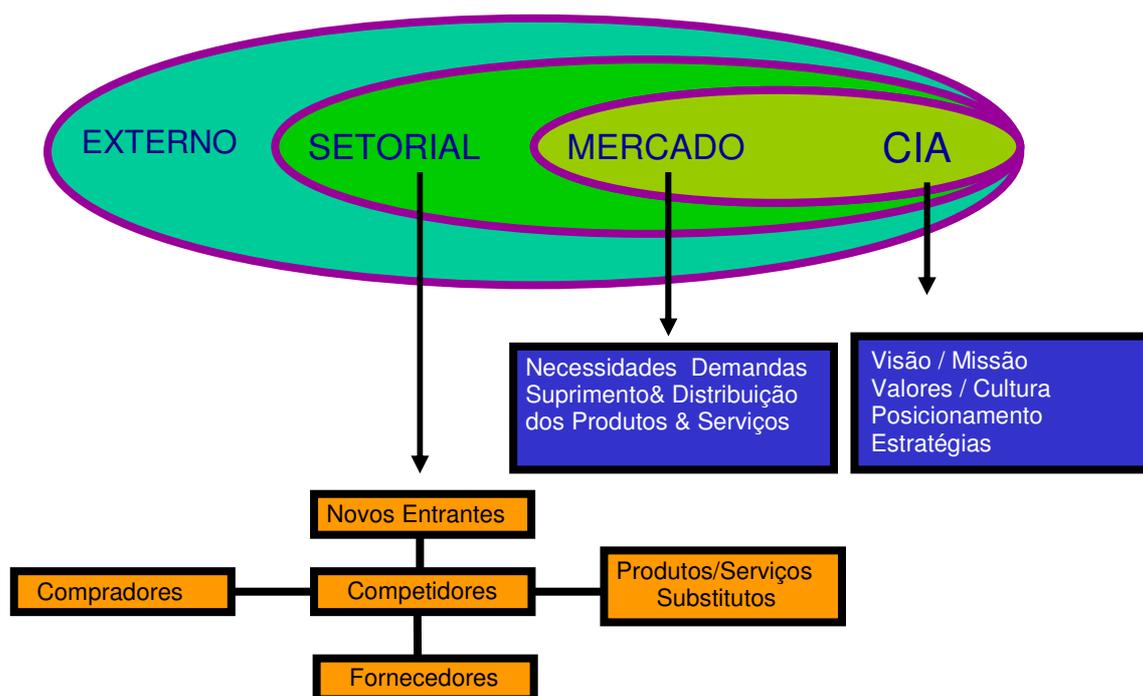
$$\text{PMC} = 360 \times \text{Fornecedores/CPV}$$

$$\text{CO} = \text{PME} + \text{PMR}$$

$$\text{CF} = \text{CO} - \text{PMC}$$

1.4.3- Análise do Ambiente de Negócios

ANÁLISE DO AMBIENTE DE NEGÓCIOS



A análise macroeconômica deve levar em consideração suas principais variáveis: PIB, juros, câmbio, inflação, Risco País, entre outras. Essas variáveis servirão de inputs para o modelo de avaliação e influenciarão na expectativa de crescimento da empresa. Posteriormente deve-se fazer a análise microeconômica, que consiste na compreensão do segmento que a empresa atua. Definir o mercado de atuação é fundamental para o diagnóstico do tipo de concorrência (mercado competitivo, cartel, monopólio, oligopólio) que a empresa enfrenta, pois a partir deste cenário podemos entender como se dará a formação de preços e se a empresa pode influenciar no preço praticado. Segundo Bodie, Kane e Marcus (2000) o estágio do ciclo de vida do setor de atuação da empresa é fundamental. Caso o setor seja novo, o crescimento esperado pode ser muito maior que o da economia. Se for um setor em consolidação, o crescimento esperado é menor, porém pode ser maior que o da economia em geral. Para setores já consolidados, o crescimento esperado tende a ser igual ao da economia, e com o passar do tempo deve-se esperar que o setor cresça menos que a economia. Finalmente, o analista deve considerar se as estratégias traçadas pela empresa analisada são viáveis dentro do cenário macro e microeconômico, assim podemos criticar suas perspectivas de crescimento de vendas e investimentos futuros.

1.4.4- Elaboração das Premissas

O processo de elaboração das premissas (*drivers*) consiste na etapa mais importante da avaliação. A primeira coisa que o analista deve ter em mente, é que existe uma dinâmica de mudanças, fazendo com que essas premissas devam ser alteradas sempre quando se julgue necessário. Os dados obtidos na análise retrospectiva dos demonstrativos financeiros devem ser ajustados de acordo com a análise do ambiente de negócios e, principalmente, com a conclusão quanto ao êxito das estratégias da empresa. Os *drivers* relevantes são: Receitas, Margens Operacionais, CAPEX, Alíquota de Impostos e Custo de Capital (Custo do Capital Próprio (K_e), Custo das Dívidas (K_d) e o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)).

1.4.4.1- Receitas

As empresas de capital aberto costumam divulgar através das áreas de relação com investidores, diretrizes que são conhecidas no mercado como *guidances*, que

consistem nas suas expectativas de vendas de produtos e serviços, receitas, preços, evolução do seu *market share*, entre outras diretrizes. Assim, cabe ao analista julgar de acordo com suas análises anteriores, se os *guidances* da empresa são críveis ou não, para que desta forma sejam elaboradas as projeções de receitas e preços.

1.4.4.2- Custos e Margens

Para a projeção dos custos de uma empresa, devemos distinguir os custos fixos dos variáveis, para que desta forma, percebamos o grau de alavancagem ao longo dos ciclos de vida da empresa. Vale ressaltar que nem sempre essa abertura é disponibilizada pela empresa, neste caso, a utilização das margens históricas serve como um ótimo referencial para a projeção. Para tanto, o analista deve ajustar a projeção de acordo com as expectativas de ganhos de escala, preços dos produtos e insumos.

1.4.4.3- Impostos

No Brasil, é praticada a alíquota de 25% de imposto de renda mais a contribuição social de 9%, resultando em uma alíquota cheia de 34%. Dado que os impostos impactam diretamente o lucro líquido, alguns artifícios são utilizados pelas empresas a fim de gerar benefícios fiscais, como por exemplo, o pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio, amortização de ágio e depreciação. Considerando a eficácia desses mecanismos na redução do lucro tributável, o analista deve ter especial atenção para a projeção dos impostos pagos.

1.4.4.4- CAPEX

O CAPEX consiste nos investimentos necessários para que a empresa mantenha ou expanda sua capacidade produtiva. Intuitivamente, através dos gastos com CAPEX pode-se ter uma boa sensibilidade em relação a visão e intenção futura da empresa. Esse valor deve ser coerente com o *guidance* da empresa quanto as suas perspectivas de aumento das receitas, cabendo ao analista a percepção se a premissa de crescimento de receita pode ser sustentada pelo plano de investimentos proposto. De forma geral, empresas maduras em relação ao seu ciclo de vida possuem CAPEX baixos, apenas para

manutenção dos ativos existentes. Já para as empresas que estão crescendo, é esperado que ocorram desembolsos de capital maiores.

1.4.4.5- Custo de Capital

A determinação do custo de capital é premissa fundamental para a obtenção do valor justo do ativo. De acordo com a escolha do modelo de fluxo de caixa que será empregado pelo analista, FCFF ou FCFE, custos de capital distintos devem ser elaborados. Respectivamente temos o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) e o Custo de Capital Próprio (K_e). A seguir, serão apresentados os modelos mais utilizados pelo mercado para o cálculo do custo de capital de cada modelo.

1.4.4.5.1- Modelo CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

O modelo CAPM é o mais utilizado pelo mercado para o cálculo do custo do capital próprio (K_e). A estimação do K_e resulta da soma do retorno obtido pelos títulos livres de risco a um fator associado ao risco sistêmico, denominado beta da ação, multiplicado pelo prêmio de risco. Intuitivamente, a variável beta reflete o quanto a variação dos retornos de um ativo é sensível às variações dos retornos da carteira de mercado. Segundo Bodie, Kane e Marcus (2000), “se o relacionamento retorno esperado – beta se mantém para qualquer ativo individual, este deve se manter para qualquer combinação de ativos”. Desta forma, podemos concluir que o beta de uma carteira é a média ponderada dos betas das ações dessa carteira.

O modelo CAPM é assim descrito:

$$E(R_d) = R_f + \beta_d [E(R_m) - R_f]$$

onde,

$E(R_d)$ = Retorno esperado do ativo d;

R_f = Retorno Esperado de um ativo livre de risco;

β_d = Coeficiente beta do ativo d;

$(E(R_m) - R_f)$ = prêmio de risco da carteira de mercado.

Fonte: Bodie, Kane, Marcus, 2000

Vale ressaltar que, dada a simplicidade do modelo CAPM em relação a outros modelos, sua difusão no mercado é enorme transformando-o em padrão. Na sequência será definido o que é a taxa livre de risco e o prêmio de risco do mercado, assim como o processo de estimação do beta, com o intuito de explicitar porque o modelo é de simples aplicação.

1.4.4.5.2- Taxa Livre de Risco

A taxa livre de risco (RF) consiste na expectativa que o investidor tem de retorno sobre o capital aplicado, sem incorrer em risco de não recebimento. Segundo Damodaran (2007), para que um ativo seja considerado livre de risco, invariavelmente precisa se enquadrar em dois critérios, o primeiro é a nulidade do risco de inadimplência e o segundo é a inexistência de fluxos de caixa intermediários. Ou seja, a melhor referência de um ativo que represente a taxa livre de risco, são títulos da dívida pública de países historicamente adimplentes, pré-fixados e sem pagamento de coupons. Na prática o mercado utiliza o T-bond de 30 anos, dada suas características.

1.4.4.5.3- Prêmio de Risco de Mercado – $[E(R_m) - R_f]$

Intuitivamente, dado que o investidor tem a opção de retornos sem risco de inadimplência, o prêmio de risco de mercado é o prêmio que o investidor exige para deixar de aplicar em ativos livres de risco, para aplicar em ativos com risco de não recebimento. Segundo Damodaran (2007), o prêmio de risco é uma composição da aversão ao risco com o grau de risco no investimento de risco médio. Caso o investidor seja muito avesso ao risco, maior será o prêmio de risco exigido para deixar de aplicar em ativos livres de risco. Na prática, o mercado utiliza como input de prêmio de risco os índices S&P 500 e o Ibovespa. Dada a impossibilidade de calcular os retornos de ativos tais como, empresas de capital fechado, imóveis e salários, somente são utilizadas como referência as carteiras compostas por ativos listados em bolsa.

1.4.4.5.4- Como Calcular o Beta

As fórmulas mais difundidas no mercado para o cálculo do beta da empresa utilizam sua evolução histórica em bolsa ou a evolução histórica de empresas do mesmo setor da empresa avaliada.

a) Beta Histórico

Esta é a forma mais difundida entre os analistas para o cálculo do Beta. Nesse caso, através da regressão do retorno da ação (R_i) em relação aos retornos de mercado (R_m) encontramos o beta da ação:

$$R_i = a + bR_m + \varepsilon$$

onde,

R_i = retorno de uma determinada ação

R_m = retorno de um índice de ações

a = Intercepto da reta de regressão

b = Inclinação da reta de regressão = covariância (R_i, R_m)/ σ^2_m

ε = erro aleatório não captado pelo modelo de regressão

Fonte: Damodaran (2007)

“A inclinação da regressão corresponde ao beta da ação e mede o seu grau de risco. Essa inclinação, como qualquer estimativa estatística, vem com um erro-padrão, que revela o nível de ruído da estimativa e pode ser usado para se chegar a intervalos de confiança para o ‘verdadeiro’ valor de beta.” (Damodaran, 2007)

Para a determinação do Beta Histórico, alguns detalhes devem ser observados a fim de se obter um coeficiente coerente. Em particular a escolha do período de amostra das séries de retorno torna-se fundamental. Normalmente o período de amostragem utilizado é de 5 anos, contudo fatores tais como, mudança no perfil de risco e baixa liquidez do ativo, podem resultar em uma regressão que não explique a real situação de risco da empresa. Vale lembrar que, além do período de amostragem, ainda se deve determinar se as observações serão diárias, semanais, trimestrais, mensais ou anuais. Outro aspecto fundamental é a escolha do índice de mercado que será utilizado na regressão para a determinação do retorno de mercado. A taxa livre de risco e a estimativa de prêmio de risco de mercado devem estar alinhadas ao benchmark adotado, mercado local ou global.

b) Beta Setorial

Já o Beta Setorial consiste de um beta médio de empresas de um mesmo setor da economia. Muitos analistas o consideram como uma melhor estimativa do verdadeiro beta da ação analisada em comparação com o Beta Histórico. Particularmente, empresas que abriram capital em bolsa recentemente não proporcionam um período amostral suficiente para a obtenção de uma regressão linear não viesada no cálculo do Beta Histórico. Com isso, o Beta Setorial se torna a melhor alternativa.

c) Aspectos Intuitivos do Beta

Intuitivamente, o Beta mostra a relação entre os retornos esperados da ação da empresa e seu benchmark que é uma carteira de mercado. Quando o Beta de uma determinada empresa é igual a 1, significa dizer que a oscilação esperada da ação é igual a oscilação do benchmark escolhido, em contrapartida quando o Beta da ação é maior que 1, espera-se oscilações mais “agressivas” da ação dada uma oscilação qualquer do índice (benchmark). De forma geral, três características devem ser analisadas a fim de testar a coerência do Beta obtido: o negócio em que a empresa atua, o grau de alavancagem operacional e o grau de alavancagem financeira.

No caso de empresas de produtos cíclicos, por exemplo, o beta deve ser mais elevado do que de empresas de produtos não cíclicos. Da mesma forma, empresas que atuam em mercados de bens não essenciais ou onde existam bens substitutos espera-se que tenham um beta mais elevado.

O grau de alavancagem operacional também reflete no Beta. Sendo a estrutura de custos de uma empresa, em geral, definida como uma relação entre custos fixos e os custos totais, se uma empresa possui custos fixos muito altos, seus lucros operacionais irão variar mais que outras empresas menos alavancadas. Dessa forma, essa maior alavancagem operacional levará a um beta mais elevado.

Da mesma forma, empresas com alto grau de alavancagem financeira (endividamento) devem possuir um beta mais elevado. Se a alavancagem financeira aumenta, a variância nos lucros por ação será superior, tornando o investimento mais arriscado.

Através da fórmula de Hamada podemos explicitar melhor a influencia do endividamento no beta.

Fórmula de Hamada:

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

Onde,

β_l = Beta alavancado para as ações da empresa

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

t = Taxa Marginal para a Empresa (Impostos)

D/E = Dívida / Patrimônio Líquido (valor de mercado)

Fonte: Damodaran, 2007

Assim temos que, o aumento da alavancagem via endividamento reflete no risco de mercado da empresa, elevando o beta. A variável t na fórmula de Hamada reflete o benefício fiscal, pois o fator do imposto de renda da equação é alterado pelo fato dos juros serem dedutíveis de imposto de renda. A fórmula serve também, como base ao argumento utilizado por muitos analistas que defendem a utilização do beta setorial. A proposição da utilização do beta setorial baseia-se na premissa que empresas que atuam em mercados competitivos, são expostas de forma semelhante aos ciclos econômicos e possuem estruturas de custo semelhantes. Sendo assim, a partir do beta setorial desalavancado, poderíamos calcular o beta da empresa promovendo a devida alavancagem financeira através de sua relação D/E. Essa abordagem possui algumas vantagens nítidas, o cálculo do beta por meio de diversas regressões de empresas comparáveis é mais acurado que o de apenas uma regressão para a empresa individualmente. Além disso, o fato de não precisar exclusivamente de um histórico de preços da empresa, a abordagem é mais recomendada no caso de empresas novas ou recém listadas em bolsa e empresas fechadas.

2- Caso SulAmérica

Neste capítulo será apresentada a avaliação da SulAmérica, com o intuito de mostrar a aplicação prática das teorias apresentadas no capítulo anterior. O processo de

avaliação consistirá na seguinte seqüência: entendimento do negócio, análise dos demonstrativos financeiros, análise do ambiente de negócios, elaboração das premissas e por fim, na obtenção de um valor justo para as ações da companhia.

2.1- Entendendo o Negócio

2.1.1- A Empresa

Em 2006, a SulAmérica posicionou-se como o maior grupo de seguros independente do Brasil e o segundo maior em termos de prêmios acumulados. O grupo também é um dos maiores emissores de apólices, com 6 milhões de clientes e atua em diversos ramos de seguros. Com foco, principalmente, no segmento de seguros de saúde, a empresa também atua nos segmentos de automóveis, outros ramos elementares, vida e acidentes pessoais, além de planos de previdência complementar e administração de recursos. A SulAmérica é a segunda maior seguradora nos segmentos de automóveis e de saúde do Brasil. Em 2007, a participação de mercado da empresa em seguros de automóveis era de 15% e nos ramos de saúde era de 38% em 2006, segundo dados divulgados pela SUSEP e ANS.

2.1.2- Histórico da Companhia e Composição Acionária

A empresa iniciou suas operações no mercado brasileiro em 1895, oferecendo seguros de vida no Estado do Rio de Janeiro. Desde então a companhia iniciou um processo de ampliação das suas linhas de negócios, estendendo seus serviços para outros ramos de seguros, com destaque para entrada no segmento de veículos no final da década de 40. Somente a partir da década de 70 começou a atuar nos segmentos de saúde e outros ramos elementares. Hoje o segmento de saúde representa a maior porcentagem dos prêmios de seguros total da companhia, com aproximadamente 53% nos primeiros nove meses de 2008. No início dos anos 90, decisões estratégicas adotadas pela companhia fizeram com que a liderança de mercado em termos de prêmios de seguros fosse alcançada em 1993, entre as seguradoras independentes do país.

Outros fatos relevantes:

- 1995: assina uma joint venture com o Banco do Brasil, constituindo a Brasil Saúde Companhia de Seguros;

- 1996: começa a operar no segmento de administração de recursos, através da Sul América Investimentos DTVM, e constituiu nova parceria com o Banco do Brasil (Brasil Veículos Companhia de Seguros) para atuar no ramo de veículos.

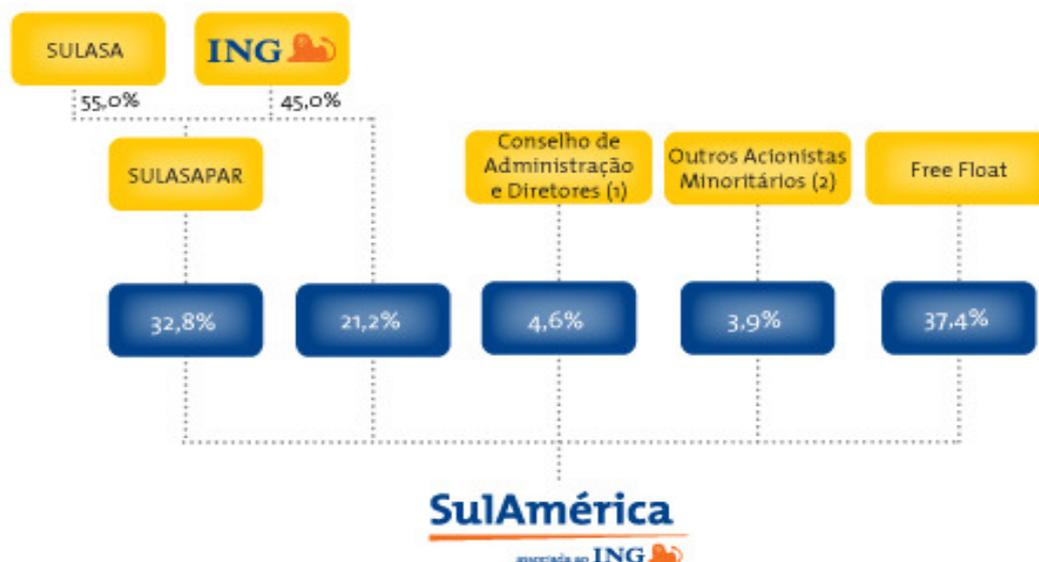
- 2002: assina uma parceria estratégica com o ING, um dos maiores grupos de serviços financeiros do mundo, com mais de 85 milhões de clientes e presença nos 5 continentes, adquirindo participação de 49% na Sul América;

- 2003: a partir da aprovação da nova regulamentação do setor, renova a carteira de seguros de vida e previdência complementar oferecendo os planos VGBL e PGBL;

- 2007: a companhia promove a abertura de capital em bolsa, com captação de R\$ 775 milhões via emissão de 25 milhões de Units. Cada Unit representa uma ação ordinária e duas ações preferenciais da companhia;

- 2008: assina um contrato de parceria comercial exclusiva com o grupo Votorantim, através da “BV Financeira”, “BV Leasing” e “VCS” para promoção do seguro de veículos da SulAmérica em toda rede da BV Financeira e da BV Leasing, formada por mais de 18 mil revendas de veículos , em todo o país.

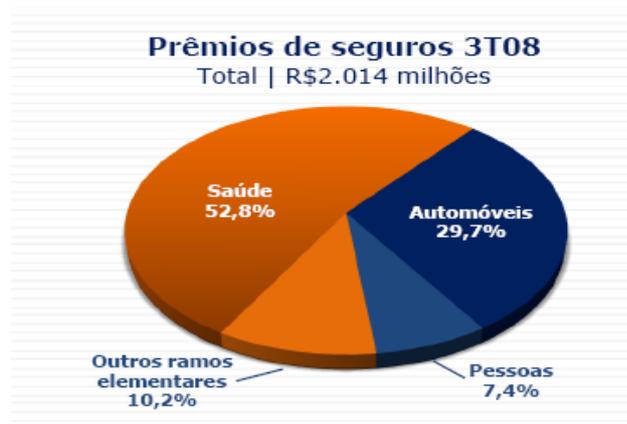
A SulAmérica possui a seguinte composição acionária:



Fonte: SulAmérica

2.1.3- Perfil Corporativo

A parceria celebrada com o ING, uma Companhia de origem holandesa com 150 anos de experiência na prestação de serviços financeiros e presença em mais de 50 países, contribuiu significativamente no desenvolvimento de determinadas linhas de negócios da SulAmérica. O grande *business expertise* do grupo ING agregou valor, principalmente, nos segmentos de seguros de automóveis, vida, previdência e administração de recursos. A Companhia possui a seguinte segmentação em relação aos prêmios de seguros:



Fonte: SulAmérica

A SulAmérica oferece seus produtos por meio de uma rede de distribuição bastante variada. Em comparação com os canais de distribuição dos produtos de seguros oferecidos por grandes bancos, que usufruem de toda sua rede de agências para este fim, a Companhia adota a estratégia de formar joint ventures e acordos comerciais com terceiros, visando expandir sua plataforma de distribuição. Os negócios são realizados, principalmente, por aproximadamente 26.596 corretores independentes, grupos de afinidade, empregadores, joint ventures e alianças estratégicas com instituições financeiras, tais como Banco do Brasil, Nossa Caixa, HSBC, Votorantim, Banco Safra e Citibank.

2.1.4- Sociedades Controladas

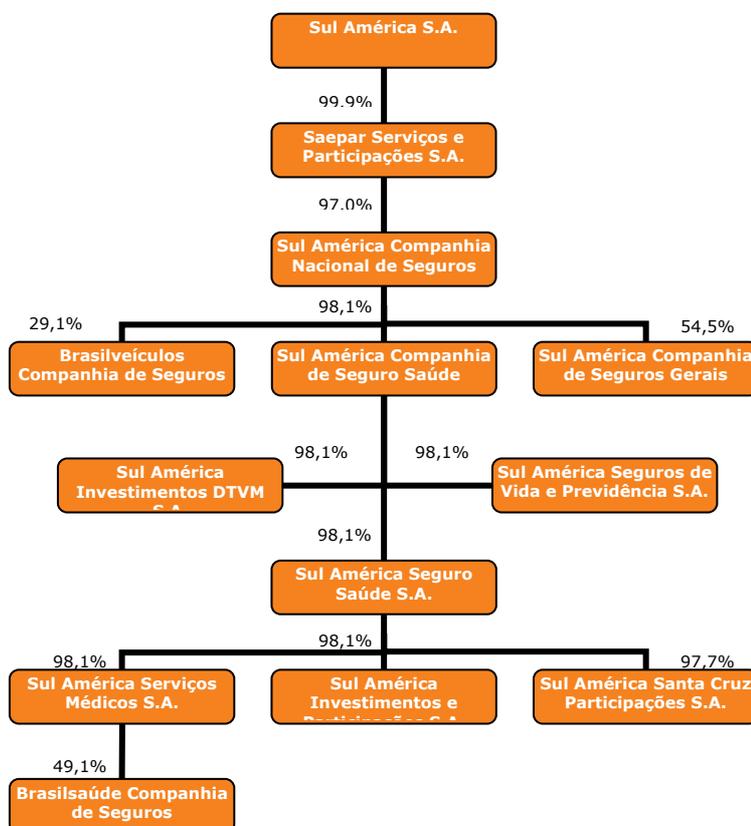
Os negócios são conduzidos, principalmente, pelas seguintes Companhias operacionais:

- seguros de saúde: Sul América Companhia de Seguro Saúde, Sul América Seguro Saúde S.A. e Brasilsaúde Companhia de Seguros;

- seguros de automóveis: Sul América Companhia Nacional de Seguros, Brasilveículos Companhia de Seguros e Sul América Companhia de Seguros Gerais;
- outros ramos elementares: Sul América Companhia Nacional de Seguros e Sul América Companhia de Seguros Gerais;
- seguros de vida e previdência complementar: Sul América Seguros de Vida e Previdência S.A.;
- Administração de Recursos: Sul América Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.; e
- *Administrative Services Only (ASO)*: Sul América Serviços Médicos S.A.

2.1.5- Estrutura Societária

O diagrama abaixo apresenta a estrutura organizacional e a participação direta e indireta da Sul América S.A. no capital social total de cada uma de suas subsidiárias operacionais e das holdings.



Fonte: SulAmérica

2.2- Análise dos Demonstrativos Financeiros

Nesta etapa o analista conseguirá obter uma boa sensibilidade em relação às perspectivas para o setor e para a empresa. Através da compreensão da evolução da empresa ao longo do tempo, será possível ter uma boa sensibilidade em relação às premissas que serão utilizadas no modelo de avaliação da empresa. O processo de análise dos demonstrativos financeiros de empresas do setor financeiro apresenta significativas diferenças quando comparado com outros setores. De forma geral, indicadores tais como o EBITDA, a margem EBIT, o EBITDA/Dívida, os Índices de liquidez e a Necessidade de Capital de Giro, dadas as características do setor não são aplicáveis. Os indicadores operacionais e financeiros mais relevantes para a SulAmérica são:

Principais Indicadores Operacionais e Financeiros	2004	2005	2006	2007	1T08	2T08	3T08
Margem bruta	11,8%	13,9%	17,6%	21,2%	19,2%	16,4%	16,7%
Índice de Sinistralidade (por Prêmios Ganhos)	-77,8%	-75,1%	-71,5%	-68,4%	-69,8%	-72,5%	-72,3%
Índice de Despesas de Comercialização (por Prêmios Ganhos)	-10,4%	-11,0%	-10,9%	-10,5%	-11,0%	-11,0%	-11,0%
Índice de Despesas Administrativas (por Prêmios retidos)	-13,3%	-11,7%	-12,1%	-13,0%	-13,3%	-12,8%	-12,4%
Índice de Despesas com tributos (por Prêmios retidos)	-1,9%	-2,2%	-2,5%	-3,0%	-2,6%	-2,5%	-2,4%
Outras receitas (despesas) operacionais de seguro (por Prêmios Retidos)	-3,0%	-1,4%	-1,3%	-2,2%	1,4%	-1,7%	-1,1%
Índice Combinado	106,5%	101,3%	98,4%	97,0%	95,3%	100,5%	99,2%
Índice de Resultado Financeiro (por Prêmios Ganhos)	5,3%	2,0%	5,1%	6,1%	6,1%	6,8%	8,1%
Índice Combinado Ampliado	101,2%	99,3%	93,3%	90,9%	89,2%	93,7%	91,2%
Retorno sobre o patrimônio líquido médio (ROAE)	-	-13,1%	18,1%	22,3%	23,5%	16,8%	21,9%
Índice de Endividamento	55,4%	95,4%	61,8%	13,8%	12,9%	12,9%	12,3%
Dividendos e juros sobre o capital próprio pagos, em milhões de R\$	16,5	0,1	19,9	62,0			

A SulAmérica mostrou uma significativa melhora em sua margem bruta no período de 2004 a 2007 em virtude dos declínios acentuados nos índices de sinistralidade obtidos no mesmo período. Podemos perceber que os índices de despesas de Comercialização, Administrativas e com Tributos, vem apresentando níveis estáveis nos últimos anos e nos últimos trimestres. Quanto à rentabilidade, observamos uma melhora expressiva no retorno sobre o patrimônio líquido médio (ROAE), que era negativo em 2005 e registrou 22,3% em 2007. Isso se deve ao fato da Companhia ter modificado sua estratégia de atuação no mercado, passando a priorizar rentabilidade em vez de *market share*. O ano chave a ser observado em relação à capacidade de geração de receita da Companhia é 2006, dado que neste ano conseguiu reverter os resultados de prejuízo contábil de 2004 e 2005. O lucro líquido aumentou para R\$ 339 milhões em

2007 contra R\$ 154 milhões em 2006, refletindo a melhora nas práticas de subscrição de seguros e nos controles de perda. Esse índice é de fundamental importância para a formação de uma base de capital sólida e para a manutenção da capacidade de honrar o serviço da dívida. Outro indicador importante a ser destacado é o Índice de Endividamento que vem declinando consideravelmente. A melhora expressiva verificada em 2007 deve-se a abertura de capital realizada em novembro daquele ano, que reforçou o nível de capital da empresa em R\$ 775 milhões, elevando o patrimônio líquido para R\$ 2,2 bilhões contra R\$ 1,1 bilhão em junho de 2007. A Companhia utilizou cerca de 40% dos recursos líquidos provenientes da Oferta Pública de Ações para amortizar parte do seu endividamento.

2.3- Análise do Ambiente de Negócios

A Análise do Ambiente de Negócios será realizada através da apresentação das informações e características do setor de seguros brasileiro. Na seqüência será elaborada uma análise dos ambientes macroeconômico, setorial e da estratégia de crescimento divulgada pela empresa. Esses dados, em conjunto com a análise dos demonstrativos financeiros, servirão como subsídios para a elaboração das premissas empregadas no modelo de avaliação da SulAmérica.

2.3.1- Mercado Segurador no Mundo

O cenário econômico mundial no ano de 2007 foi marcado por mudanças profundas no ritmo de crescimento dos países, assim como no aumento dos índices de inflação, em virtude das significativas elevações nos preços das commodities. E ainda, a crise financeira global gerada pelo setor imobiliário americano, crise do “*subprime*”, que já se apresentava no segundo semestre do ano de 2007, mudou as expectativas de desempenho do setor para 2008 e 2009. De acordo com a FENASEG, mesmo após a deterioração do cenário econômico, a indústria de seguros mundial teve um crescimento real de 3,3% no volume de prêmios diretos, passando de US\$ 3,67 trilhões em 2006 para US\$ 4,06 trilhões em 2007. Segundo a Swiss Re, o Brasil ocupa a décima nona colocação em termos de volume de prêmios, conforme apresentado na tabela abaixo:

Valores em US\$ milhões

PAÍS	VIDA				NÃO-VIDA				TOTAL				Participação em 2007	
	Posição 2007	2007	Posição 2006	2006	Posição 2007	2007	Posição 2006	2006	Posição 2007	2007	Posição 2006	2006	INDIVIDUAL	ACUMULADA
ESTADOS UNIDOS	1º	578.357	1º	533.223	1º	651.311	1º	641.333	1º	1.229.668	1º	1.174.556	30,28%	30,28%
REINO UNIDO	2º	349.740	3º	256.890	3º	113.946	3º	104.899	2º	463.686	3º	361.789	11,42%	41,70%
JAPÃO	3º	330.651	2º	343.490	4º	94.182	4º	95.895	3º	424.833	2º	439.385	10,46%	52,16%
FRANÇA	4º	186.993	4º	176.578	5º	81.907	5º	73.630	4º	268.900	4º	250.208	6,62%	58,78%
ALEMANHA	5º	102.419	5º	92.974	2º	120.407	2º	109.423	5º	222.826	5º	202.397	5,49%	64,27%
ITÁLIA	6º	88.215	6º	91.878	8º	54.112	8º	48.671	6º	142.327	6º	140.549	3,50%	67,77%
CORÉIA DO SUL	7º	81.298	7º	70.271	10º	35.692	10º	30.342	7º	116.990	7º	100.613	2,88%	70,66%
HOLANDA	13º	35.998	14º	32.215	6º	66.834	6º	59.612	8º	102.832	8º	91.827	2,53%	73,19%
CANADÁ	12º	45.593	11º	38.128	7º	54.805	7º	49.375	9º	100.398	9º	87.503	2,47%	75,66%
CHINA	8º	58.677	8º	45.029	11º	33.810	11º	25.708	10º	92.487	10º	70.737	2,28%	77,94%
ESPAÑHA	16º	31.166	16º	28.285	9º	43.530	9º	37.528	11º	74.696	11º	65.813	1,84%	79,78%
AUSTRÁLIA	15º	34.725	15º	28.287	13º	27.508	12º	24.274	12º	62.233	12º	52.561	1,53%	81,31%
IRLANDA	9º	49.933	10º	38.154	18º	10.760	20º	9.159	13º	60.693	14º	47.313	1,49%	82,80%
TAIWAN	10º	49.813	9º	41.253	19º	10.633	18º	10.318	14º	60.446	13º	51.571	1,49%	84,29%
ÍNDIA	11º	47.132	12º	34.587	26º	7.243	26º	5.747	15º	54.375	17º	40.334	1,34%	85,63%
BÉLGICA	17º	31.157	17º	26.058	16º	14.683	16º	12.927	16º	45.840	18º	38.965	1,13%	86,76%
SUIÇA	18º	23.982	18º	22.406	15º	19.599	14º	18.503	17º	43.581	15º	40.909	1,07%	87,83%
ÁFRICA DO SUL	14º	34.927	13º	33.106	24º	7.749	23º	7.637	18º	42.676	16º	40.743	1,05%	88,88%
BRASIL*	22º	18.285	24º	13.672	14º	20.501	15º	16.694	19º	38.786	19º	30.366	0,96%	89,84%
SUÉCIA	19º	23.969	19º	19.397	21º	9.676	19º	9.195	20º	33.645	20º	28.592	0,83%	90,67%
RÚSSIA	46º	873	49º	585	12º	28.973	13º	21.752	21º	29.846	22º	22.337	0,73%	91,40%
DINAMARCA	21º	18.399	21º	15.178	22º	9.372	22º	8.074	22º	27.771	21º	23.252	0,68%	92,09%
HONG KONG	20º	21.848	20º	17.133	43º	2.460	42º	2.339	23º	24.308	24º	19.472	0,60%	92,69%
ÁUSTRIA	28º	9.873	27º	9.021	17º	11.875	17º	10.556	24º	21.748	23º	19.577	0,54%	93,22%
FINLÂNDIA	23º	16.262	22º	14.677	33º	4.273	32º	3.957	25º	20.535	25º	18.634	0,51%	93,73%
NORUEGA	26º	11.456	26º	9.526	23º	7.956	24º	7.162	26º	19.412	26º	16.688	0,48%	94,20%
PORTUGAL	25º	12.956	25º	11.115	28º	6.044	28º	5.504	27º	19.000	27º	16.619	0,47%	94,67%
MÉXICO	30º	7.653	29º	6.813	20º	9.763	21º	8.366	28º	17.416	29º	15.179	0,43%	95,10%
LUXEMBURGO	24º	14.984	23º	14.548	50º	2.046	47º	1.836	29º	17.030	28º	16.384	0,42%	95,52%
POLÓNIA	29º	7.950	30º	5.797	25º	7.677	25º	6.157	30º	15.627	30º	11.954	0,38%	95,91%
SINGAPURA	27º	9.958	28º	8.023	34º	4.221	34º	3.450	31º	14.179	31º	11.473	0,35%	96,26%
ISRAEL	35º	4.193	34º	3.647	31º	4.665	31º	4.096	32º	8.858	32º	7.743	0,22%	96,47%
MALÁSIA	31º	5.885	32º	4.932	40º	2.939	38º	2.683	33º	8.824	33º	7.615	0,22%	96,69%
TURQUIA	43º	1.085	42º	964	27º	7.212	27º	5.645	34º	8.297	35º	6.609	0,20%	96,89%
DEMAIS		46.685		37.952		79.415		66.654		126.100		104.606	3,11%	100,00%
TOTAL		2.393.088		2.125.792		1.667.780		1.549.101		4.060.868		3.674.893	100,00%	

Fonte: Swiss Re, Sigma nº3/2008

Ainda segundo a Swiss Re o mercado latino-americano de seguros é o que mais cresce no mundo, a frente dos países do Oriente Médio e da Europa. O Brasil em relação ao volume de prêmios possui a liderança entre os países latinos, conforme apresentado na tabela abaixo:

Valores em US\$ milhões

VIDA				NÃO-VIDA				TOTAL				Prêmio per Capita - US\$		Participação no PIB%		
Posição		Prêmios		Posição		Prêmios		Posição País		Prêmios		Prêmio per Capita - US\$		Participação no PIB%		
2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	
1º	1º	18.285	13.672	1º	1º	20.501	16.694	1º	1º	Brasil	38.786	30.366	202,2	160,9	3,00%	2,80%
2º	2º	7.653	6.813	2º	2º	9.763	8.366	2º	2º	México	17.416	15.179	163,5	139,1	2,00%	1,80%
4º	4º	1.844	1.716	4º	4º	4.471	3.927	3º	3º	Argentina	6.315	5.643	159,8	143,9	2,50%	2,60%
3º	3º	3.792	2.898	6º	6º	2.377	1.806	4º	5º	Chile	6.169	4.704	370,9	285,7	3,50%	3,30%
9º	9º	192	163	3º	3º	5.593	4.727	5º	4º	Venezuela	5.785	4.690	209,2	179,5	2,70%	2,70%
5º	5º	1.150	947	5º	5º	2.953	2.253	6º	6º	Colômbia	4.103	3.200	88,9	69,1	2,40%	2,40%
7º	7º	511	485	7º	7º	676	598	7º	7º	Peru	1.187	1.083	42,5	38,1	1,10%	1,20%
6º	6º	781	708	12º	12º	368	334	8º	8º	Trinidad e Tobago	1.149	1.042	862,3	958,2	6,40%	7,60%
12º	13º	107	86	8º	8º	572	530	9º	9º	Equador	679	616	50,9	45,9	1,50%	1,60%
10º	10º	182	162	11º	11º	424	334	10º	12º	Panamá	606	496	181,5	144,3	3,10%	2,70%
13º	12º	98	91	9º	9º	503	434	11º	10º	República Dominicana	601	525	61,6	55,4	1,50%	1,60%
8º	8º	303	287	14º	14º	243	230	12º	11º	Bahamas	546	517	1.648,8	-	8,30%	-
14º	14º	44	38	10º	10º	439	378	13º	14º	Costa Rica	483	416	108,1	96,2	1,80%	1,90%
11º	11º	122	119	13º	13º	311	302	14º	13º	Jamaica	433	421	159,4	185,7	4,10%	4,80%
-	-	745	543	-	-	2.392	1.893	-	-	Demais	3.137	2.436	-	-	-	-
		35.809	28.727			51.588	42.805			Total	87.397	71.532	154,1	126,7	2,50%	2,40%

Fonte: Swiss Re, Sigma nº3/2008

Vale ressaltar a expressiva evolução no valor do prêmio per capita no Brasil, que cresceu em um ano 25,67% e 56,87% quando comparado com o valor de US\$ 128,9 registrado em 2005.

2.3.2- Características do Setor de Seguros no Brasil

Mudanças significativas ocorreram no setor de seguros e na economia brasileira na década de 90, com destaque para a abertura do mercado que proporcionou a entrada de empresas estrangeiras, a quebra do monopólio que o IRB (Instituto de Resseguros do Brasil) detinha do mercado ressegurador e a implementação do Plano Real (1994). Assim, o período foi marcado pela formação de um novo ambiente de negócios que elevou o crescimento do setor no país. Segundo dados divulgados pela SUSEP e ANS, o valor total das arrecadações com prêmios de seguros, receitas com títulos de capitalização e contribuições para previdência cresceu de R\$ 42,5 bilhões em 2002 para R\$ 84,3 bilhões em 2007, o que representa uma taxa média de crescimento anual (CAGR) de 14,5%. A tabela abaixo apresenta os valores da arrecadação total, por grupos e por segmentos de seguros entre 2002 e 2007:

R\$ mil

SEGMENTOS/GRUPOS	2002	2006	2007	Variação % 2007/2002	Variação % 2007/2006
AUTOMÓVEL	8.202.439	13.362.282	13.603.723	65,85%	1,88%
PATRIMONIAL	2.776.033	5.015.087	5.657.819	103,81%	12,82%
DPVAT	1.418.149	2.918.323	3.721.667	162,43%	27,61%
HABITACIONAL	778.834	502.311	562.623	(27,56)%	12,01%
TRANSPORTE	1.071.081	1.498.838	1.586.639	48,13%	6,00%
RISCOS FINANCEIROS	189.877	268.275	439.733	131,83%	70,28%
CRÉDITO	191.218	572.517	544.650	184,78%	(4,86)%
RESPONSABILIDADES	281.777	484.023	531.633	86,64%	9,82%
CASCOS	440.884	344.024	446.701	1,37%	29,85%
RURAL	105.441	342.505	449.321	326,13%	31,19%
RISCOS ESPECIAIS	123.445	191.509	239.662	84,06%	25,09%
OUTROS	1.710	0	0	-	-
SEGMENTO DE SEGUROS GERAIS	15.578.287	25.475.695	27.783.791	78,35%	9,06%
VIDA INDIVIDUAL/GRUPO/APC/OUTROS	4.742.842	8.005.527	8.870.723	87,03%	10,81%
VGBL	2.547.898	15.318.754	20.190.199	692,49%	31,80%
ACIDENTES PESSOAIS	953.840	1.394.378	1.731.419	81,52%	24,17%
PGBL	2.989.513	4.431.394	4.521.667	52,27%	2,04%
PLANOS TRADICIONAIS	4.176.700	2.789.152	3.386.975	(18,91)%	21,43%
SEGMENTO DE PESSOAS	15.390.592	31.939.205	38.701.004	151,46%	21,17%
SAÚDE	8.326.594	9.112.358	10.014.504	58,29%	9,90%
SEGMENTO DE SAÚDE	6.326.594	9.112.358	10.014.504	58,29%	9,90%
SEGMENTO DE CAPITALIZAÇÃO	5.217.204	7.111.434	7.828.058	50,04%	10,08%
MERCADO DE SEGUROS, PREVIDÊNCIA PRIVADA, CAPITALIZAÇÃO E SAÚDE SUPLEMENTAR	42.512.677	73.638.691	84.327.356	98,36%	14,52%

Fonte: SUSEP, ANS e balanços

Como podemos perceber, o mercado segurador apresentou um crescimento de 98,4% no período, sendo que os principais responsáveis por este desempenho foram os segmentos de pessoas, com elevação de 151,5% refletindo o crescimento no período de 692,49% do VGBL; e de seguros gerais que cresceu 78,3% no período, com destaque para o ramo de automóveis que cresceu 65,85%.

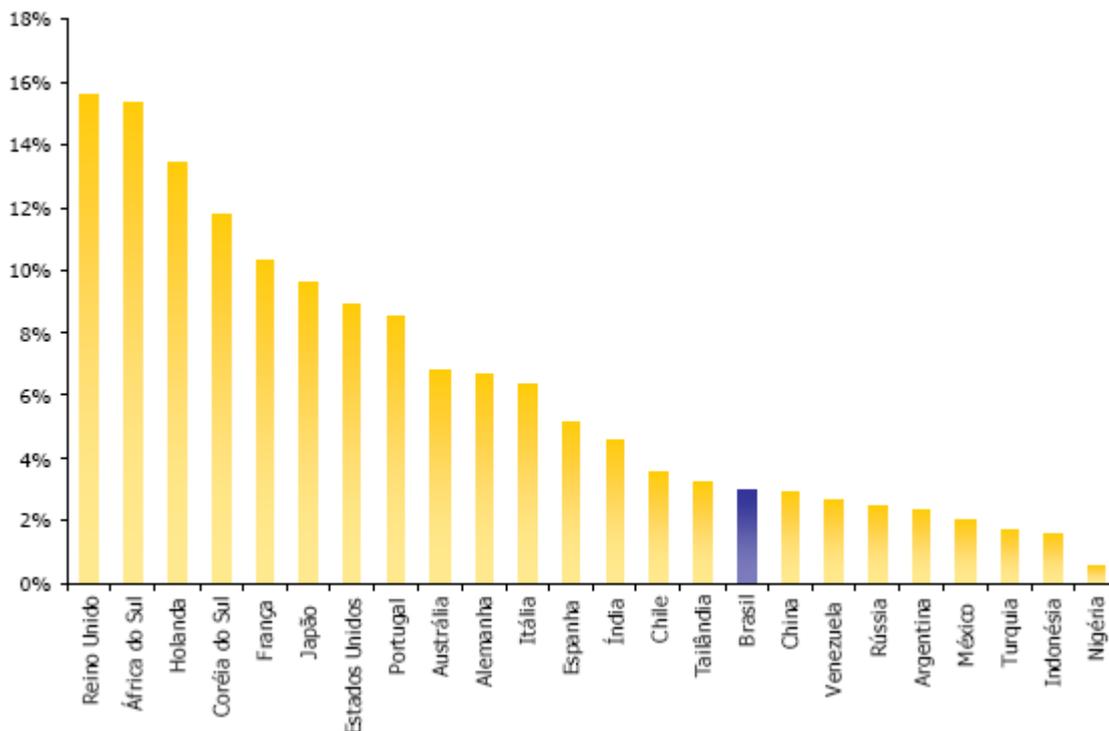
O total de prêmios de seguros como percentual do PIB segue uma trajetória crescente e em 2007 registrou o seu maior nível ao atingir 3,3%.

Ano	*Arrecadação (R\$ milhões)	Participação – PIB (%)	PIB (R\$ milhões)
2002	42.513	2,88%	1.477.822
2003	51.135	3,01%	1.699.948
2004	59.955	3,09%	1.941.498
2005	65.575	3,05%	2.147.944
2006	73.639	3,17%	2.322.818
2007	84.327	3,30%	2.558.821

*Prêmios de Seguros, Contribuições Retidas e Receita Retida de Capitalização

Fontes: Comunicação Social IBGE de 12/03/2008, SUSEP, ANS e balanços

Segundo dados divulgados pela Swiss Re, em 2007 a relação prêmio/PIB continuou apresentando uma média muito baixa entre os países latinos, aproximadamente 2,5% contra 7,5% na média mundial.



Fonte: Swiss Re, Sigma nº3/2008

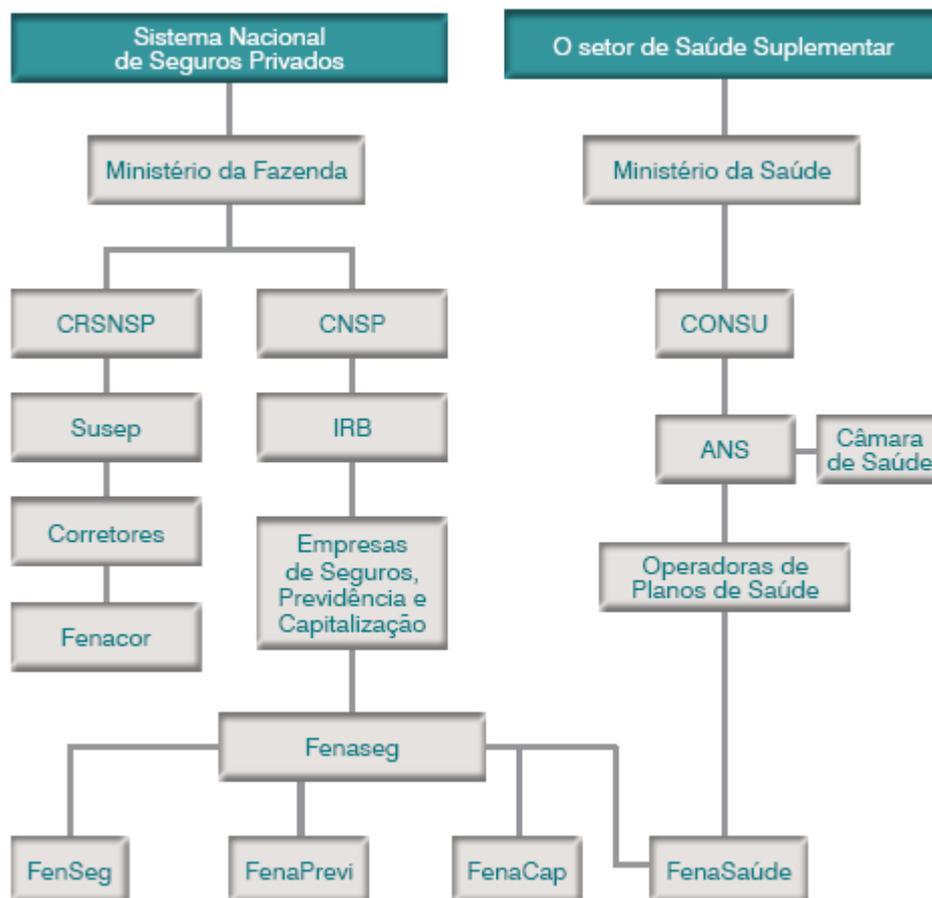
Com base nestes dados, ao comparar a baixa penetração do setor de seguros no Brasil em relação a outros países industrializados, constata-se que além do crescimento do PIB, da elevação da renda per capita e da melhora na distribuição de renda do país, o crescimento do setor está diretamente relacionado com o aumento da participação da população no lado formal da economia, via aumento no número de benefícios concedidos pelas empresas em geral, e pelo envelhecimento da população que implica em mais pessoas contribuindo por mais tempo nos planos de previdência complementar.

Segundo informações da FENASEG, participam do mercado 179 empresas, sendo 134 seguradoras, 29 entidades abertas de previdência privada e 16 de capitalização. Apesar do grande número de companhias presentes no setor, o mercado caracteriza-se pela elevada concentração, com os cinco maiores grupos seguradores sendo responsáveis por aproximadamente 58% do total de prêmios de seguros emitidos. Os prêmios de seguros também são bastante concentrados por região, de acordo com a

SUSEP e a ANS a região sudeste gerou mais de 70% do total de prêmios, sendo que o Estado de São Paulo isoladamente foi responsável por cerca de 50% do total, seguido pelos Estados do Rio de Janeiro (13%), Minas Gerais (6%) e Rio Grande do Sul (5%). Outra característica do setor de seguros brasileiro, é que grande parte das empresas operam com todos os tipos grupos e segmentos de seguros, diferentemente de outros países onde existem empresas especializadas por segmento.

2.3.3- Sistema Nacional de Seguros Privados e Órgãos Reguladores

O Governo Federal através dos Ministérios de Fazenda e da Saúde possui a competência de estabelecer, as normas de funcionamento do mercado e de fiscalização das operações das empresas presentes no segmento. O Sistema Nacional de Seguros Privados é composto pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (CNSP), pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), pelo IRB-Brasil Resseguros e pelas empresas de seguros, capitalização e previdência complementar e corretores de seguros, conforme ilustrado pela figura abaixo:



Fonte: FENASEG

Já o setor de Saúde Suplementar, como podemos observar, é de competência do Ministério da Saúde sendo composto pelo Conselho de Saúde Suplementar (CONSU), pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e pelas operadoras de planos de saúde.

2.3.3.1- Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)

A SUSEP funciona como um braço do Ministério da Fazenda e tem a função de regular e fiscalizar o mercado de seguros, previdência complementar, capitalização, resseguro e corretores de seguro e resseguro. A SUSEP promoveu algumas mudanças importantes na regulação do mercado nos últimos anos, a fim de compatibilizar o mercado brasileiro com as práticas adotadas internacionalmente. Entre as principais mudanças podemos destacar a introdução da supervisão baseada em risco e novas regras de solvência para as empresas. As mudanças vão de encontro com as práticas adotadas internacionalmente, cujas diretrizes são consolidadas pela IAIS (International Association of Insurance Supervisors), que o Brasil é membro integrante. A SUSEP tem como diretrizes para sua política de atuação promover a proteção dos direitos do consumidor, o desenvolvimento quantitativo e qualitativo do mercado, a supervisão e fiscalização baseada na gestão de riscos das empresas, consolidar e simplificar as normas vigentes e viabilizar a oferta de “produtos populares”.

2.3.3.2- Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS)

Criada em janeiro de 2000, a ANS é vinculada ao Ministério da Saúde e seu objetivo é regular o mercado de assistência suplementar à saúde e fiscalizar as empresas do segmento. A ANS tem como principais atribuições, estabelecer parâmetros e indicadores de qualidade para os serviços de assistência à saúde oferecidos pelas operadoras, criar normas para ressarcimento ao Sistema Único de Saúde (SUS), padronizar os conceitos de doença e lesão preexistentes, segmentar as operadoras e administradoras de planos privados através da observação de suas peculiaridades, autorizar reajustes e revisões das contraprestações de serviços dos planos de assistência à saúde e fiscalização das empresas.

2.3.4- Principais Concorrentes no Setor

A SulAmérica tem como principais concorrentes as companhias associadas às maiores instituições bancárias do Brasil, como Bradesco Seguros, Unibanco-AIG e Itaú Seguros. A grande vantagem comparativa das seguradoras associadas a bancos é em relação aos canais de distribuição de seus produtos, pois podem usufruir de suas respectivas agências bancárias para oferecer seus produtos de seguros. E ainda, o grande conhecimento em investimentos financeiros beneficia a competitividade dos produtos de previdência complementar, como o VGBL e o PGBL, que são produtos que vem crescendo de maneira expressiva nos últimos anos em virtude de incentivos fiscais concedidos, da redução da inflação e da estabilidade econômica. As seguradoras independentes, assim como a Sul América, se apresentam como fortes concorrentes principalmente em ramos elementares como os seguros de automóveis, incêndios e industriais. Assim podemos destacar a Porto Seguro S.A. e as multinacionais como a espanhola Mapfre, a francesa Alliance, a suíça Zurich e a americana ACE. A SulAmérica tem como principais concorrentes por segmento em que atua respectivamente:

- Saúde grupal (*): Bradesco Seguros
- Automóveis: Porto Seguro e Bradesco Seguros;
- Outros ramos elementares: Unibanco AIG, Bradesco Seguros, Itaú Seguros e Caixa Seguradora;
- Vida: Bradesco Seguros, Mapfre, Aliança do Brasil e Itaú Seguros.

(*) No segmento de assistência privada à saúde, que inclui ASO (Administrative Services Only), cooperativas médicas, odontológicas e outras, a SulAmérica concorre no segmento corporativo com instituições privadas de seguro de assistência médica, tais como Amil, Unimed, Golden Cross e Medial Saúde. Vale ressaltar que desde 2004 a SulAmérica paralisou as vendas de novas apólices no segmento saúde individual, e vem diminuindo gradualmente sua carteira.

2.3.5- Análise Macroeconômica

A fim de determinar as perspectivas futuras para o Brasil e conseqüentemente determinar o cenário para o setor de seguros, abordaremos alguns indicadores econômicos relevantes, que serão utilizados como premissas para a avaliação da SulAmérica:

2.3.5.1- Câmbio

Após uma acentuada valorização do câmbio verificada nos últimos anos, proporcionada pelo intenso fluxo de capital externo entrando no país, o câmbio (R\$/US\$) teve forte desvalorização já no final de 2007, fechando cotado a R\$ 1,78 e apresentando uma nova tendência de desvalorização em virtude da crise financeira mundial. A perspectiva é que a cotação de fechamento seja de R\$ 2,04 em 2008, R\$ 2,01 em 2009 e R\$ 2,03 em 2010 (Fonte: Relatório FOCUS).

2.3.5.2- Taxa de juros

A taxa de juros aumentou este ano devido ao aquecimento da demanda, corroborada pelo aumento do crédito e pela desvalorização do real frente ao dólar. Para evitar que seja desencadeado um processo inflacionário, a taxa de juros deve fechar esse ano em 14,07% e para os próximos anos a previsão é que a SELIC seja de 13,36% em 2009, 11,76% em 2010 (Fonte: Relatório FOCUS).

2.3.5.3- IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

O IPCA encerrou o ano de 2007 a 4,46% (segundo o IBGE) e as projeções para os anos de 2008, 2009 e 2010 são de 6,33%, 5,09% e 4,53% respectivamente de acordo com a pesquisa FOCUS.

2.3.5.4- IGP-M – Índice Geral de Preços

O IGP-M é um índice de inflação calculado pela FGV e divulgado no final de cada mês. O Índice é composto por três sub-índices que têm sempre o mesmo peso na sua composição: o IPA (índice de preços por atacado), com peso de 60%, o IPC (índice de preços ao consumidor), com peso de 30%, e o INCC (Índice Nacional de Custos da Construção), com peso de 10%. O IGP-M encerrou o ano de 2007 com uma considerável alta de 7,75%. As projeções para 2008, 2009 e 2010 são de 11,01%, 5,78% e 4,72% respectivamente de acordo com a pesquisa FOCUS.

2.3.5.5- PIB

O PIB do Brasil no ano de 2007 foi de 5,4% e as projeções para 2008, 2009 e 2010 são de 5,22%, 3,11% e 4,02% respectivamente de acordo com a pesquisa FOCUS.

2.3.6- Estratégia de Negócios

Esta seção tem por objetivo apresentar a estratégia de negócios divulgada pela empresa, com intuito de criar valor para o acionista por meio do aumento das receitas e da rentabilidade. Para tanto a empresa pretende adotar as seguintes medidas:

- **Manutenção de políticas de precificação e subscrição voltadas para resultado.** Com objetivo de melhorar a rentabilidade dos negócios a Companhia definiu um plano de metas de rentabilidade. Para isso, a SulAmérica pretende estabelecer (i) a manutenção de controles centralizados para assegurar que as políticas e procedimentos sejam aplicados de maneira consistente e apropriada em cada segmento de negócio, (ii) o monitoramento das premissas atuariais de seu portfólio, (iii) expansão do banco de dados de clientes, e (iv) a melhoria das técnicas de tratamento das informações.

- **Fortalecimento do relacionamento com corretores de seguros independentes e busca de novas oportunidades** para o desenvolvimento de alianças estratégicas. Para isso, a SulAmérica pretende (i) melhorar a estrutura de comissionamento, (ii) buscar novas oportunidades para formar joint ventures e celebrar acordos comerciais com terceiros, visando expandir as plataformas de distribuição de produtos e serviços, e (iii) avaliar oportunidades para aquisições no setor.

- **Expansão da presença nas regiões mais importantes e especial atenção ao mercado de pequenas e médias empresas.** Para isso, a SulAmérica pretende (i) expandir a participação nos Estados de São Paulo e Rio de Janeiro, e concentrar esforços em regiões do país que possuem potencial de crescimento significativo, tais como os Estados do Paraná, Minas Gerais e Rio Grande do Sul, (ii) expandir a participação no segmento de pequenas e médias empresas, desenvolvendo produtos personalizados para as necessidades particulares desses clientes.

- **Explorar o reconhecimento e reputação da marca.** Para isso, a SulAmérica pretende (i) investir em campanhas de publicidade e marketing voltadas principalmente a rede de corretores de seguros independentes.

- **Aumentar as oportunidades de vendas cruzadas (cross selling) através da oferta de produtos complementares.** Para isso, a SulAmérica pretende (i) explorar a

base existente de clientes, e (ii) aumentar a base de clientes através da oferta de uma variedade de produtos de seguros, previdência complementar e Administração de Recursos. A Companhia utilizará a base de dados para identificar oportunidades de venda cruzada e venda de produtos de maior valor agregado, campanhas de marketing no local de trabalho dos clientes corporativos, e a identificação do potencial dos clientes existentes, para assim, vender produtos de Administração de Recursos, seguros de vida e previdência complementar com características de investimento, tais como os planos VGBL e PGDL.

2.4- Principais Premissas da Avaliação e Valor Justo

As projeções de crescimento para os próximos anos do setor de seguros no Brasil, apresentam relação com os seguintes fatores:

- Baixa penetração do seguro no País em comparação com outros países industrializados;
- Oportunidades de consolidação no setor;
- Expansão da demanda por seguros fora do eixo RJ-SP; e
- Abertura do mercado de resseguros.

2.4.1- Premissas Macroeconômicas

As premissas macroeconômicas influenciam diversos aspectos do modelo, como crescimento esperado do mercado no qual a empresa está inserida e conseqüentemente na evolução das receitas, ganho/perda determinada pela variação cambial no caso de empresas com ativos, disponibilidades ou dívidas em moeda estrangeira, custo do capital próprio e de terceiros, entre outras variáveis. Conforme descrito anteriormente no item sobre análise macroeconômica, todas as projeções foram obtidas através da pesquisa FOCUS.

PROJEÇÕES	2008	2009	2010
Cenário Macro			
Selic Média	14,07%	13,36%	11,76%
Inflação IPCA	6,33%	5,09%	4,53%
Cambio Final de Período	2,04	2,01	2,03
PIB Real	5,22%	3,11%	4,02%

2.4.2- Prêmios Ganhos

De acordo com estimativas da SulAmérica e da Fenaseg, o crescimento considerado nos prêmios de seguros até 2010 foi de 10% ao ano para o segmento de saúde grupal, vida e outros ramos elementares e de 9% ao ano para o segmento de veículos. Já para o segmento de saúde individual, a carteira foi projetada com decréscimos de 1% em 2009 e 5% em 2010, uma vez que a Companhia não está comercializando novos planos desde 2004. A taxa média de crescimento leva a uma evolução de 8,5% para os prêmios de seguro da SulAmérica nos próximos três anos. Mesmo considerando uma gradual diminuição no peso do segmento de saúde, particularmente por causa da paralisação das vendas no segmento saúde individual, ainda assim, o segmento permanecerá com o maior peso na carteira.

2.4.3- Sinistros Retidos e Despesas de Comercialização

Em virtude do acirramento da concorrência no setor, o que fez com que a disputa por *market share* acabasse por reduzir a qualidade das carteiras de forma geral, decorridos os primeiros nove meses de 2008, houve um aumento significativo no índice de sinistralidade geral do mercado. Em particular, a SulAmérica apresentou um índice de sinistralidade de 72,3% no terceiro trimestre de 2008 contra 70% de igual período do ano passado. Sendo assim, projetamos um índice de sinistralidade de 71,7% em 2008 contra 68,4% registrado em 2007 e para 2009 e 2010 uma gradual redução para 70,9% e 69,8% respectivamente. Já em relação ao índice de comercialização, que reflete a relação entre despesas de comercialização e prêmios ganhos, consideramos um taxa estável em 11%.

2.4.4- Outras Despesas Operacionais

Nesta linha predomina a influencia das despesas administrativas e tributárias, assim de modo conservador consideramos uma relação direta destas despesas com o crescimento dos prêmios ganhos. Mesmo assim, percebemos uma gradual melhora no índice combinado.

2.4.5- Resultado Financeiro

Dadas as características do setor que necessita de elevada formação de reservas, a SulAmérica recorrentemente obtém receitas financeiras líquidas. Particularmente, o aumento na geração de caixa, a redução do passivo oneroso superior a 50% no final de 2007, a capitalização proporcionada pela oferta pública de ações e o aumento da taxa selic, melhora muito suas perspectivas de resultados financeiros futuros.

2.4.6 - Resultado da Avaliação

A avaliação da empresa foi realizada através do modelo de fluxo de caixa para o acionista (*Free Cash Flow to Equity*), que se mostrou o mais adequado para o setor de seguros. A taxa de desconto foi baseada no custo do capital próprio (K_e) de 15,7%, composto pelo ativo livre de risco de 5,5%, pelo prêmio de risco de 5,0%, pelo risco país de 3,0% , ajuste cambial de 2,0% e finalmente pelo Beta estimado por Damodaram para o setor de seguros de 0,98. O crescimento considerado na perpetuidade (g) foi de 4,0% e o valor justo obtido por ação foi de R\$ 39,91.

Valores R\$ milhões	
VALUATION	Dez.08
Somatório 2008-2010	1.201,3
Valor Presente da Perpetuidade	2.540,7
Valor Estimado da Empresa	3.742,1
Crescimento na Perpetuidade (g)	4,0%
Taxa de Desconto (K_e)	15,7%
Ações (milhões)	281,3
Preço Alvo por Unit (R\$)	39,91
Cotação Atual (R\$)	19,00
Upside	110,0%

2.5- Projeções

BALANÇO CONSOLIDADO	2007	2008 E	2009 E	2010 E
Ativo Total	9.098	10.224	11.277	12.323
Aplicações Financeiras	5.065	5.928	6.957	7.939
Prêmios a Receber	945	1.116	1.122	1.200
Ativo Permanente	328	193	170	150
Obrigações a Pagar	987	1.012	1.025	1.036
Prov. de Prêmios não Ganhos - Elementares,	1.185	1.392	1.596	1.784
Sinistros a Liquidar - Elementares, Vida e Sa	996	1.058	1.212	1.355
Prov. de Sinistros Ocorridos mas não avisado	530	601	689	771
Provisões Técnicas - Previdência Complemen	1.370	1.642	1.882	2.105
Patrimônio Líquido	1.960	2.313	2.694	2.946

DRE CONSOLIDADO	2007	2008 E	2009 E	2010 E
Prêmios Ganhos	6.572	7.049	7.796	8.429
Sinistros Retidos + Desp. com Benefícios	(4.494)	(5.053)	(5.528)	(5.884)
Despesas de Comercialização	(688)	(777)	(860)	(930)
Margem Bruta	21,2%	17,3%	18,1%	19,2%
Outras Despesas Operacionais	(1.118)	(1.081)	(1.213)	(1.311)
Resultado Financeiro	401	516	594	329
Lucro Líquido	321	459	476	361

INDICADORES E MÚLTIPLOS	2007	2008 E	2009 E	2010 E
ROE	22,3%	21,5%	19,0%	12,8%
ROA	3,7%	4,7%	4,4%	3,1%
Preço / Lucro	5,5	3,9	3,7	4,9
Preço / Valor Patrimonial	0,91	0,77	0,66	0,60
Dividend Yield	3,5%	5,0%	5,3%	6,1%
Índice de Comercialização	10,5%	11,0%	11,0%	11,0%
Índice de Sinistralidade	68,4%	71,7%	70,9%	69,8%
Índice Combinado	95,9%	98,0%	97,5%	96,4%

3- Conclusão

Não existe uma metodologia de avaliação de empresas superior a outra, havendo a necessidade de adaptar a escolha conforme a disponibilidades de informações e recursos.

Na análise pelo método do fluxo de caixa para o acionista da SulAmérica, foi encontrado um preço justo de R\$ 39,91 por ação *unit* da empresa para dezembro de 2008. O valor da ação, no dia 14/11/08, era de R\$ 19,00 o que gera um potencial de valorização de 110%.

Comparando com análises de outros analistas do mercado, podemos constatar que a avaliação efetuada nesse trabalho está em linha com as avaliações dos bancos UBS, Unibanco e Fator, cujos preços alvo por ação são de R\$ 40,00, R\$ 34,30 e R\$ 40,10 respectivamente. Desta forma, o resultado da avaliação parece ser consistente com as perspectivas para o mercado e para a empresa, e que se fundamenta em premissas aceitáveis. Todavia, qualquer avaliação está sujeita a incertezas na determinação das premissas, o que pode mudar integralmente o resultado.

Finalmente, vale ressaltar que durante a análise da SulAmérica foram feitas simplificações na determinação das premissas. Algumas dessas premissas poderiam ser mais detalhadas, porém o analista deve avaliar o ganho gerado pelo maior detalhamento das contas, já que desta forma também aumenta a probabilidade de erro, o que implica que não necessariamente um modelo mais detalhado seria melhor.

Referências Bibliográficas

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. (2000) “Fundamentos de Investimentos”. Porto Alegre, Bookman

BREALEY, Richards; MEYERS, Stewart. “Principles of Corporate Finance.” 7.ed. Nova Iorque: McGraw-Hill, 2000.

COPELAND, T. & T. KOLLER & J. MURRIN; Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies; Second Edition, John Wiley & Sons (Ed.), 1995

DAMODARAN, Aswath (2007) “Avaliação de Empresas”. São Paulo, Pearson, 2ª edição

DAMODARAN, Aswath.; “Investment Valuation: Tools and Techniques for determining the value so any asset”; USA, Wiley Frontiers in Finance, 1997.

GITMAN, Lawrence J., “Princípios de administração financeira”. 7. ed. São Paulo: Hbra, 1997.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. (1995) “Administração Financeira”. São Paulo, Atlas

TINOCO, José Henrique, “Apostila do Curso de Contabilidade e Análise de Balanços”. PUC-RJ.

Sites na Internet:

- www.agorainvest.com.br
- www.ans.gov.br
- www.bc.gov.br
- www.damodaran.com
- www.ibge.gov.br
- www.bloomberg.com
- www.sulamerica.com.br/ri
- www.ing.com
- www.swissre.com
- www.fenaseg.org.br
- www.susep.gov.br