

Bogari Value FIA é um fundo de ações de empresas negociadas no mercado brasileiro. O fundo foca em oportunidades de investimento de longo prazo baseadas na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação.

Nossa Performance

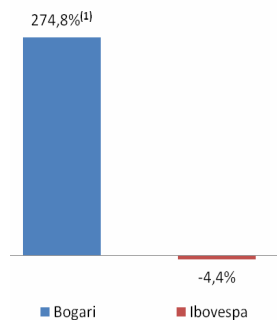
Fechamos o mês de fevereiro com uma rentabilidade de +5,5% contra uma variação do Ibovespa de -2,8%. No ano, acumulamos uma rentabilidade de +4,3% contra uma variação do Ibovespa de quase +1,7%.

Desde o início das nossas operações em novembro/2006¹, acumulamos uma rentabilidade de 274,8%, comparado a -4,4% do Ibovespa.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2009	4,3%	1,7%	2,6
2008 ⁽¹⁾	-20,1%	-41,2%	21,1
2007 ⁽¹⁾	278,8%	43,7%	235,2
2006 ⁽¹⁾	18,7%	11,4%	7,3

Acumulado desde o Início			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2009	274,8%	-4,4%	279,1
2008 ⁽¹⁾	259,3%	-6,0%	265,3
2007 ⁽¹⁾	349,6%	60,0%	289,6
2006 ⁽¹⁾	18,7%	11,4%	7,3

Rentabilidade Bogari⁽¹⁾ x Ibovespa
(Nov/2006 - Fev/2009)



¹ O Bogari clube de investimentos teve seu início em 1/11/2006. Em 8/7/2008, o clube foi transformado no Bogari Value FIA. A rentabilidade do fundo no ano de 2008, considerando o período de 8/7/2008 a 31/12/2008 foi de -22,4%. A rentabilidade dos últimos 12 meses foi de -16,8%, o patrimônio líquido médio é de R\$ 4,1 mm.

Carteira

Nossa carteira vem apresentando pouca correlação com o Ibovespa, o que é de se esperar. O principal motivo é que continuamos a não ter ações de empresas ligadas ao setor de commodities. Como afirmamos em nossa carta anterior, mantivemos essa política desde 2006, uma vez que acreditamos que ainda não chegamos próximo aos mínimos do novo ciclo que estamos entrando.

Em períodos curtos, acreditamos que ocorrerão algumas distorções quando compararmos nossa performance ao Ibovespa, como o ocorrido em janeiro. Naquele momento, as empresas de commodities, como Vale e Petrobras, que possuem mais liquidez e foram mais afetadas pela crise tiveram uma forte recuperação. Durante algum tempo tivemos uma valorização menor que o índice. Entretanto, estamos correndo uma maratona e não uma corrida de 100m rasos e acreditamos que existam outros ativos com melhor relação risco retorno no longo prazo. Mesmo que demorem mais a serem reconhecidos pelo mercado.

Estamos bastante animados com as perspectivas da nossa carteira no longo prazo. De forma gradual, estamos adquirindo bons ativos, em boa situação financeira, com boas perspectivas e, principalmente, a ótimos preços. Nossa maior posição tem 10% da carteira do fundo, nossas 5 maiores posições atingem 50% do seu patrimônio e ainda contamos com uma posição de caixa de quase 14%.

Continuamos o processo de realocação da carteira, vendendo algumas empresas de menor potencial de valorização e liquidez para outras mais líquidas e com maior *upside*. Além de bom potencial de crescimento para os próximos anos grande parte das empresas de nossa carteira está apresentando elevado *dividend yield*, algumas têm chegado a pagar 8% de dividendo.

Estamos mais diversificados e com uma posição de caixa um pouco acima do usual. A diversificação é uma medida preventiva para a forte queda de alguns ativos quando um investidor relevante precisa vender sua posição para fazer caixa. Apesar desse tipo de queda estar ocorrendo com menos frequência, sua probabilidade de ocorrência ainda é alta, por isso a precaução.

A maior posição de caixa existe exatamente para aproveitar essas fortes vendas. Quando essas quedas

ocorrem em ações que queremos comprar, aproveitamos a oportunidade.

Adicionalmente, nossa carteira apresenta um elevado índice de liquidez. Temos capacidade de transformar em caixa mais de 2/3 dos ativos em apenas um dia. Apesar de esse índice ser bastante alto, de fato tem pouca relevância prática, dado que nossos cotistas têm como foco manter seus recursos investidos por longos períodos. Tal é o comprometimento de nossos clientes que o fundo, e antes o clube, não apresentou qualquer saque nos últimos 12 meses.

Setor Imobiliário

Estamos animados com algumas oportunidades em setores que estão fora de moda hoje em dia. Acreditamos que o mercado fez ajustes acertados nesses setores uma vez que estavam muito caros, entretanto, como sempre, houve alguns exageros. Particularmente, estamos animados com algumas empresas dos setores imobiliário, de serviço e financeiro. Nessa carta falaremos um pouco mais sobre o setor imobiliário.

O setor imobiliário no Brasil, ao contrário do resto do mundo, ainda tem uma perspectiva de longo prazo bastante interessante. O nível de juros real está pela primeira vez atingindo patamares relativamente baixos (menos de 6% a.a.) e a SELIC pode chegar a um dígito no curto prazo. Para a economia brasileira, como sabemos, esse é um evento fantástico e inédito. Sem dúvida que o afrouxamento monetário estimulará o setor imobiliário, através da oferta de produtos e linhas de crédito adequados.

A indústria de incorporação e construção imobiliária não é fácil, porém, tem ótimo potencial de crescimento, boa rentabilidade, empresas de qualidade e modelos de negócios interessantes. Adicionalmente, seus preços em bolsa estão extremamente baixos.

A complexidade do setor advém de seu processo básico de negócios. O incorporador precisa identificar um terreno a um custo adequado, entender a demanda existente na aquela região, desenvolver um produto que atenda essa demanda, aprovar tal projeto junto aos órgãos competentes, vender, construir e entregar aos clientes os produtos comprados. Cada projeto é diferente do outro, com ciclo próprio e prazo limitado. O negócio demanda bastante capital de giro para a companhia e crédito para viabilizar a compra pelo cliente.

Considerando a complexidade do negócio acima, damos muito foco na forma de nos posicionarmos no setor e o preço de entrada. Por isso, ao selecionar nossos ativos, procuramos: conservadorismo dos gestores, comprometimento financeiro dos controladores, balanço de qualidade, coerência na história da companhia e capacidade gerencial de

entregar o prometido. Dada sua volatilidade intrínseca, esse é um setor que preferimos estar posicionados em empresas em que a gestão e o controle sejam executados por famílias ao invés de executivos. Assim o comprometimento financeiro de quem gere a companhia é alto.

Acreditamos que, nesse tipo de negócio, escala não é um grande diferencial. Na verdade, achamos que tamanho aumenta desproporcionalmente a complexidade e o risco do negócio sem contrapartida evidente de redução de custos ou *pricing power*.

O raciocínio é simples. Para aumentar a receita de uma empresa imobiliária, grosso modo, podem-se tomar duas medidas: aumentar o número de projetos ou aumentar o VGV (Valor Geral de Vendas) médio por projeto. O aumento demasiado do número de projetos aumenta substancialmente a complexidade da operação. Já, o aumento do VGV médio por projeto aumenta o risco da empresa no caso de insucesso comercial de um projeto. Uma coisa é não vender um projeto de R\$ 50 mm de VGV, outra é não vender um de R\$ 500 mm.

Mesmo que fosse mantido um VGV médio baixo, é bastante razoável assumir que é mais fácil encontrar 10 bons projetos que 100 bons projetos. Teoricamente, o aumento no número de projetos deveria reduzir a rentabilidade marginal de cada projeto adicional ou sua qualidade, demais fatores constantes.

Acreditamos que os ganhos de escala em compras de insumos e contratação de serviços não sejam tão relevantes. Por esse motivo, não é incomum empresas terceirizarem obras a custo fechado. Também não conseguimos ver correlação entre tamanho e poder de fixação de preços melhores que a média do mercado.

O mercado acionário brasileiro teve uma super oferta de ações de empresas imobiliárias nos últimos 3 anos, quando mais de 20 empresas fizeram ofertas públicas. No Brasil não houve uma bolha imobiliária, mas uma bolha de ações de empresas ligadas ao setor imobiliário. Quando a crise chegou, muitas empresas perderam até 90% de seu valor. Muitas das empresas que lançaram bilhões em imóveis se viram sem crédito para desenvolver ou concluir seus empreendimentos. Muitos analistas acharam que com a velocidade dos lançamentos haveria escassez de crédito para adquirir os imóveis. O que de fato ocorreu foi uma falta de crédito para as próprias empresas, principalmente dívida corporativa, mas em alguns casos também crédito a produção (construção).

Como normalmente ocorre, o mercado acabou punindo o setor de forma indiscriminada. O que veio acontecendo nos meses seguintes a essa correção foi o ajuste da operação real das empresas. Muitas conseguiram evitar uma situação financeira mais delicada com a redução e cancelamento de lançamentos. Diversas outras, quase 10 delas, recorreram a aumentos de capital. Nesse momento,

acreditamos que as empresas do setor estejam praticamente saneadas. Ainda existem alguns poucos casos em situação de estresse, mas achamos que, em geral, a situação ficou muito mais tranqüila.

Nossa maior preocupação quando nos posicionamos em uma empresa que tem potencial de valorização é ter o tempo ao nosso lado. Para isso, nesse caso particular, temos que adquirir empresas com balanços e modelos de negócios adequados que não devam recorrer a qualquer aumento de capital nos próximos anos. A razão é simples:

Imaginemos que o valor justo para uma empresa seja seu valor patrimonial ("PL"), ou seja, a empresa vale 1x PL. Se compramos a ação a 25% do PL (ou 0,25x PL) e a empresa cria valor, ao longo do tempo a tendência é que seu preço de negociação convirja para 1x PL, gerando um potencial de valorização de 4x mais os lucros retidos e distribuídos ao longo do período.

Quando ocorre um aumento de capital, por necessidade ou por motivos menos nobres, o *upside* que existia para os acionistas originais passa a ser compartilhado com os novos acionistas. Voltando ao nosso exemplo anterior, caso a empresa possuísse 100 ações e emitisse mais 100 ações a valor de mercado, ou seja, 0,25x PL, a empresa passaria a ter 200 ações e um valor patrimonial de 1,25x PL. Ou seja, cada ação passaria a ter um valor justo de 0,625x PL, enquanto a ação estaria sendo negociada em 0,25 PL. O *upside* que era de 4x passou para 2,5x. A isso chamamos de diluição.

Devido à diluição, quase tão importante quanto comprar barato, é ter razoável segurança que o balanço suporta o crescimento proposto e que o controlador pensa no melhor para todos os acionistas.

Apesar desse não ser o foco desse relatório, gostaríamos de frisar que a lei garante o direito de preferência em subscrições privadas, isto é, que o acionista da companhia tem direito a comprar ações àquele preço caso ache interessante. O que a lei não garante é o retorno econômico do investimento da forma como era. No exemplo acima, no início, o acionista tinha 1 ação com potencial de 4x e posteriormente teria 1 ou 2 ações (2 se comparecesse ao aumento de capital) com potencial de 2,5x. Receber um mesmo valor financeiro gera um retorno diferente quando temos 1x ou 2x de capital.

Considerando todos esses aspectos, matemos em nosso portfólio duas empresas, Eztec e Helbor. Seremos sucintos na apresentação dessas em função da disponibilidade de espaço.

Atuando no mesmo setor, uma não poderia ser mais diferente que a outra. A Eztec é uma empresa familiar, com mais de 40 anos de experiência no setor. Seus principais diferenciais são: o sólido balanço (o melhor do setor), sua integração operacional (atua na incorporação, na construção e na venda de boa parte

das unidades), uma estrutura de custos muito baixa (uma das maiores margens do mercado), disciplina na compra de terrenos (média de 9% do VGV) e conservadorismo comercial (só lançam o empreendimento quando atinge volume mínimo de reservas).

A ação está sendo negociada a um preço tão baixo, que os ativos líquidos da companhia (em torno de R\$ 300 milhões) valem mais que seu valor em bolsa (R\$ 290 milhões). Acreditamos que em 2008 a empresa tenha lucrado perto de R\$ 100 milhões, devendo pagar um dividendo de 6%-8% do valor da ação. A empresa esta negociando a valores de 3x lucro 2008 e em torno de 2x lucro 2009. Tanto a empresa quanto os acionistas controladores compraram ações da companhia intensamente nos últimos meses, o que consideramos positivo.

A Helbor possui um modelo bastante distinto. A empresa também é familiar com uma longa história de mais de 30 anos no setor. A empresa atua na prática como um veículo de investimento financeiro focado no mercado de incorporação imobiliária. A Helbor não constrói e não vende diretamente seus imóveis. A companhia identifica oportunidades, desenvolve o produto, faz a gestão de toda a cadeia de terceirizados e coordena o lançamento comercial.

A Helbor desenvolveu uma tecnologia bastante interessante de gestão de riscos através da diversificação geográfica, por segmentos e por tipo de produto. Como a Eztec, os empreendimentos só são lançados quando existe uma demanda mínima. Adicionalmente, o tamanho médio de cada empreendimento é de R\$ 50 milhões, para evitar grandes concentrações de venda em um projeto. Naturalmente, a gestão de risco, possivelmente, trará uma limitação no tamanho da companhia em alguns anos, mas o risco operacional será bastante limitado.

Em termos de valor, a empresa negocia hoje a algo como 2,5x lucro 2008 e 2,0x lucro 2009. Agora em abril deverá pagar um dividendo de 6%-8% do valor da ação relativo ao ano de 2008. Nossa principal preocupação é a pequena necessidade de caixa adicional que a companhia terá em 2010.

Apesar de modelos operacionais diferentes, ambas as companhias têm como características relevantes a gestão do risco e o conservadorismo operacional. Enquanto a Helbor gere seu risco basicamente pela diversificação e limitação do ticket médio, a Eztec cria "espaço" para ineficiências através da compra de terrenos muito baratos e uma estrutura de custos muito enxuta. Como exemplo, a Eztec está localizada em duas casas em Moema, São Paulo, que têm 5 mil m² de área a um custo mensal de R\$ 30 mil, ou R\$ 6/m²/mês. Para quem não conhece São Paulo, esse valor é quase 90% mais baixo do que seria razoavelmente barato.

A crise que passamos pode diminuir a velocidade de crescimento das empresas, mas não irá tirar a

atratividade do setor. Em nossas conversas com diversas empresas no início de março, ficou claro que os volumes de venda de imóveis no primeiro bimestre de 2009 não foram tão ruins quanto as próprias empresas esperavam. Algumas até estão acreditando que seja possível crescer em relação a 2008. Com as taxas de juros caindo e com o pacote habitacional que o governo estará lançando nas próximas semanas é possível que a velocidade melhore.

Finalmente, estamos bastante confortáveis com o setor e com ambas as empresas que investimos. Achamos que o risco é limitado e que o potencial de valorização é muito elevado.

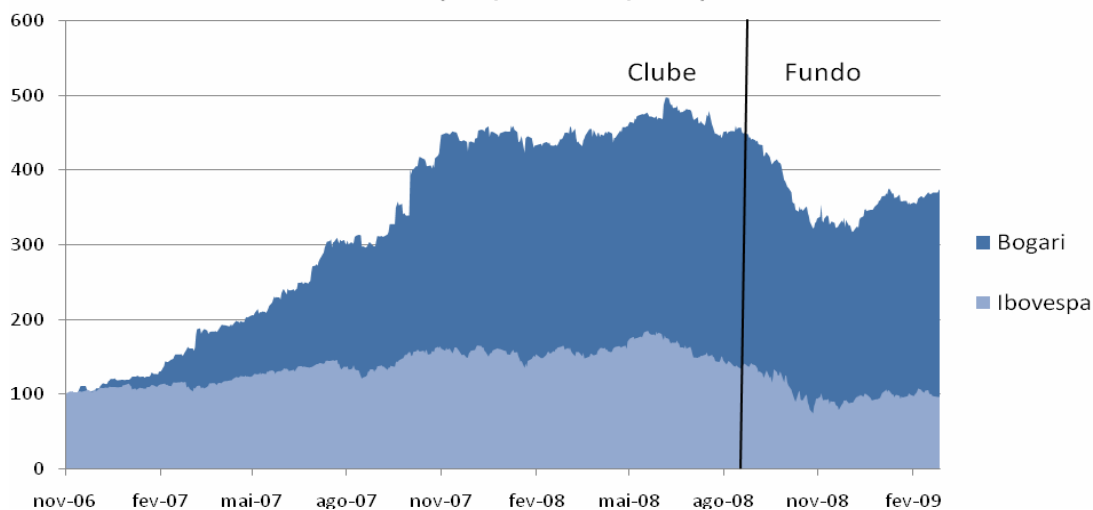
Obrigado pela confiança.

Varição da Cota

Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano		Acum. Início		
													Bogari	Ibov	Bogari	Ibov	
2009	-1,2%	5,5%												4,3%	1,7%	274,8%	-4,4%
2008	-3,6%	3,9%	-1,2%	3,1%	2,5%	2,2%	-7,3%	-0,8%	-12,9%	-13,0%	-0,6%	7,8%		-20,1%	-41,2%	259,3%	-6,0%
2007	9,4%	25,7%	14,4%	9,7%	16,3%	13,9%	11,3%	3,3%	8,8%	28,6%	0,6%	2,4%		278,8%	43,7%	349,6%	60,0%
2006											5,1%	12,9%		18,7%	11,4%	18,7%	11,4%

Valor da Cota Bogari ⁽¹⁾ x Ibovespa
(Nov/2006 - Fev/2009)



Principais Características do Fundo

Nome:	Bogari Value FIA
CNPJ:	08.323.402/0001-39
Conta do fundo (para TED)	Banco Bradesco (237) AG. 2856-8 – CC. 615.173-6
Gestor:	Bogari Gestão de Investimentos Ltda. Rua Jardim Botânico, 674/523 Rio de Janeiro – RJ – 22461-000 contato@bogaricapital.com.br 21 2249 1500 (Tel/Fax)
Administrador e Distribuidor:	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A Av. Presidente Wilson, 231/11º a Rio de Janeiro – RJ – 20030-905 21 3974 4600 (SAC) / 21 3974 4501 (Fax) / 0800 7253219 (Ouvidoria) www.bnymellon.com.br/sf
Custodiante:	Banco Bradesco S.A.
Auditor:	KPMG

Aplicação Mínima:	R\$ 30.000,00
Aplicação Máxima:	R\$ 5.000.000,00
Movimentações mínimas:	R\$ 10.000,00
Saldo mínimo:	R\$ 30.000,00
Horário limite para movimentações:	13:00 h
Conversão de cotas na aplicação:	D+1 da disponibilidade dos recursos.
Conversão de cotas no resgate:	D+30 da solicitação.
Pagamento do resgate:	D+33 da solicitação.
Taxa de administração:	2,175% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
Taxa de performance:	20% sobre o ganho que exceder o Ibovespa. (com marca d'água)



Este fundo tem menos de 12 meses e, para avaliação de performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. CVM 409 - Art. 95-B: "Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes." *Art. 16 das Diretrizes Anbid: "Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de créditos – FGC". CVM 409 - Art. 40 Parágrafo 2º: "Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas". A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. É recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e regulamento do fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos." Todas as informações contidas no site da BOGARI GESTÃO DE INVESTIMENTOS LTDA têm apenas propósito informativo e, portanto, não devem ser consideradas oferta de venda de cotas dos fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário.