



CORPORATE FINANCE

SAEPAR Serviços e Participações S.A.

Laudo de Avaliação da Sul América Companhia Nacional de Seguros

17 de Janeiro de 2008

ADVISORY



KPMG Corporate Finance Ltda.
Av. 9 de Julho, 5.109 - 6º andar
01407-905 - São Paulo, SP - Brasil
Caixa Postal 2467
01060-970 - São Paulo, SP - Brasil

Central Tel 55 (11) 3245-8000
Fax 55 (11) 3245-8309
Internet www.kpmg.com.br

À
Diretoria da
SAEPAR Serviços e Participações S.A.
Rio de Janeiro - RJ

17 de janeiro de 2008

Atenção: Sr. Arthur Farne d'Amoed Neto

Avaliação econômico-financeira da Sul América Companhia Nacional de Seguros

Prezados senhores:

De acordo com os termos de nossa proposta para prestação de serviços, datada de 17 de dezembro de 2007, e conforme entendimentos subseqüentes, efetuamos uma avaliação econômico-financeira consolidada da Sul América Companhia Nacional de Seguros, cujo laudo encontra-se anexo.

Atenciosamente,

Cláudio R. de Leoni Ramos
Sócio

Fabrício O. Mesquita
Gerente

Notas Relevantes

- O Laudo foi elaborado pela KPMG Corporate Finance Ltda. (“KPMG Corporate Finance”), mediante solicitação da SAEPAR Serviços e Participações S.A. (“SAEPAR” ou “Ofertante”) para os fins previstos na Instrução 361, de 5 de março de 2002 (aditada pela Instrução 436 de 5 de julho de 2006), da Comissão de Valores Mobiliários (“Instrução CVM 361/02” e “CVM”, respectivamente), no contexto de uma Oferta Pública para Aquisição de Ações para cancelamento do registro de companhia aberta da Sul América Companhia Nacional de Seguros (“Oferta” e “SALIC” ou “Empresa”) perante a CVM, bem como do registro para negociação das ações de emissão da SALIC na Bolsa de Valores de São Paulo S.A. – BVSP (“BOVESPA”) para a aquisição, pelo Ofertante, da quantidade total de ações ordinárias existentes da SALIC no mercado, conforme o art. 254-A da Lei 6404 de 15 de novembro de 1976 (“Lei das S.A.s”), e conforme Instrução CVM 361/02.
- A SAEPAR é uma sociedade de participações brasileira, e principal acionista da SALIC. A SAEPAR detém 73,23% do capital social total da SALIC (composto exclusivamente de ações ordinárias).
- O Item III do Anexo III da Instrução CVM 436 determina que as informações contidas no Laudo de Avaliação devem se basear nas demonstrações financeiras auditadas da SALIC, e em informações gerenciais relacionadas à SALIC, apresentadas por sua Administração, e com base em informações disponíveis ao público em geral, por meio de fontes públicas.
- Nem a KPMG Corporate Finance, nem qualquer um de seus sócios, empregados ou colaboradores declaram ou garantem, de forma expressa ou tácita, a precisão do presente laudo, ou que ele seja completo, outrossim, resta claro que os seus serviços não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo do presente material não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para o preço da oferta.
- A KPMG Corporate Finance destaca que a avaliação da Empresa foi realizada de forma isolada, desconsiderando eventuais impactos correlatos a OPA.
- As informações obtidas pela KPMG Corporate Finance em fontes públicas incluíram as demonstrações financeiras disponíveis em 30 de setembro de 2007, que foram auditadas e sujeitas à revisão limitada dos auditores independentes da Empresa, conforme o caso. A KPMG Corporate Finance obteve informações de fontes públicas que considera confiáveis, contudo a KPMG Corporate Finance não procedeu investigações independentes referentes a essas informações, tampouco assume responsabilidade pela precisão, exatidão e suficiência dessas informações.
- O Ofertante e a SALIC, por meio de profissionais designados, forneceram informações referentes a dados, projeções, premissas e estimativas relacionadas à Empresa e aos mercados em que opera, utilizados neste Laudo de Avaliação. A SAEPAR e a SALIC serão mencionadas neste Laudo de Avaliação conjuntamente como “Fornecedores de Informações”.
- A KPMG Corporate Finance se baseou nas informações supra-citadas e em discussões com os profissionais da SALIC ou outros representantes desta, e a KPMG Corporate Finance não se responsabilizou por verificar de modo independente qualquer informação disponível publicamente ou a ela ofertada na preparação do presente laudo. A KPMG Corporate Finance não expressa parecer sobre a fidedignidade da apresentação das informações mencionadas, e ressalta que quaisquer erros, alterações ou modificações nessas informações poderiam afetar significativamente as análises da KPMG Corporate Finance.
- Durante o curso de nossos trabalhos, desempenhamos procedimentos de análise sempre que necessário. Entretanto, ressaltamos que nosso trabalho de avaliação não constituiu uma auditoria das demonstrações financeiras ou quaisquer outras informações a nós apresentadas pelos Fornecedores de Informações, não devendo ser considerado como tal. Nossos trabalhos levaram em consideração a relevância de cada item, portanto, ativos, direitos e obrigações de valor secundário não foram objeto de análise detalhada. A KPMG Corporate Finance não procedeu qualquer verificação independente relacionada às informações apresentadas pelos Fornecedores de Informações, não podendo confirmar sua precisão, exatidão e suficiência e, portanto, os Fornecedores de Informações assumem total responsabilidade pelas informações prestadas à KPMG Corporate Finance.

Notas Relevantes (cont.)

- Para a elaboração do laudo ora ofertado a KPMG Corporate Finance teve como pressuposto a confiança, com expressa anuência dos Fornecedores de Informações, na exatidão, conteúdo, veracidade, completude, suficiência e integralidade da totalidade dos dados que foram fornecidos ou discutidos, de modo que não assumimos nem procedemos à inspeção física de quaisquer ativos e propriedades, deixando, outrossim, de preparar ou obter avaliação independente de ativos e passivos da SALIC, ou de sua solvência, considerando como consistentes as informações utilizadas neste laudo de avaliação, responsabilizando-se os Fornecedores de Informações, inclusive por seus prepostos, sócios e colaboradores, por tudo quanto transmitido ou discutido com a KPMG Corporate Finance.
- As informações referentes aos dados, às projeções, às premissas e às estimativas, relacionados à Empresa e ao seu mercado de operação, utilizadas e contidas neste Laudo de Avaliação, baseiam-se em certos grupos de relatórios e layout de apresentação que podem diferir consideravelmente em relação ao grupo de contas apresentado pela Empresa na elaboração das Demonstrações Financeiras Padronizadas, publicamente disponíveis. Esse procedimento foi adotado para permitir que as projeções apresentadas estivessem consistentes com o grupo de contas reportado nas demonstrações financeiras gerenciais apresentadas. Diferenças ocasionais nos grupos de contas não têm impacto sobre os resultados.
- Todas as informações, estimativas e projeções aqui contidas, incluindo, porém não se limitando a, projeções para prêmios, sinistros, margens de lucro, aumentos no volume e despesas operacionais, são aquelas utilizadas e/ou apresentadas pelos Fornecedores de Informações, ajustadas pela KPMG Corporate Finance, de acordo com seu julgamento, referente à razoabilidade, e são assumidas como oriundas da melhor avaliação dos Fornecedores de Informações e de sua Administração com relação à evolução da Empresa e de seus mercados de operações.
- Exceto se expressamente apresentado de outra forma, conforme indicado por escrito em notas ou referências específicas, todos os dados, informações anteriores, informações de mercado, estimativas, projeções e premissas, incluídos, considerados, utilizados ou apresentados neste Laudo de Avaliação são aqueles apresentados pelos Fornecedores de Informações à KPMG Corporate Finance.
- As informações aqui contidas, relacionadas à posição contábil e financeira da Empresa, assim como do mercado, são aquelas disponíveis em 30 de setembro de 2007. Qualquer mudança nessas posições pode afetar os resultados deste Laudo de Avaliação. A KPMG Corporate Finance não assume nenhuma obrigação para com a atualização, revisão ou emenda do Laudo de Avaliação, como resultado da divulgação de qualquer informação subsequente a 30 de setembro de 2007, ou como resultado de qualquer evento subsequente.
- Não há garantias de que as premissas, estimativas, projeções, resultados parciais ou totais ou conclusões utilizados ou apresentados neste Laudo de Avaliação serão efetivamente alcançados ou verificados, no todo ou em parte. Os resultados futuros realizados da Empresa podem diferir daqueles nas projeções, e essas diferenças podem ser significativas, podendo resultar de vários fatores, incluindo, porém não se limitando a, mudanças nas condições de mercado. A KPMG Corporate Finance não assume qualquer responsabilidade relacionada a essas diferenças.
- Este Laudo de Avaliação foi gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua elaboração, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais a KPMG Corporate Finance não tem qualquer controle.
- A soma dos valores individuais apresentados neste Laudo de Avaliação pode diferir da soma apresentada, devido ao arredondamento de valores.
- A variação do valor da Empresa limita-se a um intervalo de 10%, para que fique em conformidade ao estipulado no art. 8 da Instrução CVM 361/02.

Notas Relevantes (cont.)

- Para a realização dos trabalhos a KPMG Corporate Finance teve como premissa que todas as aprovações de ordem governamental, regulatória ou de qualquer outra natureza, bem como dispensa, aditamento ou repactuação de contratos necessários para o negócio colimado foram ou serão obtidas, e que nenhuma eventual modificação necessária por conta destes atos causará efeitos patrimoniais adversos para a Empresa ou reduzirá para esta os benefícios objetivados com a transação.
- O Laudo de Avaliação foi elaborado de acordo com os termos do art. 8, da Instrução CVM 361/02, mas não objetiva ser a única base para a avaliação da Empresa, portanto, o Laudo não contém toda a informação necessária para tal, e, conseqüentemente, não representa nem constitui uma proposta, solicitação, sugestão ou recomendação por parte da KPMG Corporate Finance para adesão ou não à Oferta, e a decisão para adesão ou não à Oferta, ou seja, a venda de suas ações ao Ofertante, é de total responsabilidade dos acionistas da SALIC, que detêm ações com direito a voto da Empresa (Acionistas), e a KPMG Corporate Finance não pode se responsabilizar por qualquer decisão tomada pelos Acionistas.
- Os Acionistas devem fazer suas próprias análises com relação à conveniência e à oportunidade de aceitar a Oferta, devendo consultar seus próprios assessores financeiros, tributários e jurídicos, para definirem suas próprias opiniões sobre a Oferta, de maneira independente. O Laudo de Avaliação deve ser lido e interpretado à luz das restrições e qualificações anteriormente mencionadas. O leitor leva em consideração em sua análise as restrições e características das fontes de informação utilizadas.
- Este Laudo de Avaliação deve ser utilizado exclusivamente no contexto da Oferta, tornando-se público por meio de um Fato Relevante, datado de 17 de janeiro de 2008, publicado nos jornais Valor Econômico, Gazeta Mercantil, Jornal do Commercio, Monitor Mercantil e Diário Oficial do Estado do Rio de Janeiro na edição de 18 de janeiro de 2008.
- Este Laudo de Avaliação não pode ser circulado, copiado, publicado ou de qualquer forma utilizado, nem poderá ser arquivado, incluído ou referido no todo ou em parte em qualquer documento sem o prévio consentimento da KPMG Corporate Finance, sendo, porém, liberado o seu uso por terceiros interessados na Oferta, dentro das estritas condições da Instrução CVM 361/02.
- Relatórios de análise de empresas e setores elaborados por outras sociedades, até por sua autonomia, podem tratar premissas de modo diferente da abordagem desta avaliação e conseqüentemente apresentar resultados significativamente diferentes.
- Consideramos que a apresentação deste Laudo conclua definitivamente os serviços que foram objeto de nossa proposta, de acordo com os prazos ali definidos.

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

Glossário

Alutrens	Alutrens Participações S.A.
ANS	Agência Nacional de Saúde Suplementar
ANFAVEA	Associação Nacional dos Fabricantes de Veículos Automotores
ASO	Operadora que atua na administração de planos ou serviços de assistência à saúde, ou Administrative Services Only
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo S.A. - BVSP
Brasilsaúde	Brasilsaúde Companhia de Seguros
Brasilveículos	Brasilveículos Companhia de Seguros
CAGR	Abreviação em inglês de taxa de crescimento anual composta (Compounded Annual Growth Rate)
CAPM	Abreviação em inglês de modelo de precificação de ativos de capital (Capital Asset Pricing Model)
CBLC	Câmara Brasileira de Liquidação e Custódia
Cia.Saúde	Sul América Companhia de Seguro Saúde
COFINS	Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CPMF	Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
CVM 361	Instrução CVM nº 361 de 5 de março de 2002
CVM 436	Instrução CVM nº 436 de 5 de julho de 2006, que acrescenta o Anexo III e altera a CVM nº 361
DFP	Demonstrações Financeiras Padronizadas

Glossário (cont.)

DPVAT	Seguro Obrigatório de Danos Pessoais Causados por Veículos Automotores de Vias Terrestres
EBIT	Abreviação em inglês de Lucro Antes dos Juros e dos Impostos (Earning Before Interest and Tax)
EBITDA	Abreviação em inglês de Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)
EMBI	Emerging Markets Bond Index
Empresa	Sul América Companhia Nacional de Seguros
Executivos	Executivos S.A. – Administração e Promoção de Seguros
FAS	Financial Advisory Services
Fenaprevi	Federação Nacional de Previdência Privada e Vida
Fenaseg	Federação Nacional das Empresas de Seguros Privados e de Capitalização
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
Índice combinado	(Sinistro Retido + Despesas Comerciais e Administrativas) / Prêmio Ganho
IPCA	Índice de inflação medido pelo IBGE (Índice de Preços ao Consumidor Amplo)
IPTU	Imposto sobre a propriedade Predial e Territorial Urbana
IRB	IRB – Brasil Resseguros S.A.
ISS	Imposto Sobre Serviços
ITR	Demonstrações Financeiras Trimestrais
KPMG	Empresas que atuam sob a marca detida pela cooperativa suíça KPMG

Glossário (cont.)

KPMG Corporate Finance	KPMG Corporate Finance Ltda.
Nova Sulamed	Sul América Serviços de Saúde S.A.
OPA	Oferta Pública para Aquisição de ações
PGBL	Plano Gerador de Benefício Livre
PIB	Produto Interno Bruto
PIS	Programa de Integração Social
PPP	Parceria Público-Privada
REFIS	Programa de Recuperação Fiscal
SAIPA	Sul América Investimentos e Participações S.A.
SALIC	Sul América Companhia Nacional de Seguros
SAMI	Sul América Investimentos DTVM S.A.
Santa Cruz	Sul América Santa Cruz Participações S.A.
SASA	Sul América S.A.
Cia SASG	Sul América Companhia de Seguros Gerais
Saúde S.A.	Sul América Seguro Saúde S.A.
SBCE	Seguradora Brasileira de Crédito à Exportação
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e Custódia



Glossário (cont.)

Subsidiárias	Todas as empresas com investimentos diretos ou indiretos da SALIC, apresentadas neste Laudo
SULAMED	Sul América Serviços Médicos S.A.
SULASEG	Sul América Seguros de Vida e Previdência S.A.
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
VGBL	Vida Gerador de Benefício Livre

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

I. Sumário executivo

Introdução

- A SALIC é uma companhia aberta, com ações negociadas na BOVESPA. Seu controle acionário é detido pela SAEPAR com 73,23% de suas ações ordinárias. A SAEPAR é uma Subsidiária da SASA, holding de um dos principais grupos do mercado segurador brasileiro, que abriu seu capital em bolsa recentemente.
- A SALIC detém investimentos diretos ou indiretos, com as respectivas participações societárias, nas seguintes empresas:

SALIC - Participações acionárias (em 31/12/2007)	Direta	Indireta
Cia.Saúde	61,31%	
Brasilveículos	30,00%	
SASG	52,69%	
SBCE	12,09%	
Saúde S.A.		61,30%
SAMI		61,30%
SULASEG		61,30%
Executivos		61,30%
Santa Cruz		61,05%
SAIPA		61,31%
Alutrens		14,80%
SULAMED		61,30%
Brasilsaúde		30,68%
Nova Sulamed		61,30%

- A SAEPAR tem o objetivo de adquirir, por meio de uma OPA para cancelamento de registro, as ações da SALIC detidas pelos acionistas minoritários, com o propósito de solicitar à CVM o cancelamento do registro da SALIC como companhia aberta. Esta oferta será realizada de acordo com as normas da CVM.
- Para atender às exigências da instrução CVM 361, de 5 de março de 2002, a KPMG Corporate Finance foi contratada para efetuar a avaliação da SALIC.

Objeto da avaliação

- O presente trabalho compreendeu a avaliação da SALIC de forma consolidada, com suas Subsidiárias.

Fontes de informações

- Foram utilizadas as demonstrações financeiras consolidadas da SALIC, auditadas pelos auditores independentes, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2006, 31 de dezembro de 2005 e 31 de dezembro de 2004, as demonstrações financeiras consolidadas revisadas pelos auditores independentes da SALIC para a data-base de 30 de setembro de 2007 e os relatórios da Administração da SALIC e de suas Subsidiárias.
- Os trabalhos também levaram em consideração informações obtidas em entrevistas com a Administração da SALIC e de suas Subsidiárias, e em informações gerenciais fornecidas de forma escrita ou verbal.
- Adicionalmente, foram utilizadas informações públicas de mercado, geralmente utilizadas pelo setor de seguros, com o objetivo de analisar as premissas utilizadas na avaliação da SALIC e de suas Subsidiárias.
- A consistência das informações disponíveis ou disponibilizadas foi analisada quando necessário.

I. Sumário executivo (cont.)

Uso e divulgação do laudo

- O presente laudo foi elaborado para ser divulgado aos interessados por intermédio de CVM, BOVESPA, SALIC, SAEPAR, SASA e Banco UBS Pactual S.A. (sendo este último o coordenador da OPA), e nos sítios eletrônicos (web sites) da SALIC, da CVM e da BOVESPA, conforme exigências da CVM 361.

Eventos subsequentes

- Ressaltamos que esta avaliação tem como base a posição do balanço patrimonial consolidado da SALIC em 30 de setembro de 2007. Eventuais fatos relevantes que tenham ocorrido após a data-base e que não tenham sido levados a nosso conhecimento até a data de emissão deste laudo poderão alterar o valor estimado para a SALIC neste laudo.

Escopo

- O escopo do trabalho tomou como base os seguintes procedimentos:
 - Análise das demonstrações financeiras consolidadas da SALIC, auditadas pelos auditores independentes, para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2006, 31 de dezembro de 2005 e 31 de dezembro de 2004;
 - Análise das demonstrações financeiras consolidadas da SALIC, revisadas pelos auditores independentes, para a data-base de 30 de setembro de 2007;
 - Análise de relatórios gerenciais da Administração da SALIC e de suas Subsidiárias;
 - Entrevistas com a Administração da SALIC para obter o entendimento de suas operações e perspectivas de negócios;
 - Análise de dados mercadológicos em poder da SALIC e comparação desses dados com informações públicas disponíveis na SUSEP e em associações setoriais;
 - Análise da evolução histórica das negociações envolvendo ações do capital social da SALIC na BOVESPA;
 - Modelagem econômico-financeira das operações consolidadas da SALIC;
 - Análise de sensibilidade de variáveis críticas do modelo econômico-financeiro; e
 - Estimativa do valor econômico-financeiro da SALIC.

I. Sumário executivo (cont.)

Critérios de avaliação

- Foram adotados os critérios de avaliação previstos na CVM 361:
 - Preço médio ponderado de cotação das ações na BOVESPA no período de 18 de janeiro de 2007 a 17 de janeiro de 2008;
 - Patrimônio líquido contábil por ação em 30 de setembro de 2007; e
 - Fluxo de caixa descontado na data-base de 30 de setembro de 2007, bem como uma análise comparativa de múltiplos de mercado.

Moeda e data-base da projeção

- As projeções financeiras foram efetuadas em moeda nominal, utilizando-se como moeda base o Real (R\$) na data-base de 30 de setembro de 2007.

Horizonte de projeção e valor residual

- Com relação à continuidade de negócios da empresa avaliada, teoricamente, o horizonte de projeção seria ilimitado. Entretanto, por motivos práticos, considera-se um horizonte de projeção explícito que se estende a um ponto específico, de acordo com as características dos negócios da empresa avaliada. Ao final desse período, um valor residual adequado é calculado para o negócio avaliado, incorporando assim o valor econômico da atividade operacional após o fim do horizonte de projeção.
- Conseqüentemente, o horizonte de projeção considerado foi de cinco anos e três meses, ou seja, até 31 de dezembro de 2012, tendo em vista as informações disponibilizadas pela Administração da SALIC e as informações públicas sobre o mercado de seguros brasileiro. No fim deste período, calculamos o valor residual dos negócios da SALIC com base na perpetuidade do fluxo de caixa estimado e normalizado em 2012. Para o cálculo do fluxo de caixa residual, foi aplicada uma taxa de crescimento nominal equivalente à taxa de inflação anual projetada.

Taxa de desconto

- A taxa de desconto utilizada foi calculada pelo CAPM e foi estimada em 9,26% (definida em valores reais). Para desconto dos fluxos de caixa, o componente de inflação brasileiro projetado para cada exercício foi adicionado à taxa real para se obterem as respectivas taxas nominais utilizadas para desconto dos fluxos de caixa.

I. Sumário executivo (cont.)

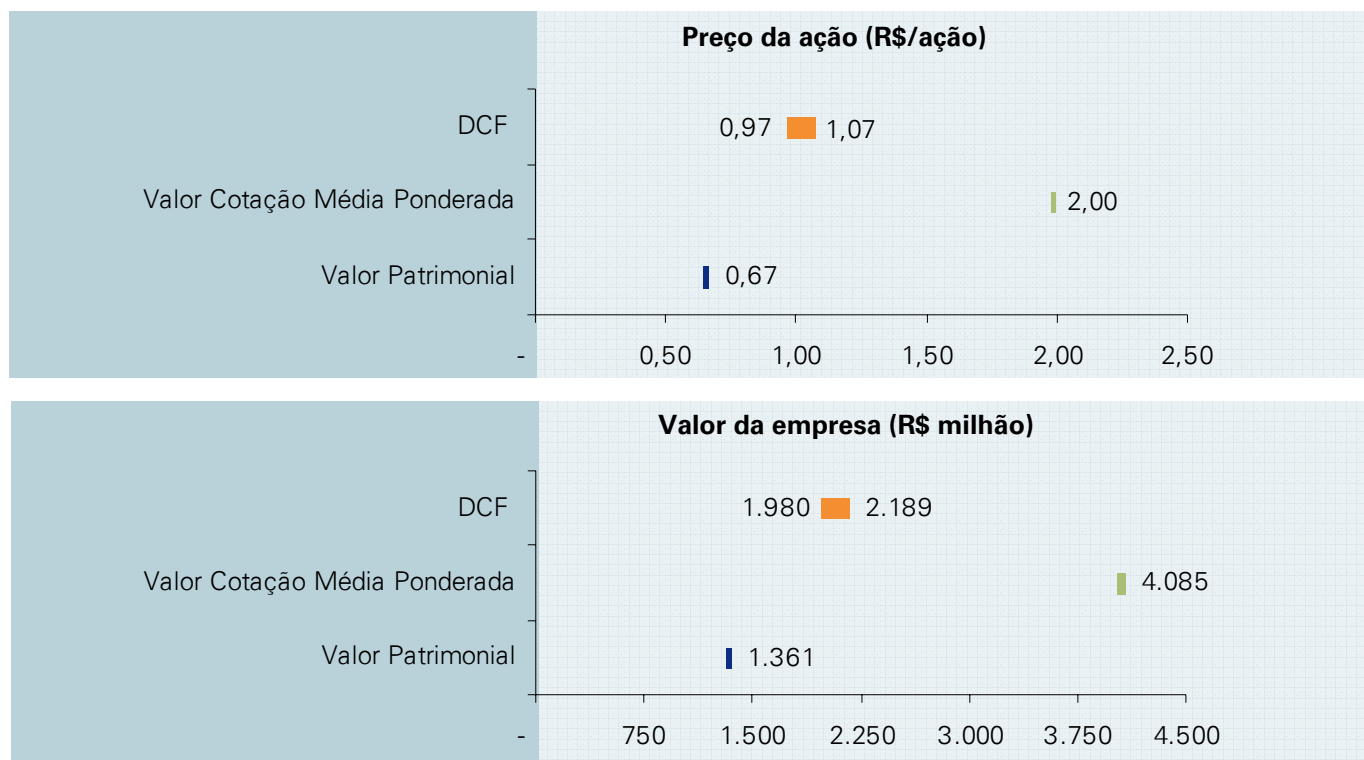
Critério de avaliação adotado

- A avaliação da SALIC baseou-se na metodologia do fluxo de caixa descontado das operações consolidadas da Empresa.
- Este critério foi considerado adequado, com base nas seguintes considerações:
 - A SALIC é uma empresa operacional;
 - Este critério leva em conta a perspectiva de rentabilidade da SALIC e de suas Subsidiárias, e a conseqüente geração de caixa para seus acionistas; e
 - O valor obtido por esse critério considera também a avaliação dos ativos intangíveis da SALIC.
- Outros dois critérios de avaliação foram utilizados para a mensuração do valor das ações do capital social da SALIC.
- O critério do patrimônio líquido contábil por ação não foi considerado adequado, por não considerar o potencial de geração de retorno das operações e as perspectivas de negócios da SALIC, mas tão-somente sua posição patrimonial com base em informações contábeis, que não seria apropriado para a avaliação de uma empresa rentável em operação; e
- O critério do preço médio ponderado da cotação das ações não foi considerado adequado neste caso, pelo fato de este ser extremamente dependente da liquidez das ações negociadas. No presente caso, o volume médio diário de ações negociadas observado nos últimos 12 meses representa aproximadamente 0,01% do total das ações da SALIC e 3% do total das ações detidas pelos acionistas minoritários. Conseqüentemente, a liquidez dessas ações, quando comparada ao volume de ações disponíveis para negociação, é muito baixa.
- Ademais, a análise das negociações das ações da SALIC indica volatilidade significativa apresentada no período que precedeu a publicação do Aviso ao Mercado da Oferta Pública Inicial de Units de emissão da SASA, ocorrida em 17 de setembro de 2007. Portanto, esse critério estaria exposto a distorções decorrentes da volatilidade do mercado e, dessa forma, não seria o mais apropriado para a presente avaliação.

I. Sumário executivo (cont.)

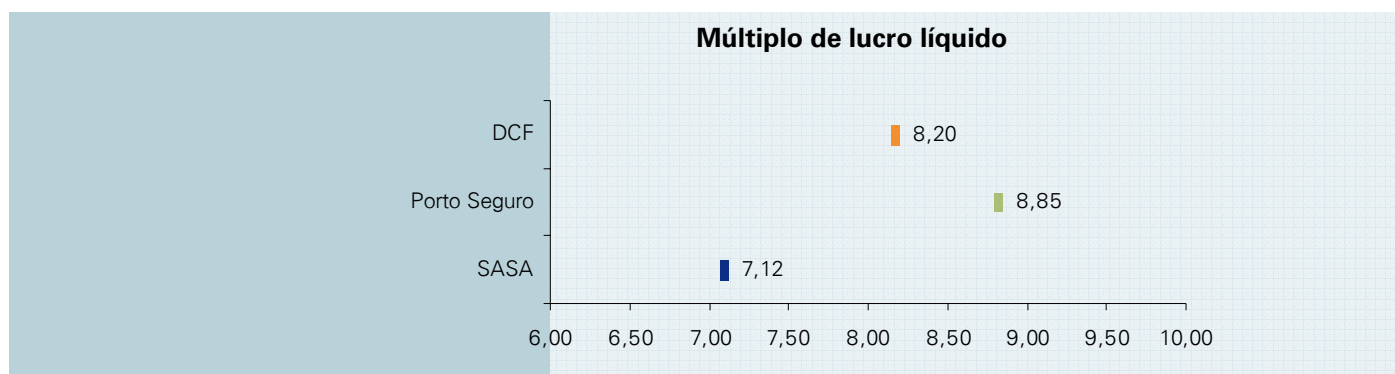
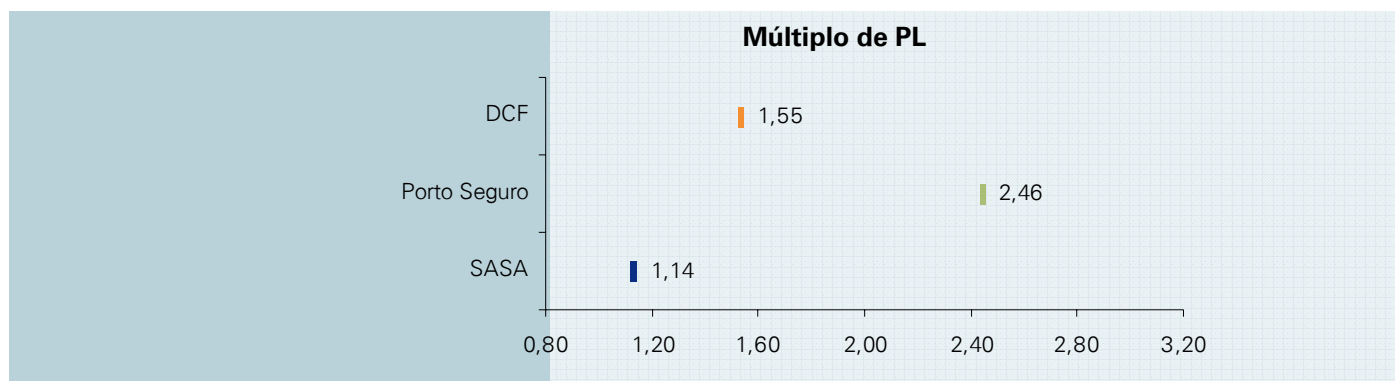
Resumo da avaliação

- A análise da avaliação da SALIC contemplou três critérios de avaliação. O critério considerado o mais adequado para a determinação do valor de mercado da SALIC é o critério econômico determinado pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado.



I. Sumário executivo (cont.)

- Ao comparar os múltiplos inferidos da SALIC resultantes da aplicação do critério do fluxo de caixa descontado com os múltiplos de mercado, os múltiplos de PL e lucro líquido obtidos para a SALIC estariam situados no intervalo de valor dos múltiplos da SASA e da Porto Seguro, conforme ilustrado abaixo:



Fonte: Os múltiplos foram elaborados com base nos valores projetados de lucro líquido e patrimônio líquido para 2008 e foram calculados com base no valor por ação de R\$ 1,02.

I. Sumário executivo (cont.)

Conclusões do laudo de avaliação

- Com base no objetivo desta avaliação, na metodologia de fluxo de caixa descontado e em suas respectivas premissas, o valor estimado para a SALIC está compreendido entre R\$ 1,98 bilhões e R\$ 2,19 bilhões, o que corresponde a um valor de R\$ 0,97 por ação a R\$ 1,07 por ação
- Enfatizamos que a presente avaliação se baseia substancialmente nas informações fornecidas pela Administração da SALIC, ajustadas segundo nossa análise quanto à razoabilidade destas.
- Contudo, nem a KPMG Corporate Finance, tampouco a Administração da SALIC, podem garantir que os resultados futuros serão realizados efetivamente conforme os resultados projetados, visto que muitas vezes os eventos previstos poderão não ocorrer em razão de diversos fatores externos circunstanciais e operacionais, acarretando, portanto, variações relevantes.
- Destacamos que o entendimento completo da conclusão deste laudo é possível somente mediante a leitura integral do laudo, incluindo os anexos. Desta forma, não se devem tirar conclusões de sua leitura parcial.

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

II. Informações sobre o avaliador

Histórico da KPMG

- A KPMG Corporate Finance Ltda. integra uma rede global de sociedades prestadoras de serviços profissionais afiliadas à KPMG International. A KPMG International não presta serviços, porém, suas firmas-membro prestam serviços de Auditoria, Impostos e Assessoria (por meio dos departamentos de Audit, Tax e Advisory, respectivamente). Somadas, as firmas-membro da KPMG International contam com mais de 123 mil funcionários distribuídos por todo o mundo, que prestam serviços em 145 países e faturaram US\$ 19,8 bilhões no ano fiscal encerrado em setembro de 2007.
- A marca KPMG foi criada em 1987, como resultado da fusão da Peat Marwick International (PMI) e da Klynveld Main Goerdeler (KMG).
- As firmas-membro da KPMG International no Brasil, por meio de suas várias sociedades autônomas, somam 57 sócios e mais de 2.100 funcionários distribuídos em 8 Estados e o Distrito Federal, em 11 cidades e 13 escritórios localizados estrategicamente no País: São Paulo (sede), Belo Horizonte, Brasília, Campinas, Curitiba, Fortaleza, Jaraguá do Sul, Manaus, Porto Alegre, Rio de Janeiro e São Carlos. O faturamento das firmas-membro da KPMG no Brasil atingiu R\$ 404 milhões no ano fiscal encerrado em setembro de 2007.
- No Brasil, a área de Financial Advisory Services da KPMG, liderada por 13 sócios, 7 diretores, 29 gerentes e cerca de 70 consultores, presta os seguintes serviços profissionais:
 - *Transaction Services* (serviços de diligência em aquisições);
 - *Forensic Services* (serviços relacionados à investigação e à prevenção de fraudes);
 - *Anti-money laundering* (serviços relacionados à prevenção de lavagem de dinheiro);
 - *Restructuring* (serviços de reestruturação de empresas e assessoria para credores, para recuperação de créditos);
 - Assessoria em PPPs (serviços relacionados a Parcerias Público-Privadas);
 - Assessoria em financiamentos para empresas privadas;
 - Assessoria relacionada a fusões e aquisições; e
 - Avaliações econômico-financeiras.
- A área de Corporate Finance das firmas-membro da KPMG International somam cerca de 1.600 profissionais, prestando serviços de finanças corporativas em mais de 100 escritórios em 52 países.
- A KPMG Corporate Finance Ltda., sociedade brasileira constituída em 1977, conduz e gerencia negociações em transações corporativas, incluindo assessoria em fusões e aquisições, alienações, financiamentos estruturados, financiamentos para projetos, privatizações e serviços de avaliações econômico-financeiras.

II. Informações sobre o avaliador (cont.)

- A KPMG Corporate Finance presta serviços relacionados a avaliações independentes, opinião de valor (*fairness opinions*), avaliações para reestruturação e reorganização societárias, avaliações para fusões e *joint ventures*, avaliações de ativos intangíveis, avaliações para fins fiscais e contábeis e para reestruturações societárias para companhias abertas e ministra cursos de avaliação.
- As firmas-membro da KPMG International estão entre as líderes no mercado mundial de fusões e aquisições. De acordo com a pesquisa independente da Thomson Financial Securities Data, as firmas-membro da KPMG International foram a assessora financeira número um em volume de transações concluídas em nove dos doze anos a partir de 1994, tendo sido a segunda colocada nos anos em que não obteve a liderança. Desde 2003, lideram esse *ranking* por ampla margem, e assessoraram 434 transações concluídas de fusões e aquisições em 2006. A KPMG recebeu vários prêmios nos últimos anos, dos quais o mais recente foi o título de "Assessora do ano no mercado europeu de médias empresas" pela *Thomson Financial Acquisitions Monthly 2006 Awards*.
- Atualmente, a KPMG Corporate Finance no Brasil conta com uma equipe de, aproximadamente, 50 profissionais altamente qualificados, incluindo 7 sócios, 4 diretores e 12 gerentes alocados nos escritórios de São Paulo e do Rio de Janeiro.

Processo interno de aprovação do laudo de avaliação

- A avaliação econômico-financeira da SALIC foi efetuada por uma equipe de consultores altamente qualificados, sendo o trabalho acompanhado e revisado constantemente por um gerente coordenador do trabalho. A equipe de trabalho também foi composta de um sócio-revisor e de um sócio responsável.
- A aprovação do laudo de avaliação ocorreu somente após as revisões do gerente, do sócio-revisor e do sócio responsável.

Identificação e qualificação dos profissionais envolvidos

- Cláudio R. de Leoni Ramos e Fabrício de Oliveira Mesquita coordenaram e participaram do desenvolvimento da avaliação apresentada neste laudo e são os responsáveis por este. Vide *curricula vitae* desses profissionais no conteúdo anexo.

Declarações do avaliador

- Conforme a Instrução CVM 361, a KPMG Corporate Finance declara, em 7 de janeiro de 2008, que:
 - Não é titular de ações da SALIC e de suas Subsidiárias, tampouco seus sócios, diretores, administradores, conselheiros, controladores ou pessoas a estes vinculadas;
 - Não há quaisquer relações comerciais e creditícias que possam impactar o Laudo de Avaliação;
 - Não há conflito de interesse que prejudique a independência necessária para o desempenho de suas funções neste trabalho.
 - O valor cobrado a título de remuneração pelos serviços prestados, referentes à elaboração deste laudo de avaliação, é de R\$ 366.300 (trezentos e sessenta e seis mil e trezentos reais), líquido de impostos.
 - A KPMG Corporate Finance e outras empresas que operam sob a marca KPMG no Brasil declaram não ter recebido remuneração pela prestação de serviços profissionais, por parte da SAEPAR, da SALIC ou de suas Subsidiárias nos últimos doze meses anteriores à apresentação deste laudo, em 9 de janeiro de 2008.

II. Informações sobre o avaliador (cont.)

- Abaixo estão apresentadas algumas das experiências da KPMG Corporate Finance em avaliações de companhias abertas nos últimos anos.

Cliente	Ano	Descrição
Companhia Brasileira de Energia	Em andamento	Avaliação pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, para fins de reestruturação societária.
VIVO	2007	Avaliação pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado das empresas Tele Norte Celular Participações S.A. e Telemig Celular Participações S.A., para atendimento do art. 256 da Lei nº 6.404, com o objetivo específico de avaliar de forma independente as Empresas que tiveram seu controle acionário adquirido pela VIVO.
AES Tietê S.A.	2007	Avaliação pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, para fins fiscais.
Grupo Santander	2006	Avaliação pela metodologia do Patrimônio Líquido a Preço de Mercado dos bancos: Banco Meridional S.A.; Banco Santander Brasil S.A.; Banco Santander S.A.; e Banco do Estado de São Paulo S.A. - Banespa, para fins de reestruturação e troca de ações.
Telefónica Data Brasil Holding S.A.	2006	Avaliação pela metodologia do Patrimônio Líquido Ajustado, referente a processo de incorporação na Telecomunicações de São Paulo
Telecomunicações de São Paulo S.A.	2006	Avaliação pela metodologia do Patrimônio Líquido Ajustado, referente a processo de incorporação da Telefónica Data Brasil Holding S.A.
Banco do Estado do Ceará S.A.	2005	Avaliação para fins de definição do preço mínimo para leilão do Banco no processo de privatização
Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A.	2005	Avaliação pela metodologia do Patrimônio Líquido Ajustado, referente a processo de aquisição da Ripasa S.A. Celulose e Papel
Ripasa S.A. Celulose e Papel	2005	Avaliação pela metodologia do Patrimônio Líquido Ajustado, referente a processo de aquisição pela Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A. e Votorantim Celulose e Papel
Votorantim Celulose e Papel	2005	Avaliação pela metodologia do Patrimônio Líquido Ajustado, referente a processo de aquisição da Ripasa S.A. Celulose e Papel

- Abaixo estão apresentadas algumas das experiências da KPMG Corporate Finance em avaliações de seguradoras nos últimos anos.

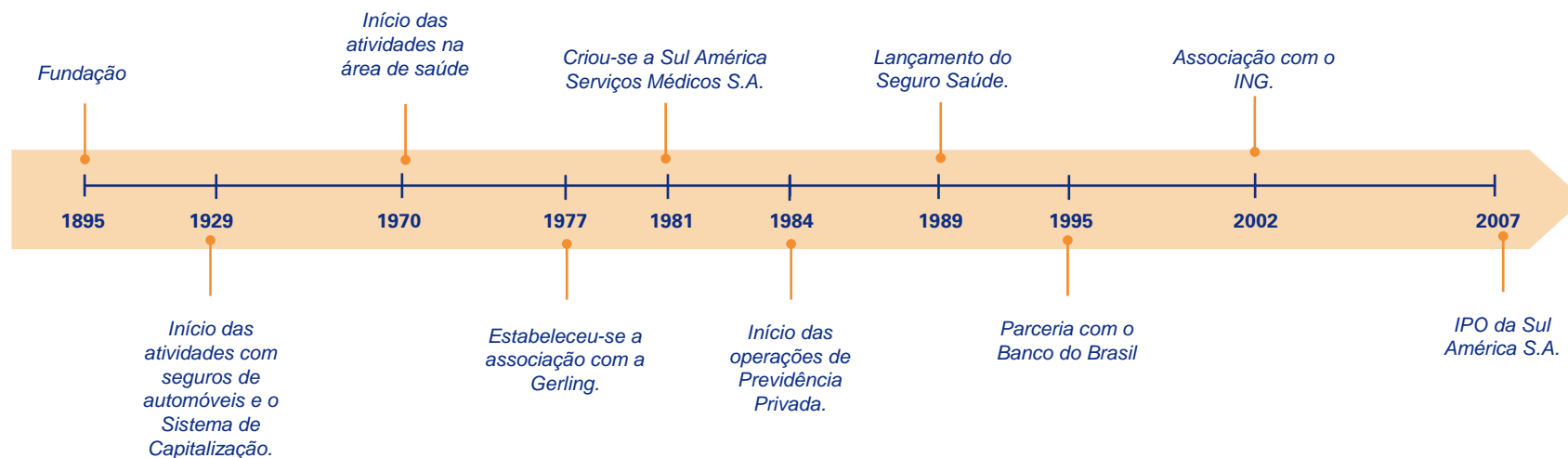
Cliente	Ano	Descrição
Indiana Seguros S.A.	2007	Avaliação da Indiana Seguros S.A.
Real Seguros	2006	Avaliação econômico-financeira da Real Seguros, para fins de fundamentação de ágio em função de sua aquisição pela Tokio Marine Seguradora.
HSBC Seguros de Automóveis e Bens Ltda	2006	Avaliação econômico-financeira da HSBC Seguros, para fins de fundamentação de ágio em função de sua aquisição pela HDI.
HSBC Seguros de Automóveis e Bens Ltda	2005	Avaliação da HSBC Seguros de Automóveis e Bens Ltda. no processo de aquisição pela HDI

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

III. Informações sobre a SALIC

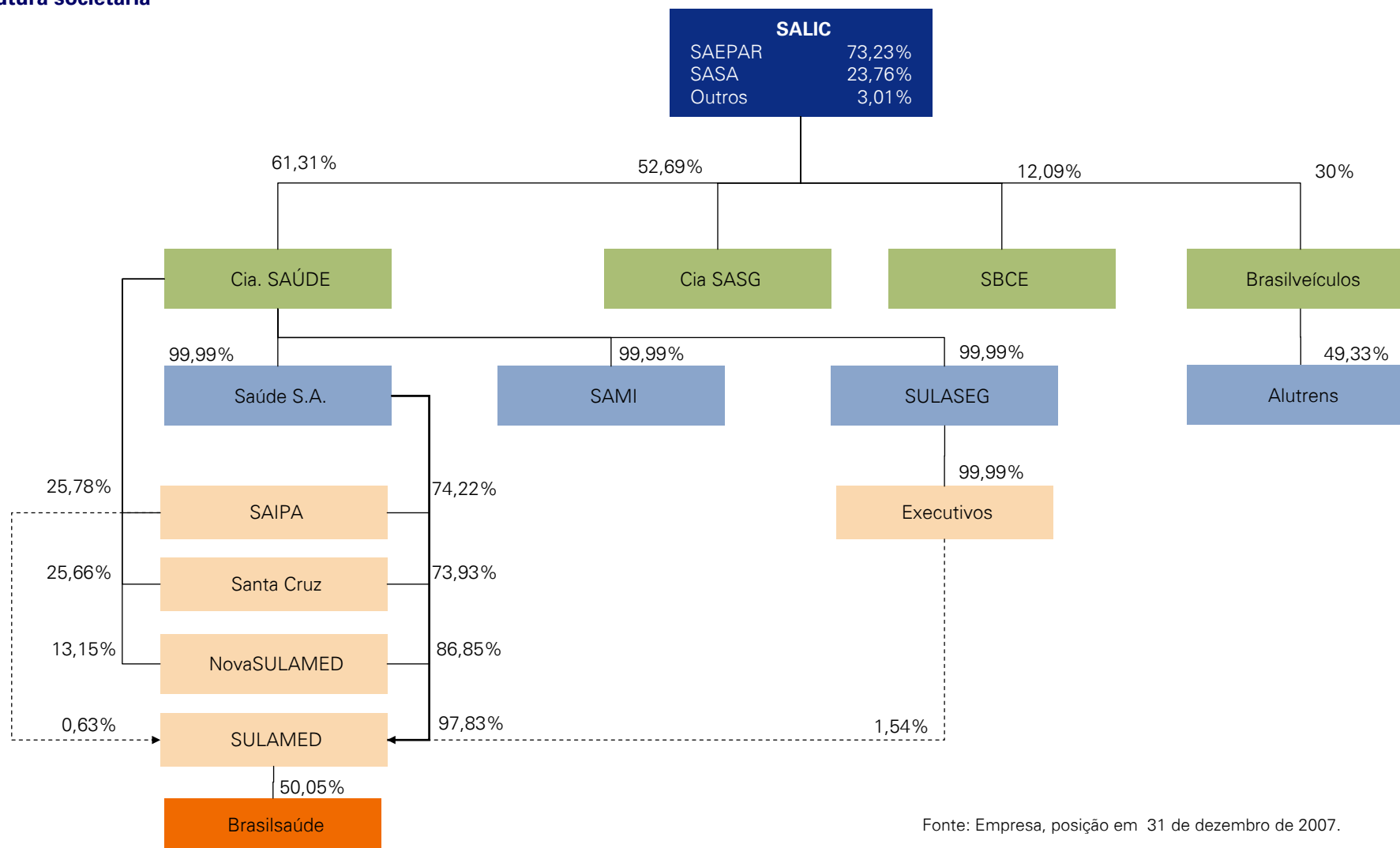
Breve histórico da SulAmérica

- A SulAmérica foi fundada em 1895 e desde então desenvolveu-se significativamente, sendo atualmente o maior grupo segurador não vinculado a bancos do Brasil. A SulAmérica atua nos ramos de seguros de saúde, automóveis, outros ramos elementares, vida, previdência, administração de recursos e ASO.
- De acordo com dados recentes a SulAmérica ocupava uma posição de destaque no ranking das companhias brasileiras, em termos de prêmios de seguros.
- Em 1895 a SulAmérica iniciou suas operações por meio da venda de seguros de vida. Ao longo dos anos, grande parte da diversificação ocorreu por intermédio de associações e parcerias com outras instituições. Entre as parcerias estabelecidas, destacam-se: a associação com a Gerling Konzern da Alemanha, em 1977; a parceria com o Banco do Brasil para a comercialização de planos de Previdência Privada e seguros de auto; e a associação com o grupo holandês ING em 2002.
- A seguir, está apresentada uma breve descrição da evolução da SulAmérica:



III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Estrutura societária



III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Breve descrição da SALIC

- A SALIC e suas subsidiárias atuam nos ramos de saúde, vida, previdência, automóveis e outros ramos elementares.
- Em 1969, a SALIC foi autorizada a operar como companhia de capital aberto, e desde então possui ações negociadas em bolsas de valores. Atualmente, os papéis da Empresa são negociados na BOVESPA sob o código SASG3.
- A SALIC possui investimentos diretos e indiretos nas seguintes empresas:
 - Cia.Saúde - subsidiária responsável pelo ramo de seguros de saúde;
 - Brasilveículos - parceria com o Banco do Brasil que atua no ramo de seguros para autos;
 - Cia SASG - nova denominação da Gerling Sul América S.A. - Seguros Industriais, atua em seguros industriais e de automóveis;
 - SBCE - seguradora que atua exclusivamente com seguros ao comércio exterior;
 - Saúde S.A.- responsável pelo ramo de saúde em grupo;
 - SAMI – é uma distribuidora de títulos e valores mobiliários focada na gestão de ativos;
 - SULASEG - subsidiária responsável pelos ramos de vida e previdência;
 - Executivos - opera na prestação de serviços no mercado de seguros;
 - Santa Cruz - administra bens próprios e de terceiros e detém participação em outras sociedades;
 - SAIPA - atua em empreendimentos e consórcios e detém participações em outras sociedades;
 - Alutrens - empresa de participações;
 - SULAMED - explora a operação de planos privados de assistência à saúde, atuando com medicina em grupo;
 - Brasilsaúde - parceria com o Banco do Brasil que atua no ramo de seguro de saúde em grupo; e
 - Nova Sulamed - empresa em fase de registro na ANS para atuar como operadora de plano de assistência a saúde.

III. Informações sobre a SALIC (cont.)

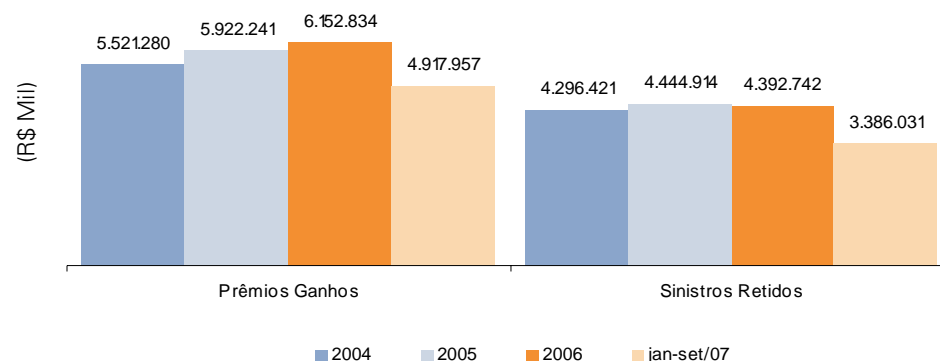
Informações Financeiras da SALIC

- A SALIC tem apresentado uma melhora nos seus resultados financeiros nos últimos anos. Os prêmios ganhos cresceram em média 5,56% entre 2004 e 2006, enquanto que o índice de sinistralidade atingiu 69%, em 30 de setembro de 2007.
- Em 2006, o índice combinado da Empresa, pela primeira vez em anos recentes, ficou abaixo de 100%, demonstrando a capacidade da Empresa de ser rentável operacionalmente.
- A seguir, apresentamos a evolução dos principais indicadores financeiros da Empresa nos últimos anos:

Evolução dos índices de sinistralidade e combinado



Evolução dos Prêmios Ganhos e dos Sinistros Retidos



III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Mercado segurador mundial e latino americano

- De acordo com a FENASEG, o mercado segurador mundial totalizou, em 2006, US\$ 3,72 trilhões em prêmios, o que representa um aumento de, aproximadamente, 8% em relação ao ano anterior (US\$ 3,45 trilhões em 2005).
- Em 2006, o líder mundial foi os Estados Unidos, com, aproximadamente, US\$ 1,17 trilhão em prêmios e uma participação de 31,5% no volume total, seguido do Japão e Reino Unido, com participações de 12,4% e 11,2%, respectivamente. O Brasil, por sua vez, ocupou a 19ª posição no ranking, com um volume superior a US\$ 30 bilhões em prêmios.

#	País	Em US\$ milhões	
		2006	%
1	Estados Unidos	1.170.101	31,5%
2	Japão	460.261	12,4%
3	Reino Unido	418.367	11,2%
4	França	251.164	6,8%
5	Alemanha	204.544	5,5%
6	Itália	138.679	3,7%
7	Koréia do Sul	101.179	2,7%
8	Canadá	88.200	2,4%
9	China	70.805	1,9%
10	Espanha	65.813	1,8%
11	Holanda	62.669	1,7%
12	Austrália	52.561	1,4%
13	Taiwan	51.563	1,4%
14	Irlanda	47.281	1,3%
15	Índia	43.032	1,2%
16	Suíça	41.758	1,1%
17	África do Sul	40.730	1,1%
18	Bélgica	37.888	1,0%
19	Brasil*	30.390	0,8%
Total		3.720.000	100,0%

* Não inclui as informações de Capitalização
Fonte Swiss Re e Sigma n° 4/2007

- Na América Latina, o Brasil apresentou uma posição de liderança com 42,5% de participação no volume total de prêmios na região, seguido pelo México e Argentina, com participações de 21,1% e 7,9%, respectivamente. Em 2005, os percentuais de participação destes três países eram 40,7%, 21,9% e 7,9%, respectivamente.

#	País	Em US\$ milhões	
		2006	%
1	Brasil*	30.390	42,5%
2	México	15.072	21,1%
3	Argentina	5.631	7,9%
4	Venezuela	4.886	6,8%
5	Chile	4.704	6,6%
6	Colômbia	3.200	4,5%
7	Trinidad e Tobago	1.255	1,8%
8	Peru	1.083	1,5%
9	Equador	616	0,9%
10	Rep. Dominicana	499	0,7%
11	Jamaica	494	0,7%
12	Panamá	474	0,7%
13	Costa Rica	424	0,6%
14	El Salvador	385	0,5%
15	Uruguai	336	0,5%
	Demais	1.977	2,8%
Total América Latina		71.426	100,0%

* Não inclui as informações de Capitalização
Fonte Swiss Re e Sigma n° 4/2007

Nota:

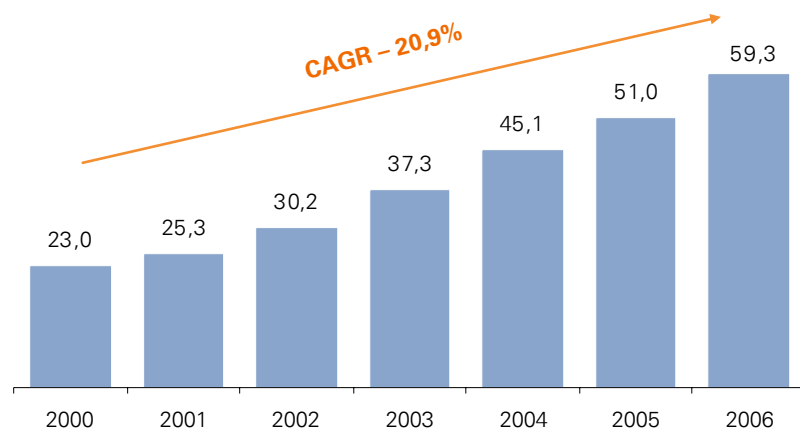
- Os números acima não incluem os planos de capitalização e PGBL, visto que estes não são considerados como produtos de seguros.

III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Recente evolução do setor de seguros no Brasil

- O processo de liberalização do setor, iniciado em 1996, que possibilitou a quebra do monopólio do Instituto de Resseguros do Brasil ("IRB"), a liberação dos preços dos seguros e a abertura do mercado segurador às empresas seguradoras estrangeiras, associado à implantação do Plano Real em 1994, provocaram forte crescimento e modernização do setor nos últimos anos.
- Entre os anos de 2000 a 2006, o setor cresceu de R\$ 23 bilhões para R\$ 59,3 bilhões (*), o que representa um crescimento anual composto de, aproximadamente, 21%, conforme apresentado abaixo.

Arrecadação do setor (R\$ bilhões)



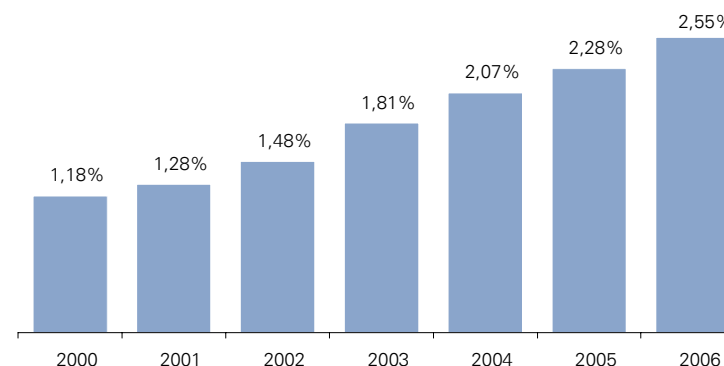
Fonte: SUSEP

- A participação do setor de seguros no PIB brasileiro também vem apresentando um crescimento expressivo. Entre os anos de 2000 e 2006, conforme apresentado no gráfico que se segue, a participação do setor de seguros no PIB cresceu de 1,18% para 2,55%, o que representa um aumento de mais de 100%.

(*). Os números acima não incluem os planos de capitalização e PGBL.

- Entretanto, apesar do desempenho do setor nestes últimos seis anos, a participação do setor ainda está longe da de outros países mais desenvolvidos como Espanha (6%), Alemanha (8%) e, principalmente, Estados Unidos (13%), o que indica grande potencial de crescimento.

Participação do setor no PIB (em %)



Fonte: Fenaseg

- Outro dado relevante refere-se à participação de capital estrangeiro no setor. Em 1994, conforme dados disponibilizados pela FENASEG, a participação de capital estrangeiro era de apenas 4%, no entanto, já em 2000, devido à entrada de diversas seguradoras estrangeiras, este percentual superava 30%.
- Como conseqüência da entrada de seguradoras estrangeiras no País e da onda de fusões e aquisições entre empresas, o setor de seguros no Brasil vem passando por grandes mudanças, entre elas: (i) consolidação, (ii) melhoria de processos e controles operacionais, (iii) aumento do nível de competitividade (concorrência), e (iv) incremento de vendas, tanto de volume quanto de receita de prêmios, entre outras mudanças.

III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Principais players / Consolidação do setor

- De acordo com a SUSEP, existem mais de 130 empresas de seguros no Brasil, entretanto o setor é considerado "concentrado", visto que um pequeno número de grandes companhias, principalmente ligadas a bancos, dominam o mercado, conforme ilustrado abaixo.
- Em 2006, as 15 maiores seguradoras do país respondiam por, aproximadamente, 62% do volume total de prêmios arrecadados (*). Se considerarmos apenas aquelas ligadas aos bancos Bradesco, Unibanco e Itaú o percentual de participação é de 33% no volume total.

#	Companhia	Em R\$ mil	
		Prêmio Total	%
1	BRANCO VIDA E PREVIDÊNCIA S.A.	8.356.285	17%
2	UNIBANCO AIG SEGUROS S/A	3.362.197	7%
3	PORTO SEGURO CIA DE SEGUROS GERAIS	2.754.303	5%
4	BRANCO AUTO/RE COMPANHIA DE SEGUROS	2.651.600	5%
5	ITAÚ SEGUROS S/A	2.225.505	4%
6	SUL AMÉRICA CIA NACIONAL DE SEGUROS	1.860.519	4%
7	TOKIO MARINE SEGURADORA S/A	1.514.295	3%
8	MAPFRE VERA CRUZ SEGURADORA S/A	1.398.827	3%
9	COMPANHIA DE SEGUROS ALIANÇA DO BRASIL	1.371.599	3%
10	CAIXA SEGURADORA S/A	1.188.770	2%
11	AGF BRASIL SEGUROS S.A.	1.176.201	2%
12	BRASILVEÍCULOS COMPANHIA DE SEGUROS	860.404	2%
13	HDI SEGUROS S/A	782.888	2%
14	MAPFRE VERA CRUZ VIDA E PREVIDÊNCIA S.A	775.171	2%
15	LIBERTY SEGUROS S/A	758.907	2%
	Demais	19.136.259	38%
Total		50.173.729	100%

Fonte: SUSEP - Nota: (1) Ranking excluindo segurados do ramo Saúde

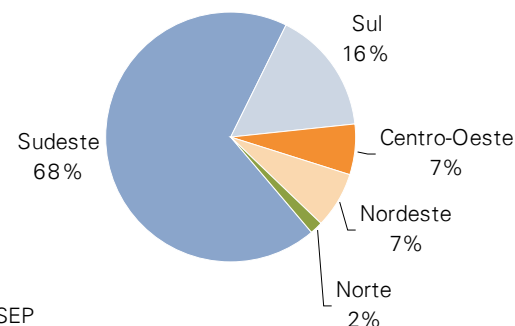
(*) O ranking acima não considera o ramo de saúde, que em 2006 totalizou, aprox., R\$ 9,1 bilhões, e tão pouco os planos de capitalização e PGBL.

- Cabe ressaltar que as novas regras de solvência para as companhias de seguros, que exigirão, a partir de 2008, um maior nível de capitalização das companhias, e a queda da taxa básica de juros, que exigirão um maior grau de eficiência e rentabilidade operacional das seguradoras, deverão aumentar ainda mais a concentração no setor, gerando provavelmente uma nova onda de fusões e aquisições no país.

Distribuição geográfica de prêmios

- A concentração no mercado de seguros no Brasil não está restrita apenas ao número de players, mas também a determinadas regiões do país.
- Em 2006, de acordo com a SUSEP, a comercialização de apólices de seguros estava concentrada na região sudeste (68,0% do volume total), com destaque para a cidade de São Paulo, com participação de 52,5% no total comercializado no Brasil. Em seguida, vinha a região Sul, com 16% de participação. As demais regiões somadas detinham por volta de 15% do volume total de prêmios.

Distribuição de prêmios por região - 2006



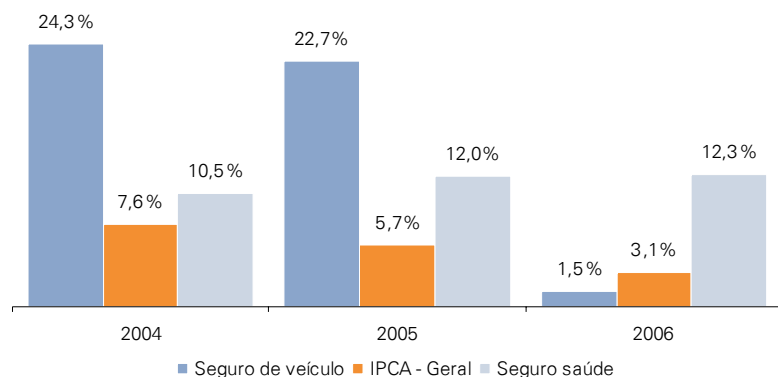
Fonte: SUSEP

III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Varição (reajuste) de preços versus inflação

- Os aumentos de preços pelas seguradoras estão diretamente ligados ao grau de risco de cada carteira, avaliado por sua sinistralidade. Especificamente no caso de seguro saúde, para os seguros individuais, os aumentos de preços não podem ser arbitrariamente aplicados pelas seguradoras para corrigir o nível de risco, pois os reajustes de preços dependem de aprovação prévia da ANS.
- Nos anos de 2004, 2005 e 2006, os reajustes de preços dos ramos de saúde e auto foram superiores à inflação, medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo ("IPCA"), com exceção apenas para o ano de 2006 quando a variação de preço do seguro de auto ficou abaixo da inflação, de acordo com dados do IBGE, conforme gráfico abaixo.

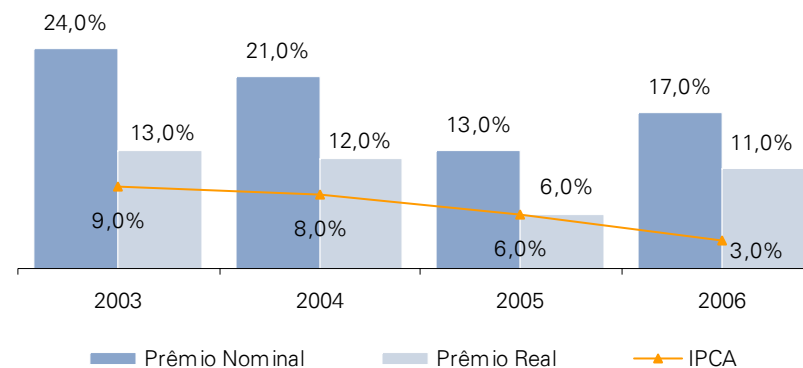
Varição do preço de seguro de auto e saúde (2004-2006)



Fonte: SUSEP e IBGE

- No período de 2003 a 2006, com exceção para o ano de 2005, que registrou um crescimento real de 6%, os crescimentos de prêmios sempre foram superiores a 10% (em termos reais), conforme demonstrado no gráfico que se segue.

Prêmio Total e IPCA - variação - 2003 a 2006



Fonte: SUSEP e IBGE

Evolução da taxa básica de juros e seus efeitos no setor

- De uma maneira geral, o lucro (ou prejuízo) líquido das seguradoras é muito impactado pela taxa básica de juros ("SELIC"), de modo que, quando os juros estão altos, as seguradoras conseguem uma maior rentabilidade proveniente de suas aplicações financeiras (reservas técnicas) e, conseqüentemente, um maior volume de receitas financeiras. É comum seguradoras apresentarem lucro líquido contábil, apesar de ter resultado operacional negativo.
- Quando a taxa de juros cai, o que vem acontecendo recentemente na economia brasileira, as seguradoras são forçadas a se tornarem mais competitivas, e, eventualmente, a ajustarem seus preços, e a criarem melhores processos e controles operacionais. Neste último cenário, a operação passa a ser o foco do negócio e o resultado final vai depender muito mais deste fatores, do que do resultado com aplicações financeiras.

III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Evolução histórica de prêmios e índice de sinistralidade

- O quadro abaixo apresenta a evolução de prêmios do mercado segurador brasileiro, por ramo, no período de 2003 a 2006 (Fonte: SUSEP).

Ramos	2003	2004	2005	2006	R\$ milhões % do total
Automóvel	8.941	10.531	12.125	13.352	22,5%
% de crescimento		17,8%	15,1%	10,1%	
Patrimonial	3.457	3.563	4.506	5.015	8,5%
% de crescimento		3,1%	26,5%	11,3%	
DPVAT	1.470	1.591	1.953	2.916	4,9%
% de crescimento		8,3%	22,7%	49,3%	
Habitacional	771	759	406	502	0,8%
% de crescimento		-1,6%	-46,5%	23,8%	
Transportes	1.177	1.441	1.471	1.497	2,5%
% de crescimento		22,5%	2,1%	1,7%	
Outros	1.704	1.934	2.091	2.193	3,7%
% de crescimento		26,4%	-98,7%	-100,0%	
Danos	17.519	19.818	22.552	25.476	43,0%
% de crescimento		13,1%	13,8%	13,0%	
Saúde	6.618	7.612	8.430	9.112	15,4%
% de crescimento		15,0%	10,8%	8,1%	
Vida	12.251	16.579	18.700	23.324	39,3%
Acidentes Pessoais	940	1.093	1.304	1.394	2,4%
Pessoas	13.191	17.672	20.005	24.719	41,7%
% de crescimento		34,0%	13,2%	23,6%	
TOTAL	37.327	45.102	50.987	59.307	100,0%
% de crescimento		20,8%	13,0%	16,3%	

- As vendas de seguros foram influenciadas pela melhora do cenário econômico do País, da maior oferta de emprego e do aumento da renda real média da população, aliados às melhores condições de consumo, devido à ampliação da oferta de crédito.
- Especificamente, as vendas de apólices de bens tangíveis foram beneficiadas pelo maior consumo de bens duráveis – influenciado pela expansão do crédito – enquanto as apólices para proteção a bens intangíveis (Saúde e Pessoas), com destaque para os planos de Vida Gerador Benefício Livre foram favorecidas pelo aumento da massa salarial.

- Vale destacar que o crescimento do faturamento total de prêmios pode ser creditado não só ao aumento do número de apólices comercializadas mas também ao reajuste nos preços praticados, conforme já mencionado.
- O quadro abaixo apresenta a evolução do índice de sinistralidade do mercado segurador brasileiro, por ramo, no período de 2003 a 2006 (Fonte: SUSEP).

Ramos	2003	2004	2005	2006
Automóvel	72,4%	72,7%	68,9%	63,3%
Patrimonial	47,7%	43,2%	39,2%	35,1%
DPVAT	76,7%	80,4%	72,5%	82,9%
Habitacional	37,6%	40,5%	38,8%	39,9%
Transportes	50,6%	48,8%	52,2%	54,9%
Outros	N/D	N/D	N/D	N/D
Danos	66,4%	64,9%	62,6%	58,9%
Saúde	86,2%	87,2%	90,0%	84,0%
Vida	59,5%	52,8%	56,4%	53,3%
Acidentes Pessoais	27,7%	28,1%	28,0%	25,8%
Pessoas	55,2%	48,9%	51,7%	49,0%
TOTAL	68,5%	67,0%	66,7%	61,8%

- Com base no quadro acima, podemos verificar uma redução anual dos índices de sinistralidade, demonstrando o esforço das seguradoras pela melhoria das suas operações e controles (altos investimentos em tecnologia), em paralelo com os aumentos de preços reais, sendo que a maior redução ocorreu nos ramos de Danos (principalmente Automóvel), seguido de Pessoas.
- O ramo de Saúde apresentou nos anos em análise o maior índice de sinistralidade (86,9% na média), enquanto que o ramo de Pessoas apresentou o menor índice (51,2% na média).

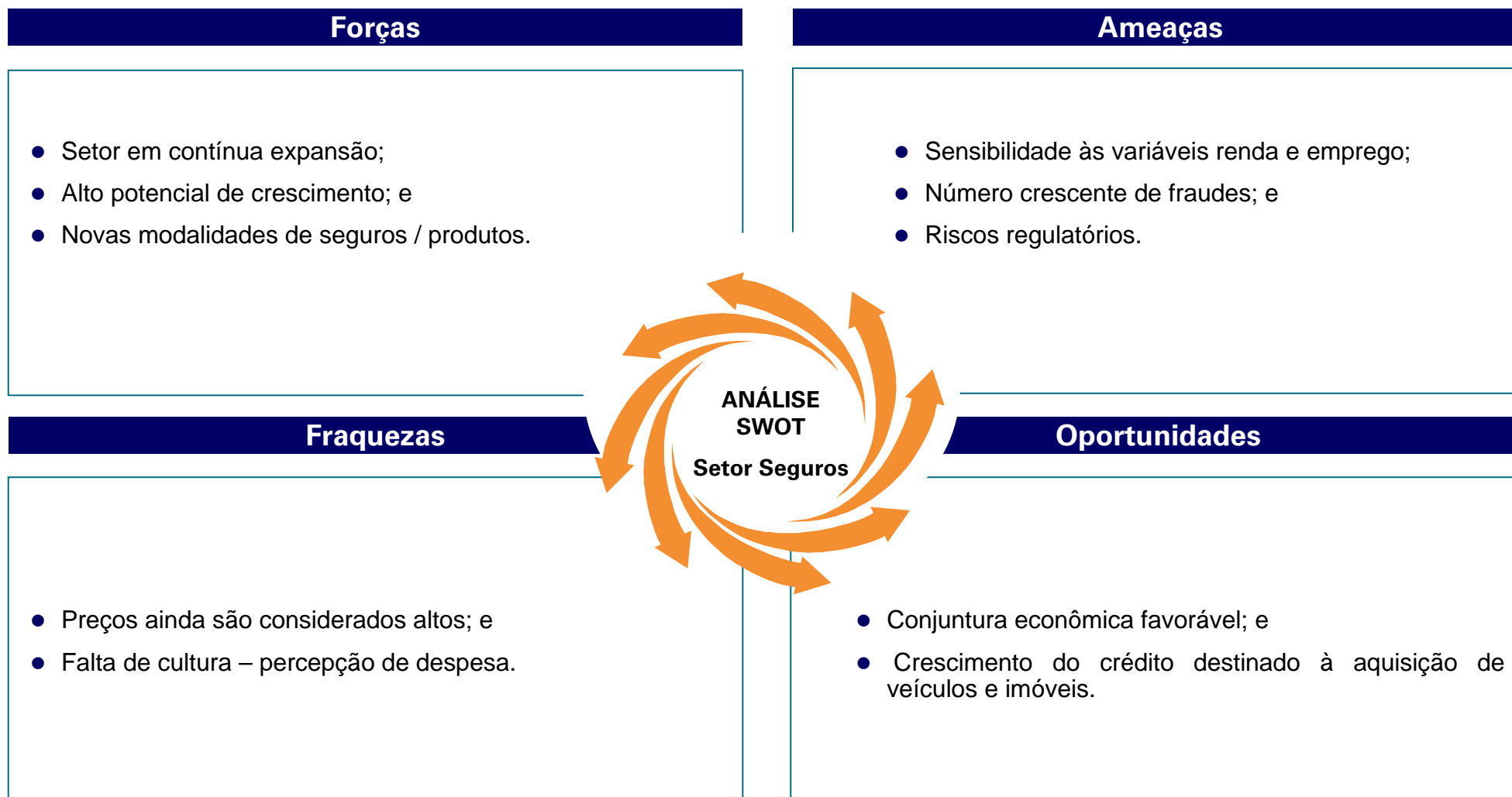
Nota:

- Outros ramos incluem: Riscos financeiros, Crédito, Responsabilidades, Cascos, Rural e Riscos Especiais.

III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Tendências e Perspectivas

- A matriz abaixo apresenta uma análise do setor de seguros no Brasil:

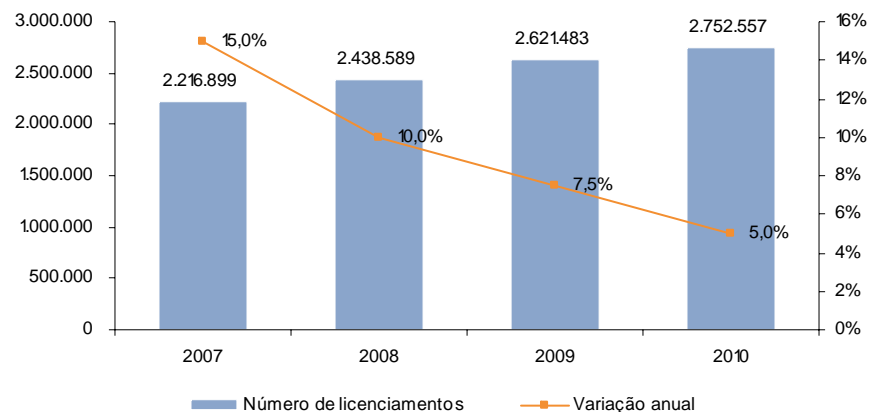


III. Informações sobre a SALIC (cont.)

Tendências e Perspectivas (cont.)

- O mercado segurador brasileiro deverá continuar sua expansão nos próximos anos, impulsionado principalmente pelos ramos de auto, saúde e de pessoas. Segundo a FENASEG, os prêmios com seguros de autos devem crescer em média 9,1% a.a. entre 2008 e 2010.
- O principal motivo para o crescimento do ramo de autos é a expansão da frota de veículos no Brasil. Segundo estimativas da ANFAVEA o licenciamento de veículos crescerá a uma taxa média de 7,5% a.a entre 2008 e 2010. Essa expansão está fundamentada principalmente no aumento da oferta de crédito ao consumidor.

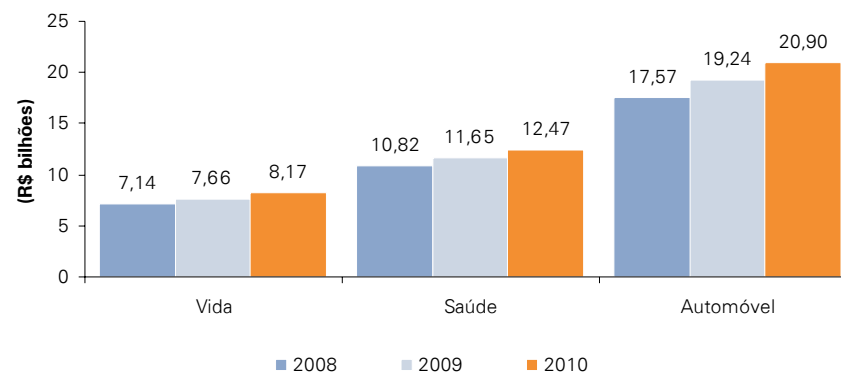
Projeção de licenciamento de veículos



Fonte: ANFAVEA

- A Fenaseg projeta um incremento médio de 7,63% a.a. nos prêmios de seguros de saúde entre 2008 e 2010. Para o ramo de Vida, as projeções da Fenaseg consideram um crescimento médio de 7% a.a entre 2008 e 2010.
- Segundo a entidade Fenaprevi, o crescimento dos prêmios de seguro de vida e saúde está fundamentado principalmente na melhoria da massa salarial e da renda familiar e na expansão consistente da oferta de crédito.

Evolução projetada dos Prêmios de Vida, Saúde e Automóveis (2008-10)



Fonte: Fenaseg

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações

Avaliação pelo preço médio ponderado de cotação das ações

- O capital social da SALIC é composto somente por ações ON, totalizando 2.045.531.669 ações (dois bilhões, quarenta e cinco milhões, quinhentos e trinta e um mil, seiscentos e sessenta e nove ações), estando distribuídos da seguinte maneira:

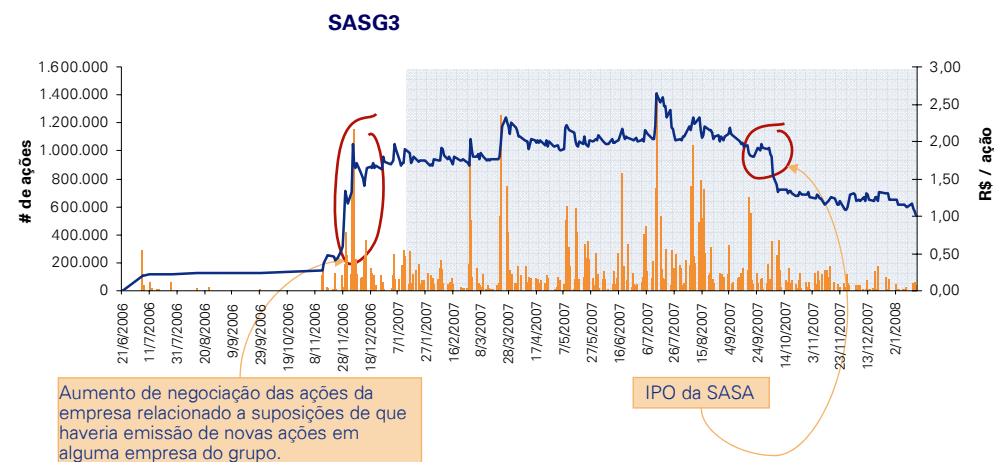
Composição acionária da SALIC 31/12/2007		
	# de ações	%
SAEPAR	1.497.465.722	73,21%
SASA	485.912.659	23,75%
CBLC	16.099.858	0,79%
SASG9	104.249	0,01%
SASG3	15.995.609	0,78%
Outros	45.447.392	2,22%
Conselheiros / Diretores	9.455	0,00%
Total de ações em circulação	2.044.935.086	99,97%
Ações em tesouraria	596.583	0,03%
Total de ações	2.045.531.669	100%

- As ações custodiadas pela CBLC são negociadas na BOVESPA sob os códigos SASG3 e SASG9.
- O título SASG9 é um recibo de subscrição de ações decorrente do aumento de capital aprovado em março de 2007 e que ainda está em fase de homologação pela SUSEP. Por este motivo, os papéis SASG9 são negociados com um código diferente do papel SASG3.
- Para estimativa do valor da SALIC, com base no critério de avaliação pelo preço médio ponderado de cotação das ações negociadas, foi analisado o período de cotação entre 18 de janeiro de 2007 e 17 de janeiro de 2008 (data da última transação registrada na BOVESPA) até a data de elaboração deste laudo.

- A seguir apresentamos os volumes negociados sob cada código desde 18 de janeiro de 2007.

Volume negociado na BOVESPA	# de ações	%
SASG3	37.334.000	99,92%
SASG9	29.000	0,08%
Total	37.363.000	100%

- Conforme quadro acima, o volume de negociações do papel SASG9 quando comparado com SASG3 foi inferior a 0,1% do volume total negociado. Além disso, o papel SASG9 foi negociado em apenas 9 pregões durante todo o período.
- Desta maneira, devido à baixa liquidez do papel SASG9, este foi desconsiderado na análise do preço médio ponderado de cotação.
- Segue abaixo o gráfico com as cotações e os volumes diários negociados das ações da SALIC (SASG3):



IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações (cont.)

- O gráfico anterior ilustra que, após o IPO de Units da SASA em setembro de 2007, o volume de negociações das ações da SALIC se reduziu consideravelmente e a cotação teve uma redução significativa.
- O preço médio ponderado de cotação das ações foi calculado conforme a fórmula apresentada abaixo.

$$\bar{P} = \frac{\sum_{i=1}^n (P_i \times Volume_i)}{\sum_{i=1}^n Volume_i}$$

Sendo:

\bar{P} = Preço médio ponderado

P_i = Cotação diária da ação

$Volume_i$ = Volume de negociação diário

n = quantidade de dias em que houve pregão entre 18 de janeiro de 2007 e 17 de janeiro de 2008.

- A seguir está apresentado o valor por ação da SALIC com base no critério do preço médio ponderado de cotação das ações:

SASG3

Preço médio ponderado (R\$/ação)	R\$ 1,9967
----------------------------------	------------

- Abaixo está apresentado o valor da SALIC, considerando o preço médio ponderado das ações da SALIC e a quantidade de ações da Empresa:

Preço médio ponderado (R\$/ação)	R\$ 1,9967
Quantidade de ações (000)	2.045.532
Valor da SALIC (R\$ 000)	R\$ 4.084.273

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil

Avaliação pelo patrimônio líquido contábil por ação

- Apresentamos a seguir o cálculo do valor da SALIC pelo critério do patrimônio líquido contábil por ação na data-base de 30 de setembro de 2007:

Cálculo do valor patrimonial por ação da SALIC

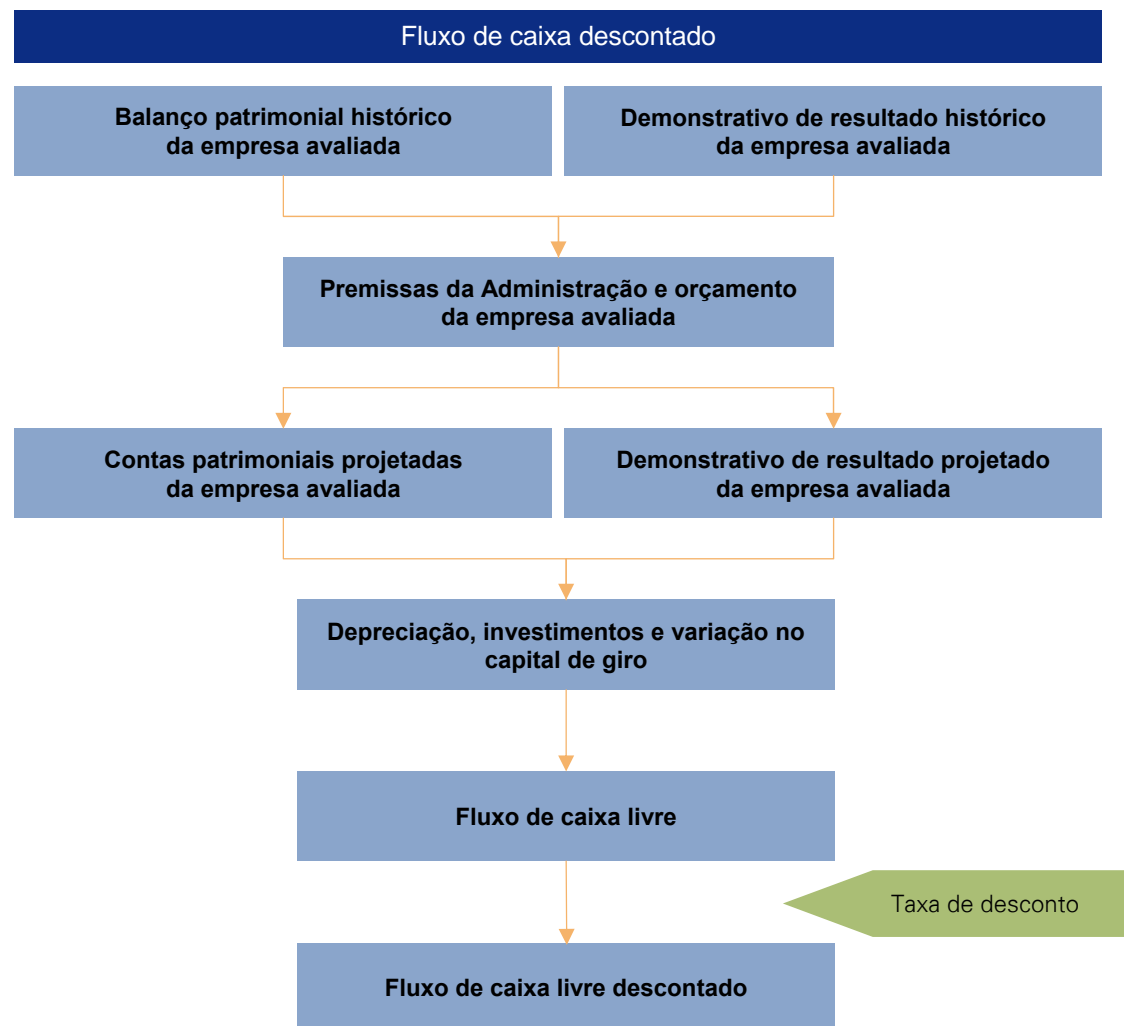
Patrimônio Líquido (R\$ 000)	R\$ 1.361.111
Quantidade de ações (000)	2.045.532
Valor patrimonial por ação (R\$/ação)	R\$ 0,6654

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado

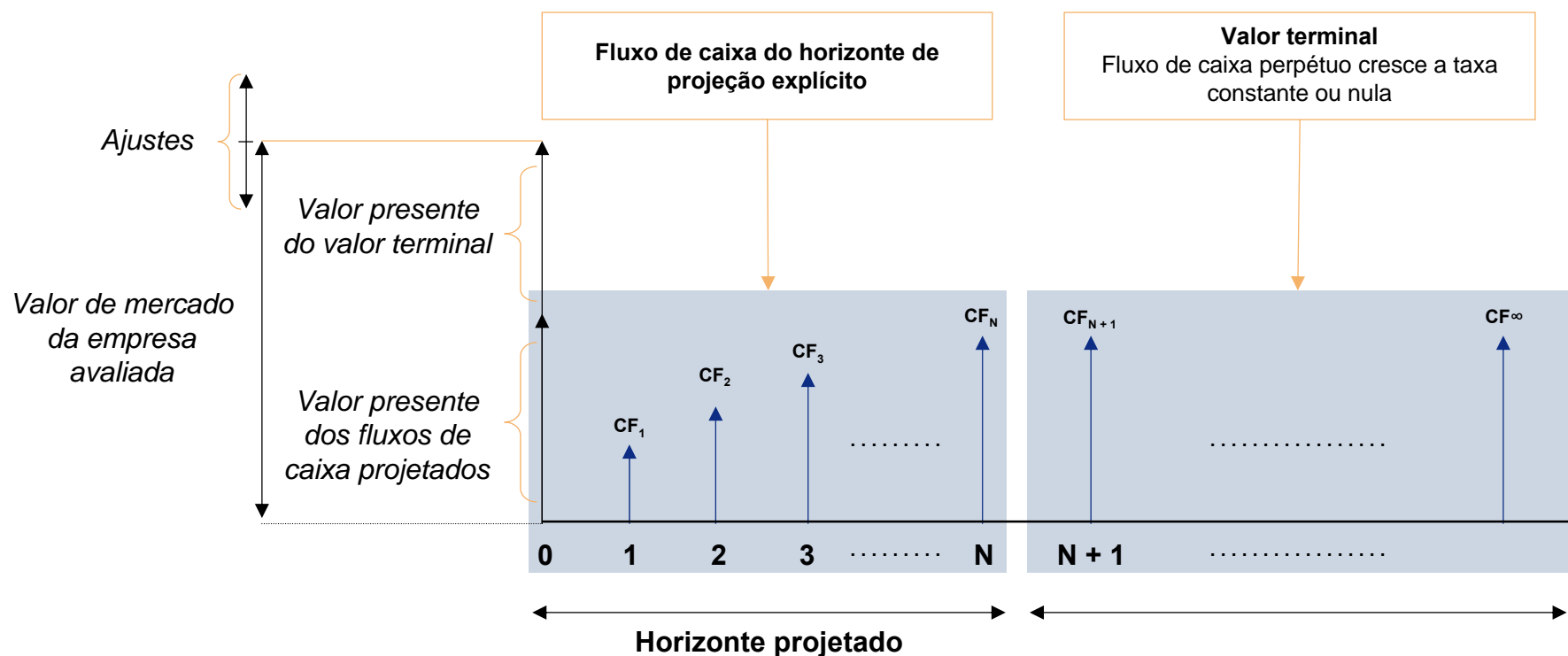
Introdução

- O critério utilizado para a avaliação econômico-financeira da Empresa foi o fluxo de caixa descontado.
- O fluxo de caixa descontado é largamente utilizado no mercado para avaliação de empresas, balizando estudos de viabilidade, compra, venda e abertura de capital de companhias, pois permite estimar o retorno esperado de um determinado empreendimento para o investidor.
- A descrição detalhada da metodologia do fluxo de caixa descontado está apresentada no anexo I.
- O quadro apresenta uma breve representação esquemática do critério de avaliação utilizado.



VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

- A seguir, uma breve representação esquemática do desconto a valor presente é apresentada.



VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Principais considerações

- A avaliação do fluxo de caixa descontado foi efetuada considerando um cenário em que a SALIC permanece em sua configuração atual, ou seja, sem levar em consideração possíveis efeitos resultantes da transação de OPA e/ou do cancelamento de registro pretendido.
- As projeções foram feitas em Reais nominais, na data-base de 30 de setembro de 2007.
- A avaliação contemplou as demonstrações financeiras consolidadas da SALIC. Desta maneira, as demonstrações financeiras contemplam 100% das operações das subsidiárias em que a SALIC possui investimento. Para refletir as participações acionárias que não pertencem à SALIC, o fluxo de caixa obtido foi ajustado de acordo com a participação detida pela SALIC nas subsidiárias e a contribuição anual de cada subsidiária na margem bruta consolidada da SALIC.

Eventos subseqüentes

- Entre a data-base da avaliação pelo fluxo de caixa de desconto e a emissão deste laudo foram identificados quatro eventos subseqüentes que impactaram o resultado da avaliação.
- Abaixo, estão apresentados os eventos subseqüentes considerados na avaliação pelo fluxo de caixa descontado:
 - Extinção da CPMF;
 - Aumento da alíquota de contribuição social sobre o lucro líquido de 9% para 15%;
 - Diluição da participação detida pela SALIC na Cia. SASG de 99,99% para 52,69%, devido a aumento de capital realizado exclusivamente pelo outro acionista.
 - Alienação pela SALIC de 3,16% das ações detidas na Cia. Saúde para a SAEPAR, pelo valor de R\$ 60 milhões.

Desconto dos fluxos de caixa no tempo

- As entradas e saídas de caixa dos negócios ocorrem ininterruptamente ao longo de todo o ciclo de negócios. Conseqüentemente, do ponto de vista teórico, o cálculo do valor presente do fluxo de caixa gerado durante um dado período deveria descontar individualmente as várias entradas e saídas, considerando as correspondentes datas de ocorrência. Para fins de cálculo consideramos que o somatório do fluxo total do período é descontado em uma única data, supondo que tenha ocorrido no intervalo médio do período durante o qual foi gerado.

Premissas macroeconômicas

- As premissas macroeconômicas utilizadas nas projeções foram IPCA, SELIC e taxa de crescimento do PIB. Estas projeções basearam-se nas expectativas de mercado compiladas pelo Banco Central do Brasil (em 28 de dezembro de 2007) para o período de 2007 a 2011 para PIB e IPCA e 2007 a 2012 para SELIC. Em 2012 as premissas de PIB e IPCA foram mantidas constantes.

Premissas Macroeconômicas	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB	5,16%	4,48%	4,18%	4,14%	4,14%	4,14%
IPCA	4,34%	4,27%	4,12%	4,10%	4,08%	4,08%
SELIC	11,94%	11,06%	10,19%	9,74%	9,17%	9,05%

Fonte: BACEN - 28 de dezembro de 2007

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Taxa de desconto

- O cálculo da taxa de desconto é uma etapa fundamental da avaliação. Este único fator reflete aspectos de natureza específica, que variam de investidor para investidor, tais como o custo de oportunidade e a percepção particular do risco do investimento.
- Para o cálculo da taxa de desconto foi utilizado o custo do capital próprio (K_e) como parâmetro apropriado para calcular a taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa.
- O custo do capital próprio pode ser calculado utilizando-se o modelo CAPM (sigla em inglês para Modelo de Precificação de Ativos de Capital). Considerando-se que a Empresa avaliada encontra-se no Brasil, o custo do capital próprio é calculado de acordo com a seguinte fórmula:

$$\begin{array}{c} K_e \\ \text{Custo do Capital Próprio} \\ = \\ (1 + R_f \\ + \\ \beta * (E[R_m] - R_f) \\ + \\ R_b) \\ / \\ (1 + I_a) - 1 \end{array}$$

Sendo:

- R_f = Retorno médio livre de risco
- β = Beta (coeficiente de risco específico da empresa avaliada)
- $E[R_m]$ = Retorno médio de longo prazo obtido no mercado acionário norte-americano
- $E[R_m] - R_f$ = Prêmio de risco de mercado
- R_b = Risco associado ao Brasil
- I_a = Inflação de longo prazo nos Estados Unidos

- Para quantificar o retorno médio livre de risco (R_f) foi considerado o retorno médio na semana de 4 de janeiro de 2008, dos títulos de renda fixa do Tesouro Norte-americano (T-Bond) de 30 anos, que foi de 4,43% (Fonte: Bloomberg).
- Para o prêmio de risco do mercado acionário de longo prazo (ou seja, $E[R_m] - R_f$), foi adotado o retorno médio acima da taxa do Treasury Bond proporcionado pelo investimento no mercado acionário norte-americano no período de 1928 a 2006, que foi de 4,91% (Fonte: Web site do Prof. Aswath Damodaran da Universidade de Nova York).
- O Beta é o coeficiente de risco específico de ação de uma empresa com relação a um índice de mercado que representa adequadamente o mercado de ações como um todo. Na avaliação das empresas listadas que sejam expressivamente negociadas nas bolsas de valores, o Beta da ação é calculado pela regressão de seus retornos semanais em relação ao índice de mercado selecionado durante os dois exercícios anteriores à data-base da avaliação. O impacto das alíquotas de imposto de renda e do grau de endividamento de empresas comparáveis é então eliminado do Beta da empresa, obtendo-se o Beta desalavancado, que é, por sua vez, ajustado para refletir a estrutura de capital utilizada na projeção e a alíquota da empresa avaliada.

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

- Para a avaliação de empresas no Brasil, assim como em outros países emergentes ou em desenvolvimento, um critério amplamente utilizado para o cálculo do K_e é assumir que o Beta da empresa avaliada pode ser adequadamente representado pelo Beta médio de uma empresa similar ou de um grupo de empresas no mercado americano. No caso do Brasil, essa premissa baseia-se no fato de que o mercado de bolsa de valores no Brasil não é suficientemente desenvolvido, sendo volátil e objeto de flutuações irregulares, devido a mudanças no fluxo de investimentos estrangeiros. Portanto, o Beta de uma empresa listada, calculado em relação à BOVESPA, poderia refletir distorções significativas.
- O Beta (β) utilizado para o cálculo do K_e foi obtido no site do renomado catedrático americano Aswath Damodaran, que é um especialista em avaliações econômico-financeiras (<http://pages.stern.nyu/~adamodar/>). Neste caso, foi utilizado o Beta do setor de seguros (insurance), com base em uma amostra de 40 empresas, que incluem MetLife, Torchmark, Prudential, Nationwide entre outras empresas similares.
- A partir do Beta obtido e da estrutura de capital do setor, excluiu-se os efeitos dos impostos, obtendo-se o Beta desalavancado (β_d) de 0,98.
- Como a estrutura de capital da SALIC é composta por 100% de capital próprio, o Beta realavancado da Empresa é igual ao Beta desalavancado do setor.
- Para quantificar o risco associado ao Brasil (R_b), foi considerado o Risco Brasil, medido pelo Banco JP Morgan (EMBI) na semana de 4 de janeiro de 2008. Como resultado, o valor obtido para o R_b foi de 2,26% (Fonte: Bloomberg).
- Foi considerado que a inflação média de longo prazo nos EUA (I_a) é de 2,04%, de acordo com a média observada entre 1820 e 2004. (Fonte: Global Financial Data).
- Desta maneira, a taxa de desconto considerada na avaliação da SALIC é equivalente ao custo de capital próprio, que é de 9,26% a.a.
- Ressalta-se que a taxa de desconto anual foi calculada em termos reais. Para desconto dos fluxos de caixa a valor presente, à taxa de desconto foi adicionada a inflação brasileira anual projetada, de modo a refletir uma taxa de desconto nominal em Reais.

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

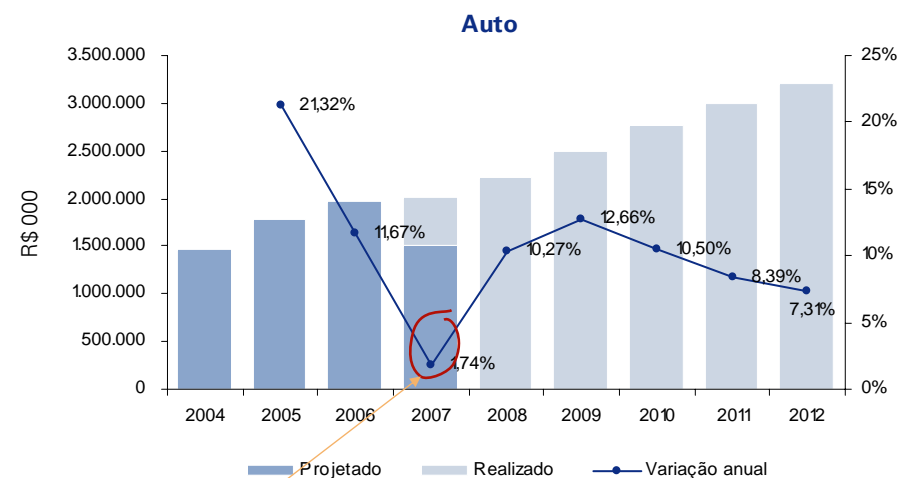
Premissas de prêmios

- A projeção de prêmios ganhos da SALIC foi efetuada com base na seguinte segregação: saúde individual; saúde em grupo; vida; automóveis ("Autos"); e outros ramos elementares ("ORE").
 - Saúde Individual: inclui o segmento de pessoas físicas.
 - Saúde em grupo: inclui os segmentos de pessoa jurídica e pequenas e médias empresas.
 - Autos: inclui os segmentos de automóveis, responsabilidade civil facultativa e acidentes pessoais de passageiros.
 - Vida: inclui os segmentos de vida em grupo, vida individual, VGBL, e acidentes pessoais.
 - ORE: inclui os ramos de incêndio, transportes, risco de crédito, DPVAT e outros ramos.
- A Administração projetou que o volume de prêmios ganhos para alguns ramos apresentará crescimento maior que o estimado para o mercado de seguros brasileiro no período projetivo. Por outro lado, devido à descontinuidade da carteira de saúde individual, o crescimento global dos prêmios da SALIC deve ficar ligeiramente abaixo do crescimento estimado para o mercado, que segundo a FENASEG deve crescer em média 10% a.a. até 2010.
- Como resultado, a Administração prevê que os prêmios ganhos crescerão em média 8% a.a. nos próximos 5 anos, atingindo aproximadamente R\$ 9,7 bilhões em 2012.

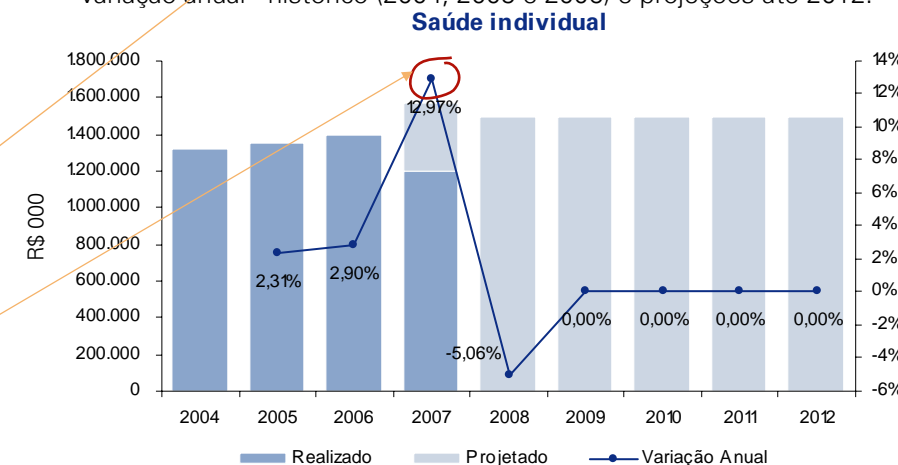
O crescimento foi negativamente afetado por condições adversas de concorrência, observadas desde o primeiro semestre de 2007.

Em 2007 os prêmios sofreram o impacto de uma receita extraordinária proveniente de ação judicial. O ramo de seguro individual de saúde está sendo descontinuado e desta maneira a Empresa prevê apenas a manutenção da carteira atual sem crescimento nominal.

- Abaixo está apresentado gráfico com os prêmios de autos e a variação anual - histórico (2004, 2005 e 2006) e projeções até 2012:

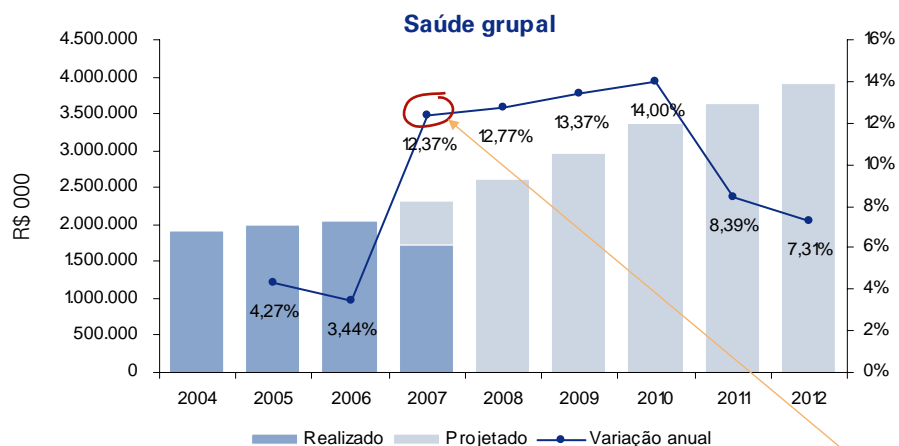


- Abaixo está apresentado gráfico com os prêmios de saúde individual e a variação anual - histórico (2004, 2005 e 2006) e projeções até 2012:

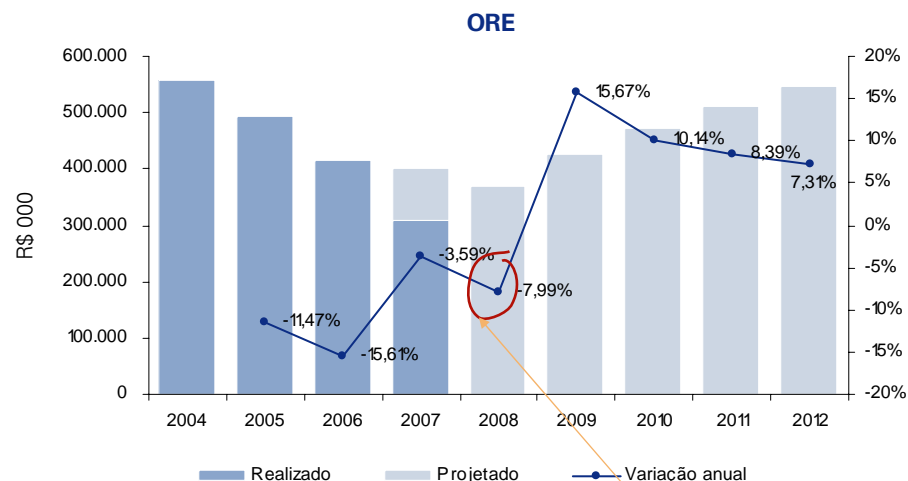


VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

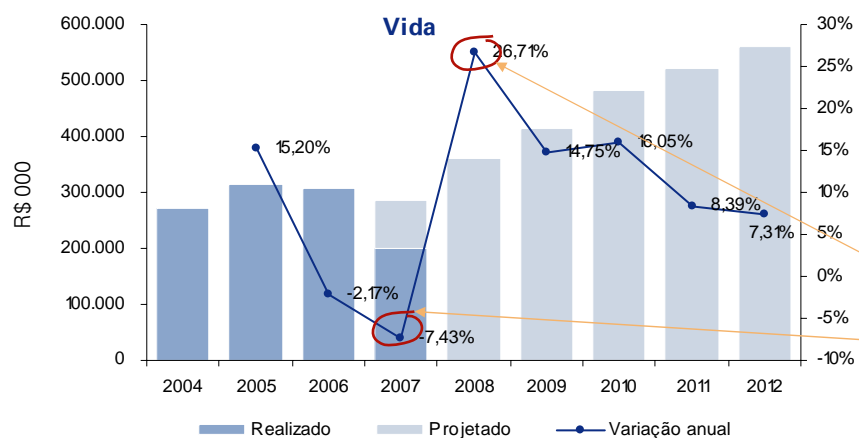
- Abaixo está apresentado gráfico com os prêmios de saúde em grupo e a variação anual - histórico (2004, 2005 e 2006) e projeções até 2012:



- Abaixo está apresentado gráfico com os prêmios de outros ramos elementares e a variação anual - histórico (2004, 2005 e 2006) e projeções até 2012:



- Abaixo está apresentado gráfico com os prêmios de vida e a variação anual - histórico (2004, 2005 e 2006) e projeções até 2012:



Aumento das taxas de crescimento devido principalmente à campanha de vendas para pequenas e médias empresas que vem ocorrendo desde o início de 2007.

Nos últimos anos a Empresa descontinuou a operação em alguns ramos e não renovou algumas apólices. A partir de 2008, a Empresa espera a melhoria devido principalmente à reestruturação que está sendo implementada.

Em 2006 e 2007 a Empresa reestruturou sua carteira, promovendo o cancelamento de apólices deficitárias. A partir de 2008, a Empresa espera recuperar mercado e investir na captação de novas apólices.

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Premissas de sinistros

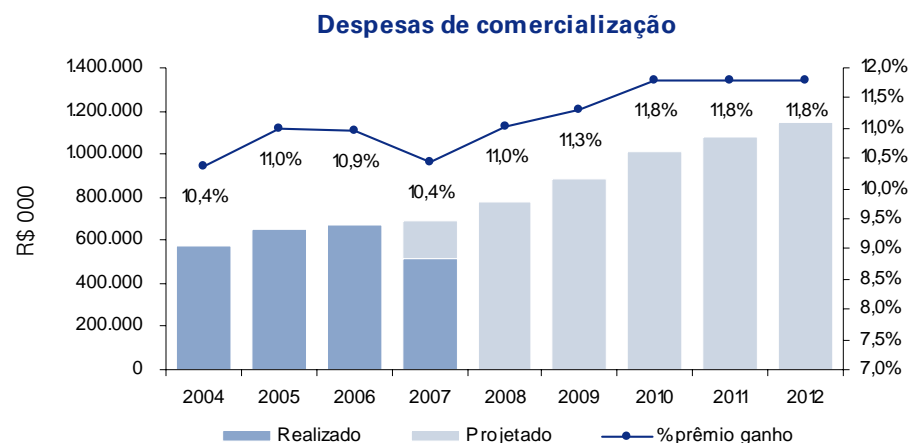
- A projeção de sinistros retidos foi efetuada em função da sinistralidade média projetada por ramo (sinistros retidos como proporção dos prêmios ganhos).
- Com o intuito de reduzir a sinistralidade de sua carteira segurada, a Administração da SALIC está implementando uma reestruturação operacional que visa:
 - à melhoria no processo de aceitação de clientes;
 - ao desenvolvimento de mecanismos para evitar e reduzir fraudes; e
 - à melhoria no processo de avaliação de risco.
- A seguir estão apresentados os valores de sinistros retidos e o índice de sinistralidade por ramo - histórico (2004, 2005 e 2006) e projeções até 2012:

Sinistros Retidos	2004	2005	2006	jan-set/07	out-dez/07	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saúde Individual	1.173.641	1.198.282	1.191.480	889.311	287.147	1.176.458	1.182.424	1.182.557	1.182.501	1.182.501	1.182.501
Saúde Grupal	1.569.239	1.517.139	1.529.690	1.261.599	420.927	1.682.526	1.887.475	2.151.759	2.473.977	2.737.352	2.937.499
Auto	991.426	1.210.315	1.197.842	933.436	324.435	1.257.870	1.377.223	1.551.585	1.714.501	1.858.329	1.994.204
Vida	254.913	243.855	197.820	115.205	71.849	187.055	237.007	271.968	315.630	342.108	367.122
ORE	307.202	275.323	275.911	186.480	53.980	240.460	221.236	255.904	281.858	305.503	327.841
Total	4.296.421	4.444.914	4.392.742	3.386.031	1.158.338	4.544.369	4.905.365	5.413.772	5.968.468	6.425.793	6.809.166

Índice de Sinistralidade	2004	2005	2006	jan-set/07	out-dez/07	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saúde Individual	88,72%	88,54%	85,56%	74,18%	76,70%	74,78%	79,16%	79,17%	79,17%	79,17%	79,17%
Saúde Grupal	82,31%	76,32%	74,40%	73,72%	70,28%	72,83%	72,44%	72,85%	73,47%	75,00%	75,00%
Auto	67,84%	68,26%	60,50%	62,27%	62,93%	62,44%	62,00%	62,00%	62,00%	62,00%	62,00%
Vida	93,37%	77,54%	64,30%	57,38%	85,53%	65,68%	65,68%	65,68%	65,68%	65,68%	65,68%
ORE	55,10%	55,79%	66,24%	60,55%	57,69%	59,88%	59,88%	59,88%	59,88%	59,88%	59,88%
Total	77,82%	75,05%	71,39%	68,85%	69,51%	69,02%	69,57%	69,48%	69,58%	70,06%	69,96%

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

- As despesas de comercialização foram projetadas considerando a manutenção da atual política de comercialização de seguros para os principais ramos de seguros da Empresa. Estas despesas foram projetadas baseadas nos percentuais médios em relação ao prêmio ganho observado no período findo em 30 de setembro de 2007.



- A seguir está apresentada a margem bruta por ramo de seguro da SALIC:

Margem Bruta	2004	2005	2006	jan-set/07	out-dez/07	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Saúde Individual	147.052	143.664	192.245	303.883	85.390	389.273	297.874	298.794	299.625	299.770	299.888
Saúde Grupal	225.260	329.032	368.271	321.983	133.566	455.549	520.136	576.555	627.042	627.449	676.503
Auto	207.986	242.285	419.162	278.545	94.506	373.051	422.857	474.400	510.826	561.061	608.528
Vida	(48.133)	3.208	45.415	48.209	(1.723)	46.486	60.985	69.750	77.734	85.447	92.735
ORE	119.588	108.328	61.752	66.846	21.301	88.147	66.269	76.342	81.771	90.094	97.959
Margem Bruta	651.752	826.517	1.086.846	1.019.466	333.040	1.352.506	1.368.120	1.495.841	1.596.999	1.663.820	1.775.612
% em relação ao prêmio ganho	11,8%	14,0%	17,7%	20,7%	20,0%	20,5%	19,4%	19,2%	18,6%	18,1%	18,2%

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Despesas operacionais

- As despesas da SALIC foram segregadas para efeitos de projeção em: administrativas, resultado de previdência, resultado com operação de assistência a saúde, resultado da atividade financeira, tributos e outras receitas e despesas operacionais.
- Despesas administrativas: incluem despesas com pessoal; serviços de terceiros; alugueis; viagens e transporte; comunicação; manutenção; depreciação e despesas diversas. Estas despesas foram projetadas conforme premissas da Administração da SALIC até 2010 e após esse período conforme a variação de prêmios ganhos.
- Outras receitas e despesas Operacionais: correspondem a receitas e despesas pertinentes a operação da Empresa, tais como: custo de apólice; provisões para perda; despesas com inspeção; entre outros. Estas despesas foram projetadas como um percentual de 4% do prêmio ganho.
- Despesas com tributos: correspondem aos tributos incidentes sobre a operação da SALIC, tais como: PIS, COFINS, ISS, além de taxas de órgão reguladores e IPTU. Os tributos foram projetados conforme a alíquota média histórica em relação à margem bruta.
- Resultado de Previdência: corresponde a despesas com benefícios, resgates e comercialização, bem como à receita com a taxa de administração de fundos da previdência. Estas despesas foram projetadas conforme premissas da Administração da SALIC até 2010 e após esse período conforme a variação de prêmios ganhos.

- Resultado com Operação de Assistência de Saúde: compreende o resultado dos planos de administração e assistência a saúde, comercializados pela SULAMED. Estas despesas foram projetadas conforme premissas da Administração da SALIC até 2010 e após esse período conforme a variação de prêmios ganhos.
- Resultado da atividade financeira: engloba a receita de intermediação da gestão de ativos financeiros e as despesas com taxa de performance e custódia pagas ao banco que administra a carteira. Estas despesas foram projetadas conforme premissas da Administração da SALIC até 2010 e após esse período conforme a variação de prêmios ganhos.

Receitas e despesas financeira

- As receitas e despesas financeiras foram segregadas para efeito de projeção em: receitas de aplicações financeiras, despesas com CPMF e parcelamento de impostos pelo REFIS.
- As receitas de aplicações financeiras foram projetadas pelo saldo médio anual destas aplicações remuneradas pela taxa Selic.
- As despesas com CPMF foram projetadas como 0,38% dos prêmios ganhos para o período de outubro a dezembro de 2007. A partir de 2008, a CPMF foi extinta e dessa maneira não foi considerada nas projeções.
- O REFIS foi projetado conforme o cronograma de pagamentos que se estende até 2018. As despesas com juros e amortizações estão consideradas nas projeções até 2012. Os efeitos do REFIS para o período de 2013 a 2018 foi trazido a valor presente pela taxa de desconto considerada na avaliação e incluído nos ajustes ao valor da empresa.

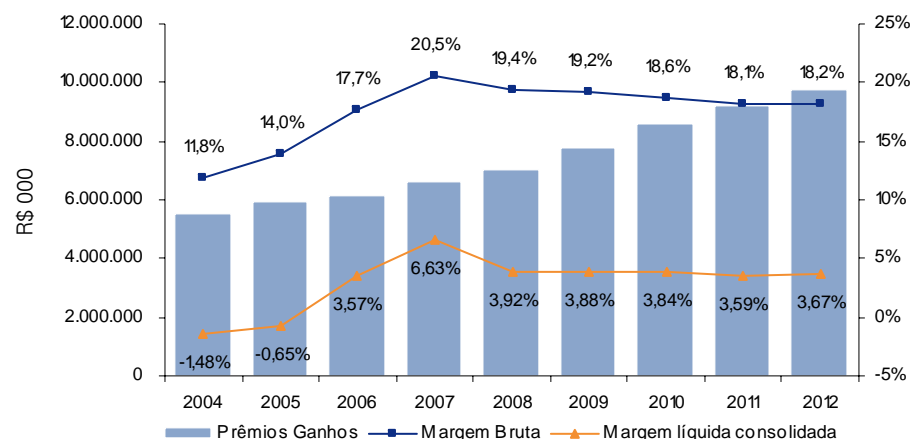
	2004	2005	2006	jan-set/07	out-dez/07	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Despesas Administrativas	(742.602)	(688.416)	(754.284)	(571.502)	(226.868)	(798.370)	(875.511)	(920.686)	(974.103)	(1.032.881)	(1.091.100)
Despesas com Tributos	(100.379)	(118.549)	(142.713)	(131.484)	(37.336)	(168.820)	(170.660)	(189.031)	(207.561)	(219.167)	(233.212)
Outras R/D's Operacionais	(251.735)	(173.217)	(184.266)	(207.187)	(53.990)	(261.177)	(279.678)	(309.062)	(340.241)	(363.813)	(386.082)
Resultado de Previdência	(12.734)	(31.348)	14.275	1.346	20.576	21.922	17.907	26.545	38.836	42.094	45.172
Result c/ Oper. Assistência a Saúde	23.025	21.867	14.303	20.084	7.389	27.473	32.356	33.701	35.396	37.453	39.396
Resultado da Atividade Financeira	8.264	17.165	24.934	17.573	2.256	19.829	20.602	25.883	32.095	34.318	36.419
Total despesas operacionais	(1.076.161)	(972.498)	(1.027.751)	(871.170)	(287.973)	(1.159.143)	(1.254.985)	(1.332.650)	(1.415.577)	(1.501.996)	(1.589.408)
Resultado Financeiro	300.922	179.564	379.324	409.690	105.188	514.878	420.565	441.038	477.545	496.797	528.997



VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Lucro consolidado

- O gráfico abaixo apresenta o prêmio ganho consolidado da SALIC, a margem bruta e a margem líquida.



Impostos sobre a renda

- Para os lucros tributáveis, os efeitos fiscais do imposto de renda e da contribuição social foram calculados com base na legislação específica em vigor. Entre outubro e dezembro de 2007 as taxas de imposto de renda e de contribuição social consideradas foram, respectivamente, 25% e 9%.
- A partir de janeiro de 2008, de acordo com a medida provisória anunciada em 3 de janeiro de 2008 pelo governo federal, a alíquota de contribuição social sobre o lucro líquido foi alterada de 9% para 15%. Desta maneira, as alíquotas de imposto de renda e contribuição social consideradas nas projeções foram, respectivamente, 25% e 15%.
- O saldos de prejuízo fiscal e base negativa da contribuição social existentes na data-base foram considerados nas projeções.

Capital de giro

- Os itens a seguir foram considerados na projeção do capital de giro operacional:

Aplicações:

- (i) Disponível;
- (ii) Créditos com operações de seguros;
- (iii) Títulos a receber;
- (iv) Despesas antecipadas; e
- (v) Despesas de comercialização diferidas.

Fontes:

- (i) Contas a pagar;
- (ii) Débitos de operações com seguros; e
- (iii) Depósitos de terceiros.

- Projetamos esses itens com base no desempenho das contas de demonstração do resultado às quais estão ligados, e com base nos prazos médios dessas contas, observados em 31 dezembro 2006.
- As projeções, portanto, levam em consideração a manutenção da atual política de gerenciamento de capital de giro.

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Reservas técnicas

- As reservas técnicas foram projetadas em função das proporções por prêmios ganhos ou sinistros, de acordo com a natureza de cada conta, conforme demonstrado abaixo:

Reservas técnicas	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Seguros Auto e ORE									
Provisão de Prêmios não Ganhos	899.439	1.039.469	1.140.636	1.151.586	1.234.904	1.396.548	1.542.457	1.671.852	1.794.093
% ppng/prêmio ganho(ult. 12 meses)	44,35%	45,75%	47,48%	47,48%	47,48%	47,48%	47,48%	47,48%	47,48%
Provisão de Insuficiência de Prêmios	14.401	16.705	21.444	20.034	21.458	24.267	26.802	29.050	31.174
% pip/premio ganho (ult. 12 meses)	0,71%	0,09%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%	0,05%
Sinistros a Liquidar	583.179	739.926	739.894	428.127	456.737	516.464	570.431	618.284	663.491
% psl/sinistro retido (ult. 12 meses)	-44,91%	-49,81%	-28,57%	-28,57%	-28,57%	-28,57%	-28,57%	-28,57%	-28,57%
Provisão de Sinistros Ocorridos mas não	194.254	194.858	200.826	202.467	217.116	245.536	271.189	293.939	315.431
% psona/premio ganho (ult. 12 meses)	9,62%	8,60%	8,38%	8,38%	8,38%	8,38%	8,38%	8,38%	8,38%
Outras Provisões	4.488	1.710	1.702	1.716	1.840	2.081	2.298	2.491	2.673
% psona/premio ganho (ult. 12 meses)	0,22%	0,08%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%	0,07%
Saúde									
Provisão de Prêmios não Ganhos	62.294	63.948	67.211	75.686	79.887	86.677	94.734	100.239	105.440
% ppng/prêmio ganho(ult. 12 meses)	1,93%	1,91%	1,95%	1,95%	1,95%	1,95%	1,95%	1,95%	1,95%
Provisão de Benefícios Concedidos	7.549	9.698	11.797	13.175	13.934	15.121	16.533	17.520	18.428
% pbc/premio ganho (ult. 12 meses)	0,09%	0,11%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%	0,13%
Sinistros a Liquidar	109.210	111.212	124.953	119.033	127.814	138.823	152.236	163.202	171.535
% psl/sinistro retido (ult. 12 meses)	-3,98%	-4,10%	-4,16%	-4,16%	-4,16%	-4,16%	-4,16%	-4,16%	-4,16%
Provisão de Sinistros Ocorridos mas não	335.564	339.617	390.136	439.328	463.713	503.128	549.898	581.854	612.043
% psona/premio ganho (ult. 12 meses)	10,39%	10,16%	11,31%	11,31%	11,31%	11,31%	11,31%	11,31%	11,31%
Vida									
Passivo Circulante									
Provisões técnicas - Vida com cobertura	32.726	27.677	38.431	35.575	45.075	51.724	60.027	65.063	69.820
% provisões/premio ganho	11,99%	8,80%	12,49%	12,49%	12,49%	12,49%	12,49%	12,49%	12,49%
Provisões técnicas - Previdência comple	235.274	260.950	288.600	267.149	338.491	388.421	450.779	488.594	524.318
% provisões/premio ganho	86,18%	82,97%	93,80%	93,80%	93,80%	93,80%	93,80%	93,80%	93,80%
Exigível a Longo Prazo									
Provisões técnicas - Vida com cobertura	10.642	42.339	72.598	67.202	85.148	97.708	113.394	122.907	131.894
% provisões/premio ganho	3,90%	13,46%	23,60%	23,60%	23,60%	23,60%	23,60%	23,60%	23,60%
Provisões técnicas - Previdência comple	674.605	774.581	897.442	830.737	1.052.586	1.207.849	1.401.759	1.519.351	1.630.441
% provisões/premio ganho	247,10%	246,29%	291,70%	291,70%	291,70%	291,70%	291,70%	291,70%	291,70%
Provisões Técnicas	3.163.625	3.622.690	3.995.670	3.651.813	4.138.704	4.674.346	5.252.538	5.674.348	6.070.782

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Investimentos e depreciação

- A depreciação projetada para as várias categorias de ativos fixos baseou-se nos saldos totais originais, na quantidade de depreciação acumulada e no valor dos ativos totalmente depreciados nessas categorias, em 30 de setembro de 2007, com a aplicação das correspondentes taxas de depreciação utilizadas pela Empresa (com base nas taxas definidas pelas Autoridades Fiscais). A depreciação dos investimentos projetados também foi levada em consideração.
- Os investimentos projetados referem-se principalmente à manutenção da operação da SALIC, e como parâmetro de projeção foi considerado o reinvestimento de 100% da depreciação dos ativos no ano anterior.

Margem de Solvência e Capital Mínimo

- A margem de solvência e o capital mínimo considerados na análise foram calculados com base na legislação (resolução 178 e circular 355) publicada pela SUSEP em dezembro de 2007, que contemplam os novos critérios de capital adicional.
- Em dezembro de 2007, o cálculo da suficiência/insuficiência de capital pela regra da margem de solvência era de aproximadamente duas vezes o capital mínimo requerido. Desta maneira, considerando que as projeções não contemplam mudanças significativas dos níveis de sinistralidade e na atuação geográfica da Empresa é razoável estimar, que durante o período de projeção o capital mínimo requerido não conseguirá ultrapassar a margem de solvência, como critério determinante no cálculo da suficiência/insuficiência de capital da Empresa. Sendo assim, para o horizonte de projeção a suficiência/insuficiência de capital da SALIC foi calculada pela regra da solvência.
- Abaixo, estão apresentados a margem de solvência e do capital mínimo para 2007 e os cálculos de margem de solvência para o horizonte projetivo:

	2007
Patrimônio Líquido Ajustado	1.913.686
Margem de solvência	1.472.023
Capital mínimo requerido	656.229
Suficiência (insuficiência)	441.664
Critério aplicável	Margem de solvência

	2008	2009	2010	2011	2012
Patrimônio Líquido Ajustado	1.993.324	2.133.899	2.338.350	2.489.682	2.637.634
Margem de solvência	1.522.672	1.634.986	1.807.452	1.959.077	2.112.377
Suficiência (insuficiência)	470.652	498.913	530.899	530.604	525.257

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Cálculo do valor dos negócios

- Para cálculo do valor da SALIC, o valor residual dos negócios no final do horizonte de projeção é somado ao valor dos fluxos de caixa projetados. O valor residual foi calculado com base na perpetuidade do fluxo de caixa normalizado, que resultou do fluxo de caixa projetado para o último exercício do período.
- No cálculo do valor da perpetuidade, foi considerada uma taxa de crescimento nominal dos fluxos de caixa na perpetuidade de 4,08% a.a., correspondente à expectativa de inflação no longo prazo. Tal premissa considera que no longo prazo as operações da Empresa se estabilizarão, em razão de fatores como aumento da concorrência, estabilização de preços e maturidade das operações.
- Com base nos fluxos de caixa obtidos por todo o período de projeção explícito e no valor residual da SALIC no final do período de projeção, o cálculo do valor de mercado do patrimônio da SALIC é apresentado abaixo:

	R\$ (000)						
Fluxo de caixa - CONSOLIDADO	out-dez/07	2008	2009	2010	2011	2012	Perpetuidade
Lucro Líquido	100.753	276.466	302.139	329.507	329.335	357.625	357.625
(+) Depreciação e amortização	10.176	39.383	32.566	33.566	27.182	23.843	26.103
(-) CAPEX	0	(29.912)	(31.265)	(24.121)	(25.615)	(26.103)	(26.103)
(+/-) Variação de capital de Giro	(67.539)	(101.139)	(156.183)	(171.876)	(117.755)	(110.930)	(78.077)
(+/-) Variação de provisões técnicas	(573.220)	486.890	535.642	578.192	421.810	396.434	92.997
(+/-) Variações de aplicações financeiras	573.220	(486.890)	(535.642)	(578.192)	(421.810)	(396.434)	(92.997)
(-) Amortização do REFIS	(8.321)	(33.285)	(33.260)	(33.251)	(33.251)	(33.251)	0
(+) Aproveitamento de crédito fiscal	13.929	54.437	56.804	0	0	0	0
Fluxo de caixa operacional livre - consolidado	48.997	205.952	170.801	133.825	179.896	211.184	279.547
Fluxo de caixa - outros acionistas	(16.245)	(68.282)	(56.743)	(44.442)	(59.628)	(70.128)	(92.829)
	33,15%	33,15%	33,22%	33,21%	33,15%	33,21%	33,21%
Fluxo de caixa SALIC	32.753	137.670	114.059	89.383	120.267	141.056	186.718
Anos	0,13	0,8	1,8	2,8	3,8	4,8	4,8
CAPM Real	9,26%	9,26%	9,26%	9,26%	9,26%	9,26%	9,26%
CAPM Nominal	14,00%	13,93%	13,76%	13,74%	13,72%	13,72%	13,72%
Fluxo de caixa descontado	32.220	124.835	90.914	62.639	74.116	76.441	

Exclusão da participação de outros acionistas das empresas em cujo capital a SALIC participa, do fluxo de caixa consolidado da SALIC.

A - Valor presente dos fluxos de caixa	461.166
Fluxo de caixa perpétuo	186.718
Crescimento do fluxo de caixa perpétuo	4,08%
CAPM perpetuidade	13,72%
B - Valor presente da perpetuidade (B)	1.092.723
(A+B) - Valor do negócio (R\$ 000)	1.553.889

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Ajustes ao valor da operação

- Após cálculo do valor da operação, para obter o valor do patrimônio, é necessário levar em consideração certos ajustes relacionados às contingências e aos ativos da Empresa.
- Para avaliação da SALIC, foram considerados ajustes de R\$ 531,1 milhões, com base nos itens do Balanço Patrimonial, que não foram levados em consideração nas projeções.
- Abaixo está apresentado os ajuste ao valor do negócio:

(A+B) - Valor do negócio (R\$ 000)	1.553.889
C - Ajustes para o valor da empresa	531.089
Excedente de aplicação financeira	135.531
Alienação de 3,16% das ações da Cia. Saúde	60.000
Créditos Tributários e Previdenciários	197.622
Depósitos Judiciais e Fiscais	1.020.601
Participações Societárias	36.910
Outros passivos contingentes	(264.320)
Obrigações fiscais	(645.064)
Saldo do REFIS	(10.192)
(A+B+C) - Valor da SALIC (Equity Value)	2.084.977
Quantidade de ações (mil)	2.045.532
Valor por ação (R\$)	1,02

Referem-se a créditos de imposto de renda e contribuição social relacionados a provisões de contingências.

Referem-se a depósitos judiciais de processos cujos respectivos passivos não necessariamente estão registrados no balanço da Empresa, pois sua provisão (ou não) segue a recomendação dos assessores legais da Empresa.

Refere-se ao valor patrimonial em 30 de setembro de 2007 da participação detida pela Alutrens na Telemar Participações S.A.

Ambas as contas referem-se a passivos contingentes fiscais, cíveis ou trabalhistas provisionados pela Empresa segundo as recomendações de seus assessores legais.

Refere-se ao saldo a pagar restante do REFIS em 2012 (a valor presente).

- Obs.: Na próxima página está a demonstração dos critérios de provisionamento das contingências e obrigações fiscais, e os valores em depósitos judiciais correspondentes.

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Ajustes ao valor da operação

- Seguem abaixo detalhes dos ajustes de depósitos judiciais e fiscais, passivos contingentes e obrigações fiscais. Vale ressaltar que os valores apresentados abaixo correspondem ao balanço consolidado da SALIC, e que para definir os ajustes foram excluídos os efeitos das participações de outros acionistas das empresas em cujo capital a SALIC participa.

SALIC - consolidado base: set/07	Depósitos judiciais e fiscais	Outros passivos contingentes	Obrigações fiscais
Fiscais:			
COFINS	421.376	-	306.622
PIS	219.478	-	216.208
INSS	417.709	68.327	1.432
Contribuição social	68.262	-	63.610
Imposto de renda	52.016	-	50.679
Outros	54.906	25.078	50.396
Trabalhistas e Cíveis:			
Ações trabalhistas	40.434	47.536	-
Ações cíveis	108.328	333.236	-
DPVAT	2.885	2.885	-
Outros	-	1.024	-
Total	1.385.394	478.086	688.946
Circulante	-	62.381	-
Não Circulante	1.385.394	415.705	688.946

I – Cíveis e DPVAT	Quantidade	Estimativa	Outros Passivos Contingentes
Provável	5.972	197.184	154.517
Possível	11.144	332.814	164.595
Remota	1.771	103.879	17.009
Total	18.887	633.877	336.121

II - Trabalhistas	Quantidade	Estimativa	Outros Passivos Contingentes
Provável	344	25.377	13.521
Possível	763	100.605	28.915
Remota	180	144.894	5.100
Total	1.287	270.876	47.536

III - Fiscais	Quantidade	Estimativa	Outros Passivos Contingentes e Obrigações Fiscais
Provável	243	324.173	324.173
Possível	138	568.585	438.865
Remota	76	548.869	19.313
Total	464	1.441.627	782.351

Observações:

- A coluna outros passivos contingentes refere-se aos valores registrados nas demonstrações financeiras.
- Os valores e respectivas estimativas acima foram fornecidas pela Administração da SALIC.

VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado (cont.)

Análise de sensibilidade

- A seguir está apresentada uma análise de sensibilidade considerando uma variação na taxa de desconto utilizada:

	Taxa de desconto		
	8,70%	9,26%	9,90%
Valor por ação	1,07	1,02	0,97
Valor da SALIC	2.189.345	2.084.977	1.980.461

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

VII. Análise de múltiplos

Avaliação por múltiplos de transações comparáveis

- Por meio de dados públicos, foram feitas análises de múltiplos de transações comparáveis das recentes aquisições, da Real Seguros S.A. pela Tokio Marine Seguradora S.A em 2005 e da HSBC Seguros pelo Grupo HDI em 2005 (Fonte: Securities, Valor Econômico e DFs das empresas).
- Abaixo, está apresentado os múltiplos das transações comparáveis identificadas:

Múltiplos	HDI x HSBC	Tokio x ABN
Valor de Mercado / PL	3,82	3,88
Valor de Mercado / Prêmios Ganhos	0,86	0,83

- As transações apresentadas possuem as seguintes características:
 - envolveram empresas de menor porte; e
 - as referidas transações envolveram alienação de controle acionário.
- Desta maneira, ainda que se tratem de transações de um mesmo segmento de mercado, as referidas transações diferem significativamente da transação analisada.
- Os múltiplos de transações comparáveis foram calculados com base em informações de mercado. Ressalta-se que os resultados podem apresentar distorções, caso comparados com múltiplos calculados com informações não divulgadas sobre as transações.

Avaliação por múltiplos de mercado

- No Brasil, dentre as seguradoras existentes, apenas a SASA e a Porto Seguro possuem ações negociadas em bolsa.
- Desta maneira, foi feita a análise de múltiplos dessas empresas para 2008 com base nas informações disponíveis na Bloomberg, em 11 de janeiro de 2008.
- É importante ressaltar que estas duas empresas têm uma proporção de seu capital negociado em bolsa significativamente superior à proporção de ações minoritárias da SALIC.
- Abaixo estão apresentados os múltiplos de mercado obtidos:

Multiplos	Porto Seguro	SASA
Valor de mercado / PL	2,46	1,14
Valor de mercado / Lucro Líquido	8,85	7,12

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação

- Apresentamos a seguir uma descrição dos critérios de avaliação previstos na CVM 361:

Preço médio ponderado de cotação das ações

- Esse critério consiste na observação das negociações realizadas com cada classe de ações por um período de tempo específico. Calcula-se a cotação média ponderada da cotação das ações a partir dos volumes diários negociados (financeiro e de lotes de ações) em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.
- O tempo estipulado para observação das negociações deve ser suficientemente longo para reduzir o efeito de eventuais oscilações de preço que possam causar distorções no cálculo do valor a preço de mercado. A CVM 361 determina o período de 12 (doze) meses como base para o cálculo do preço médio ponderado das ações.
- Na avaliação pelo preço médio ponderado das ações, o prêmio de controle não é considerado, por se tratar de método fundamentado na cotação das ações negociadas diariamente nos mercados de capitais. Raramente esse tipo de negociação envolve a transferência do controle acionário das empresas no mercado brasileiro.
- A adequação desse critério depende da liquidez das ações das empresas negociadas nas bolsas de valores.

Valor do patrimônio líquido contábil

- Esse critério pressupõe que o valor do patrimônio líquido contábil, apurado nas demonstrações financeiras de uma determinada empresa, equivale ao valor da empresa.
- Deve-se observar que o patrimônio líquido contábil de uma empresa geralmente não reflete o valor de seus ativos intangíveis, que contribuem para a geração de caixa, resultando em mais relação ao patrimônio líquido contábil. Além disso, em um cenário de eventual venda desses ativos e liquidação da empresa, os valores a serem obtidos, bem como os custos a serem incorridos nesse processo, não são refletidos adequadamente nesse critério de avaliação.

Fluxo de caixa descontado

- O fluxo de caixa descontado está fundamentado no conceito de que o valor de uma empresa ou negócio está diretamente relacionado aos montantes e às épocas nos quais os fluxos de caixa livres, oriundos de suas operações, estarão disponíveis para distribuição. Portanto, para os acionistas, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros a serem gerados no futuro pelo negócio, descontados a valor presente, para refletir o tempo, o custo de oportunidade e o risco associado a essa distribuição.
- Esse método também captura os ativos intangíveis, tais como marca, carteira de clientes, carteira de produtos e participação de mercado, na medida em que todos esses ativos se refletem na capacidade de a empresa gerar resultados.
- Para os fins da avaliação, considera-se que 100% dos excedentes de caixa estarão disponíveis para distribuição na época em que forem gerados.

Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação

- Para calcular o fluxo de caixa futuro gerado pelas operações de uma empresa, inicialmente projetam-se os seus resultados. Aos lucros líquidos projetados, adicionam-se as despesas com depreciação (por se tratar de despesas sem efeito na geração de caixa) e subtraem-se os investimentos, a necessidade de capital de giro, e os aumentos ou diminuições no endividamento. Outros itens com efeito sobre o fluxo de caixa da empresa também são considerados quando apropriado.
- É importante ressaltar que o lucro líquido calculado nas projeções de resultado não é diretamente comparável ao lucro líquido contábil a ser apurado futuramente nos exercícios subseqüentes. Isso se deve ao fato, entre outras razões, de que o lucro líquido realizado é afetado por fatores não operacionais ou não recorrentes, tais como receitas eventuais, receitas não operacionais, receitas e/ou despesas com variações monetárias e cambiais, entre outras. Estes fatores não são projetados em razão de sua imprevisibilidade ou por motivos de simplificação das projeções.
- A projeção dos demonstrativos de resultados futuros destina-se tão somente à finalidade de se calcular o fluxo de caixa projetado do negócio que está sendo avaliado, que contempla os fluxos futuros disponíveis para os acionistas. Nessa etapa da avaliação, o que se quer estimar é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da Empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza para os acionistas em decorrência de suas características operacionais.
- Os fluxos de caixa anuais são, então, descontados pelo custo de capital próprio, que já reflete o custo de oportunidade em investimentos em empresas com atuação similar àquela que está sendo avaliada. Posteriormente, os fluxos de caixa descontados são somados para se estimar o valor do negócio.
- Para que seja determinado o valor da empresa avaliada e, conseqüentemente, o valor econômico de suas ações ou quotas, ao/do valor do negócio calculado anteriormente são adicionados/deduzidos os ativos e passivos não operacionais existentes na data-base da avaliação bem como eventuais contingências e/ou outros pagamentos extraordinários não operacionais eventualmente identificados.

Múltiplos de transações comparáveis

- Por meio do critério de avaliação de transações comparáveis, o valor de uma empresa é estimado pela análise de valores de transações recentes de fusões e aquisições de empresas semelhantes à empresa a ser avaliada.
- Esse critério é um dos enfoques para avaliação de empresas pelo método de "Market Approach", baseando-se no princípio da substituição, ou seja, na premissa de que um comprador prudente não pagará mais por uma atividade do que o montante que lhe custaria para adquirir um outro empreendimento de natureza semelhante.
- Os preços pagos por participações inferiores a 100% nas empresas investidas são ajustados para refletir o valor total da empresa e, então, divididos por valores de referência das demonstrações financeiras do período imediatamente anterior à transação para a determinação de múltiplos comparáveis, tais como múltiplos de lucros, faturamento e patrimônio líquido, dentre outros, conforme o setor de atuação da empresa. Esses múltiplos são então aplicados aos respectivos parâmetros da empresa a que está sendo avaliada, dando como resultado a estimativa de valor da empresa.
- No valor obtido anteriormente, são somados os ativos contingentes, não operacionais e aplicações financeiras, e subtraídos o endividamento e os passivos contingentes existentes à data-base da avaliação, de modo que se obtenha o valor da empresa.
- Esse critério depende, substancialmente, da existência de fontes confiáveis para pesquisa das transações realizadas e da riqueza de dados fornecidos por essas fontes. Nem sempre os valores divulgados refletem eventuais ajustes de preço pago (ou garantias exigidas), cuja ocorrência dar-se-á após a divulgação das transações.

Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação

- Embora os valores divulgados das transações ocorridas possam ter levado em consideração especificidades e perspectivas futuras das empresas transacionadas, nem sempre as características específicas e perspectivas futuras das empresas transacionadas são semelhantes às presentes na empresa avaliada, casos em que são necessários ajustes para a obtenção de paradigmas mais próximos da realidade desta.
- A dificuldade de aplicação desse critério de avaliação no Brasil decorre da relativa escassez de divulgação de informações sobre transações com a riqueza de detalhes necessária.

Múltiplos de mercado

- O critério de avaliação por múltiplos de mercado permite a estimativa do valor de uma empresa de forma similar à anterior, entretanto, no lugar de transações comparáveis, os valores de empresas abertas, cujas ações são negociadas em bolsas de valores, são utilizados como base para definição dos múltiplos comparáveis.
- A diferença consiste basicamente na avaliação do prêmio de controle. No critério de transações comparáveis, usualmente se verifica a transferência do controle acionário e o conseqüente pagamento do prêmio correspondente.
- No critério de avaliação por múltiplos de mercado, o prêmio de controle não é considerado, por se tratar de método fundamentado na cotação das ações negociadas diariamente nos mercados de capitais. Esse tipo de negociação raramente envolve a transferência do controle acionário das empresas.
- Sua aplicação também depende da existência de uma quantidade satisfatória de empresas comparáveis, e com um volume de negociações expressivo. No caso do setor brasileiro de seguros, há duas empresas comparáveis à SALIC, e que podem ser utilizadas para aplicação desta metodologia.

- Glossário
- I. Sumário executivo
- II. Informações sobre o avaliador
- III. Informações sobre a SALIC
- IV. Avaliação pelo critério do preço médio ponderado de cotação das ações
- V. Avaliação pelo critério do patrimônio líquido contábil
- VI. Avaliação pelo critério de fluxo de caixa descontado
- VII. Análise de múltiplos
- Anexo I - Descrição dos critérios de avaliação
- Anexo II - *Curricula vitae*

Anexo II – Currícula vitae

Cláudio Roberto de Leoni Ramos

Sócio - Financial Advisory Services (FAS) - Corporate Finance

Qualificação profissional e responsabilidades atuais

- Cláudio é sócio da KPMG Corporate Finance Ltda.
- Iniciou sua carreira na KPMG Corporate Finance em São Paulo em 1996. Cláudio é o principal responsável pelos serviços de avaliações de empresas e o representante da América Latina no Comitê Global de Avaliações Global (*Global Valuations Committee*) da KPMG Corporate Finance.
- A experiência profissional de Cláudio engloba serviços de assessoria, relacionados a fusões e aquisições, alienações, avaliações e privatizações, com sólida experiência em assessoria em vendas e privatizações de bancos e seguradoras. O setor de clientes em que atua engloba empresas de alimentos e bebidas, seguradoras, instituições financeiras, empresas de mercado industrial/consumo, prestadoras de serviços e indústrias automotivas.
- Cláudio coordenou diversos serviços de avaliações relacionados a fusões e aquisições, incluindo avaliações independentes de bancos de capital aberto, em decorrência de reestruturações corporativas. Além disso, desenvolveu várias avaliações pós-aquisição de valor justo de empresas brasileiras adquiridas por grupos estrangeiros, de acordo com as exigências internacionais de GAAP para contabilização de aquisições. Atuou com sucesso como assessor financeiro em fusões e aquisições de empresas.
- Participou de diversos cursos de especialização profissional no Brasil e no exterior, dentre os quais destacam-se:
 - “Senior Executive Programme” – curso de 4 semanas para diretores de empresas sobre liderança, estratégia e transformação na London Business School – London – 2007
 - MBA em Direito da Economia e da Empresa pela FGV - RJ - 360 horas - 2002

- Conferências Internacionais de Corporate Finance: KPMG - 2007, 2006, 2005, 2004, 2003, 2000 e 1999;
- Advanced Valuation Skills: KPMG Corporate Finance - Reino Unido - 2002;
- Corporate Finance II e Corporate Finance I: Centro de Treinamento KPMG Bruxelas, Bélgica - 2000 e 1997;
- Fusões e Aquisições: Instituto de Pesquisas Internacionais, São Paulo - 1995;
- Estratégias para Negociação de Dívida da América Latina: Euromoney, São Paulo - 1995;
- General Securities Registered Representative: National Association of Securities Dealers (EUA) - 1995;
- Gerenciamento Financeiro: Universidade de Nova York - 1992;
- Contabilidade, Mercados Financeiros e Negociação de *Commodities*: Universidade de Nova York - 1991; e
- Seminário de Mercados de Capitais e Dólar: NY Institute of Finance - 1991.

Formação

- Formado em Engenharia Mecânica pela Faculdade de Tecnologia - Universidade Federal de Brasília (1988). Em 1994, concluiu o curso MBA em Finanças, Economia e Comércio Internacional pela New York University's Leonard N. Stern School of Business em Nova York e pela Università Commerciale Luigi Bocconi em Milão (programa de intercâmbio). Em outubro de 2002 concluiu 360 horas do curso de MBA em Direito da Economia e da Empresa pela FGV - RJ.

Idiomas

- Inglês: fluente.
- Italiano: moderado.
- Espanhol: moderado.



Anexo II – Currícula vitae (cont.)

Cláudio Roberto de Leoni Ramos

Sócio - Financial Advisory Services (FAS) - Corporate Finance

Experiências

- Seguem abaixo algumas das avaliações de sociedades anônimas lideradas por Cláudio:

Empresa	Operação	Ano
Real Seguros S.A.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de fundamentação de ágio em função de sua aquisição pela Tokyo Marine Seguradora	2006
HSBC Seguros de Automóveis e Bens S.A.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de fundamentação de ágio em função de sua aquisição pela HDI Seguros S.A.	2006
Banco Volkswagen S.A. e Consórcio Volkswagen	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de reestruturação societária	2005
Banco Sudameris S.A.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins gerenciais	2004
Banco do Estado de São Paulo S.A. - Banespa	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de fundamentação de ágio em função de sua aquisição pelo Grupo Santander	2002

Empresa	Operação	Ano
Banco Meridional S.A.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de fundamentação de ágio em função de sua aquisição pelo Grupo Santander	2001
Refinações de Milho Brasil S.A. (Bestfoods)	Avaliação da Arisco pela metodologia do fluxo de caixa descontado	2000
Banco CCF Brasil S.A.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de reestruturação societária	1999
Banco Bandeirantes S.A e sua subsidiária, Bandeirantes, Crédito e Financiamento	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado dessas duas instituições financeiras e definição da proporção de substituição de ações	1999
Banco do Estado da Bahia S.A. - Baneb	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para determinação do preço mínimo para a privatização do Banco	1999

Anexo II – Currícula vitae

Fabício de Oliveira Mesquita

Gerente - Financial Advisory Services (FAS) - Corporate Finance

Qualificação profissional e responsabilidades atuais

- Fabrício é gerente da KPMG Corporate Finance Ltda e iniciou sua carreira na KPMG Corporate Finance Ltda em São Paulo em 2006.
- Sua experiência profissional engloba serviços de assessoria, relacionados a fusões e aquisições, reestruturações e avaliações.
- Dentre os setores nos quais Fabrício possui experiência destacam-se: alimentos, seguradoras, energia, prestadoras de serviços, embalagens, mineração, shopping center, hotel e logística.

Formação

- Formado em Administração pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (2003).
- Cursos efetuados nos últimos anos:
 - Recuperação de Empresas e Falências sob a Ótica da Nova Legislação Falimentar – curso de educação continuada com duração de 4 meses e carga horária de 80hs da EDESP-FGV – 2006;
 - Real Options Valuation – Alliance Corporate Education, 16hs – 2006

Idiomas

- Inglês: fluente.

Experiências

- Seguem abaixo algumas das avaliações de sociedades anônimas desenvolvidas por Fabrício:

Empresa	Operação	Ano
Companhia Brasileira de Energia.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de reestruturação societária	2007
Kraft Foods Brasil S.A.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fins de reestruturação societária	2007
Accor Participações S.A.	Avaliação pela metodologia do fluxo de caixa descontado para fundamentação de ágio.	2007