

Bogari Value FIA é um fundo de ações de empresas negociadas no mercado brasileiro. O fundo tem como foco o investimento de longo prazo baseado na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação.

Nossa Performance

No ano, acumulamos uma rentabilidade de +25,4% até abril contra uma variação do Ibovespa de +25,9%. Nos últimos 12 meses, incluindo o período em que o fundo era clube, acumulamos uma rentabilidade de -1,8% comparado a -27,5% do Ibovespa. Em abril tivemos uma rentabilidade de +21,3% e em março -0,9%.

Desde o início das nossas operações em novembro/2006¹, acumulamos uma rentabilidade de +350%, comparado a +18% do Ibovespa.

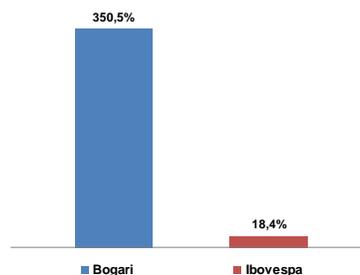
Apesar de cautelosos, estamos bastante satisfeitos de termos recuperado praticamente todas as perdas de 2008. Enquanto nos últimos 12 meses nosso fundo rendeu 1,8% negativo, o Ibovespa no mesmo período variou -27,5%. A acentuada diferença entre a rentabilidade do fundo e do Ibovespa nesse período, mostra a importância de termos caído substancialmente menos durante a crise de 2008.

Quando se desvaloriza 20,1% é preciso subir 25,2% para recuperar o valor inicial. Já, quando a desvalorização é de 41,2% é preciso subir 70,0% para recuperar o investido. Historicamente, é possível demonstrar que os grandes ganhos relativos ao índice são feitos nas quedas e não nas altas.

Ficamos surpresos positivamente com a velocidade de subida da nossa carteira. Dada a baixa correlação com o índice, é natural que não

subamos na mesma velocidade do Ibovespa quando este se valoriza rápido.

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



Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2009	25,4%	25,9%	-0,5
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	350,5%	18,4%	+332,1
2008 ⁽¹⁾	259,3%	-6,0%	+265,3
2007 ⁽¹⁾	349,6%	60,0%	+289,6
2006 ⁽¹⁾	18,7%	11,4%	+7,3

Carteira

Durante os últimos dois meses foram divulgados os resultados das empresas da carteira. Em geral, os números vieram conforme esperado. A performance operacional das companhias continua bastante boa e promissora.

Como esperado, Eztec e Helbor apresentaram bons resultados e elevados níveis de dividendos. A Eztec apurou um lucro de R\$ 102 milhões, mesmo tendo feito os ajustes contábeis da lei 11.638 relativa a adoção dos padrões internacionais de contabilidade. O dividendo declarado foi de mais de R\$ 0,12/ação (6% de *yield*). Atualmente, a companhia ainda possui R\$ 175 milhões de caixa líquido e, mesmo com as recentes valorizações, vale apenas R\$ 450 milhões, sendo uma das empresas mais baratas do mercado.

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 -1,8%, o patrimônio líquido médio é de R\$ 4,3 mm.

Helbor apresentou um bom resultado e um dividendo melhor ainda. O lucro de 2008 ficou em R\$ 48 milhões, o dividendo declarado foi de quase R\$ 0,22/ação (8% de *yield*). A companhia apresentou lançamentos de R\$ 589 milhões em 2008 e mantém boas perspectivas para 2009. Incrivelmente, seu valor de mercado é de 230 milhões, ou menos de 5x o lucro 2008, o que não considera o seu valor atual e o grande potencial de crescimento.

Ambas as companhias tiveram substanciais valorizações no período. Entretanto, acreditamos que ainda estejam bastante baratas e com excelente potencial de crescimento.

Bematech e Contax apresentaram bons resultados, com ótimo crescimento em 2008 e balanços bastante saudáveis. O ano de 2009 para Bematech deverá ser de ajustes internos e resultados compatíveis com tais ajustes. Depois de diversas aquisições, a empresa está se reestruturando para melhorar a eficiência e obter as sinergias previstas.

Nossa carteira está adequadamente diversificada, a maior posição possui em torno de 10% do fundo e as 5 maiores posições em torno de 45%. O nível de liquidez é relativamente alto, além de 12% de caixa, conseguimos liquidar mais de 50% dos ativos em apenas um dia. E, finalmente, continuamos com bons ativos, baratos e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Estamos animados.

O mercado financeiro costuma usar volatilidade como medida de risco. Como dissemos em relatórios anteriores, nossa medida de risco não é essa, mas sim a probabilidade de perda permanente de capital. Entretanto, com o objetivo de apresentar outras características da carteira do fundo, calculamos sua volatilidade e correlação com o índice, apresentados na tabela abaixo.

Como pode ser observado, apresentamos volatilidade bastante abaixo do Ibovespa, respectivamente 21% a.a. contra 53% a.a. nos últimos 12 meses. Adicionalmente, nossa correlação com o índice vem sendo historicamente baixa, 0,49 no mesmo período, significando que acompanhamos pouco as variações do índice. Considerando essas informações, podemos afirmar que nossa carteira apresentou menos risco e melhor retorno que o Ibovespa desde o início de nossas operações.

até abril/2009	12 meses		24 meses		Desde início	
	Bogari	Ibov	Bogari	Ibov	Bogari	Ibov
Correlação com Ibovespa	0,49	-	0,33	-	0,29	-
Volatilidade (a.a.)	21%	53%	25%	43%	26%	41%

Setor Financeiro

Aproveitamos a queda das ações dos bancos para montar duas posições bastante distintas e interessantes. A primeira, Itaúsa, requer poucas explicações. A segunda, Paraná Banco, merece um pouco de apresentação.

Com o pânico geral instalado no ultimo semestre de 2008, as ações de bancos foram indiscriminadamente “massacradas” em todo o mundo. Enquanto o sistema bancário encontra-se quebrado em diversos países, no Brasil a situação é bastante diferente. Muito já foi falado sobre as virtudes (recém reconhecidas) da regulamentação nacional do sistema financeiro, dessa forma vamos poupar nossos leitores desse tema.

Ainda no último trimestre, o Banco Central já havia implementado algumas medidas de liquidez para os bancos médios, o que reduziu o risco sistêmico de forma dramática. Essas medidas evitaram que muitas dessas instituições ficassem insolventes. Fizemos um grande esforço para entender quais tinham liquidez para enfrentar seus passivos e qualidade de ativo suficiente para agüentar a tormenta. Avaliando o risco, o conjunto de negócios e o preço dos ativos negociados, decidimos comprar Itaúsa e montar uma posição em Paraná Banco.

O fato é que quando o mercado generaliza seus temores, oportunidades aparecem. Tivemos a chance de adquirir (por duas vezes) ações da Itaúsa (holding controladora do Itaú Unibanco) a preços incríveis, em torno de R\$ 5,60 a ação. Acreditamos que pagar o preço equivalente a 1,3x PL (valor patrimonial) pelo maior e melhor banco brasileiro nos parece muito barato. O Itaú Unibanco possui vantagens competitivas sustentáveis a longo prazo e seus níveis de rentabilidade provavelmente continuarão elevados.

Já, o Paraná Banco tem uma história diferente. A companhia foi fundada na década de 80 e faz parte do Grupo J. Malucelli, um dos maiores conglomerados do sul do Brasil. O banco foi um dos pioneiros, e é um dos maiores, na atividade de

crédito consignado, oferecendo empréstimos para trabalhadores do setor público e aposentados do INSS. Além disso, controla a J. Malucelli Seguradora, líder em seguro garantia, e a J. Malucelli Resseguradora. Dos bancos médios, o Paraná Banco é o único que possui receita diversificada através do segmento de seguro.

Além da diversificação de negócios, o Paraná Banco possui a mais baixa alavancagem dos bancos negociados em bolsa (índice de Basileia 56,7% em 12/08) e excelente qualidade de ativos, na maioria crédito consignado. A principal característica desse tipo de crédito é sua baixa inadimplência, já que as amortizações são feitas diretamente no contracheque (ou holerite) do cliente antes dele ter acesso ao dinheiro.

A seguradora J. Malucelli é líder de mercado em seguro garantia com 43% de participação. Muitas vezes desconhecida do mercado, vem apresentando taxas de crescimento de 33% a.a. desde 2000 na emissão de prêmios. As perspectivas para os próximos anos ainda são muito positivas, principalmente por conta das obras do PAC, por outras obras de infra-estrutura e pela alteração na legislação permitindo o uso do seguro garantia em licitações governamentais. Sua rentabilidade gira acima de 20% do PL.

A resseguradora foi criada para que maior volume dos prêmios de seguro garantia emitidos pela seguradora seja retido pelo grupo. A regulamentação de seguros limita a exposição da seguradora a um determinado risco. Dessa forma, quando um % do PL é atingido, a mesma deve repassar parte do risco para as resseguradoras. Devido à baixa sinistralidade e a experiência no ramo, o grupo tem capacidade de avaliar os melhores riscos a serem retidos. Apesar de ter entrado em operação apenas em meados de 2008, seus resultados parecem bastante promissores e sua rentabilidade já está na casa dos 20% a.a..

Já o banco, por ser pouco alavancado, vem apresentando níveis de rentabilidade abaixo da média. A baixa alavancagem é resultado de uma posição conservadora da família controladora nos anos de 2007 e 2008. Com os competidores capitalizados, o mercado de crédito estava passando por um período de guerra de preços (taxas baixas ao consumidor) e alto custo comercial. Os controladores do Paraná Banco preferiram não participar dessa guerra, limitando o volume de crédito concedido a oportunidades rentáveis. Certamente, esse conservadorismo fez

com que a instituição passasse o período de turbulência de forma mais tranquila que os demais.

Com o objetivo de diversificar as fontes de receita, o banco vem buscando outras oportunidades para sua carteira de crédito. Criou a área de middle-market, baseada nos milhares de clientes da seguradora, e vem ofertando produtos como CDC lojista. Com o aumento da alavancagem e a diversificação do crédito a rentabilidade do banco deve subir nos próximos anos.

Começamos a comprar as ações do Paraná Banco no final de 2008. Nosso preço médio de aquisição foi de R\$ 2,75 por ação, representando 0,35x PL. Para entender melhor o preço de aquisição, podemos dizer que pagamos pela seguradora e levamos o banco de graça. Desde o início da montagem da posição as ações já subiram quase 100%, corrigindo um pouco da excessiva queda. Ainda achamos o banco atrativo aos preços atuais e com bom potencial de valorização.

Outros assuntos

Muito dos excessos da desvalorização dos ativos ocorridos em 2008 foram corrigidos. Ativos que estavam a níveis escandalosamente baixos no final de 2008, agora estão “apenas” muito baratos. Nem o mercado nem nós esperávamos que houvesse uma recuperação tão rápida no curto prazo. No início de maio, passamos a viver momentos de euforia, parecendo até que estávamos em 2007.

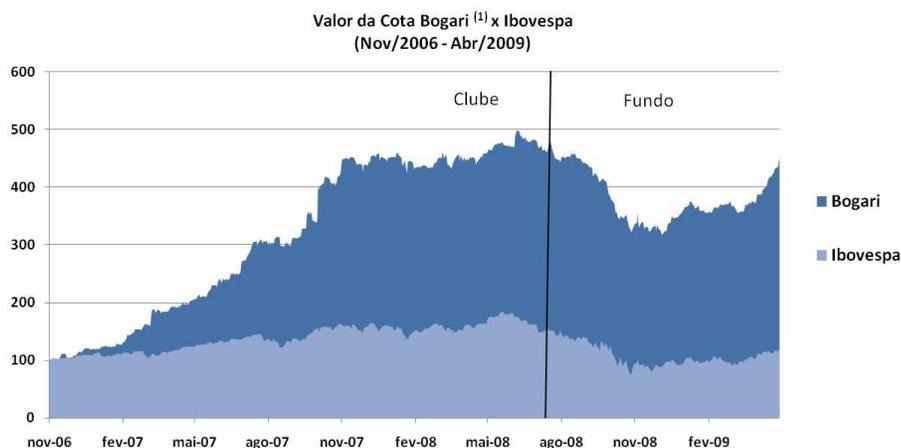
O mês de abril, quando o Ibovespa subiu mais de 15%, nos lembrou um aspecto importante do investimento em ações. Como não sabemos quando a bolsa irá subir, o maior risco que o investidor pode correr é ficar fora do mercado. Em resumo, se está barato deve-se estar comprado, assim aproveitamos altas inesperadas.

A cautela de nossa gestão parece estar dando resultados adequados. Independente da performance comparativa com outros índices, para nós, o mais importante é o resultado para nossos clientes. Nesse quesito, estamos bastante satisfeitos, já que todos recuperam suas perdas em abril. Aliás, atualmente, todos os nossos clientes estão com retornos positivos, mesmo aqueles que entraram antes da crise. Sabemos que o mercado está volátil e isso pode se alterar. Mas, depois de tanta emoção, para o momento, isso é o que importa.

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%	-0,9%	21,3%										25,4%	25,9%	350,5%	18,4%
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%



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 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.

