

BOGARI VALUE FIA

Carta – Maio e Junho/2009

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 +48,1% até junho contra uma variação do Ibovespa de +37,1%. Nos últimos 12 meses, incluindo o período em que o fundo era clube, acumulamos uma rentabilidade de +10,6% comparado a -20,8% do Ibovespa. Em junho tivemos uma rentabilidade de +5,1% e em maio de +12,3%.

Desde o início das nossas operações, em novembro/2006⁽¹⁾, acumulamos uma rentabilidade de +432%, comparado a +30% do Ibovespa.

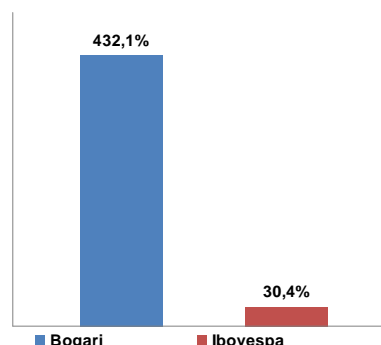
No dia 8/7/2009 completamos um ano de operação como fundo. Nesse período tivemos sucesso em proteger a carteira do fundo na queda e, surpreendentemente, conseguimos performar acima do índice em 2009. Considerando as informações apresentadas acima, o fundo obteve um retorno de 31 pontos percentuais acima do índice no período de 12 meses finalizado em junho.

A partir dessa data passamos a aparecer nos rankings de fundos dos últimos 12 meses. De acordo com informações apresentadas pelo Valor Econômico Online, o Bogari Value já aparece como o melhor fundo da categoria Ibovespa Ativo, com retorno de +18,3% nos 12 meses completos em 9/7/2009.

Apesar de ficarmos satisfeitos com os resultados obtidos, continuamos cautelosos. Nesse momento estamos mais preocupados em obter bons resultados no futuro que comemorar o passado. Na gestão de fundos, consistência e regularidade são o mais importante.

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%. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 4,9 milhões.

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



Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2009	48,1%	37,1%	+11,0
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	432,1%	30,3%	+401,7
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

As principais posições de nossa carteira mantiveram-se substancialmente as mesmas desde o início desse ano.

Continuamos acreditando que Eztec e Helbor estão baratas e são os melhores veículos de investimento no setor imobiliário. Ambas vêm apresentando volumes de lançamentos superiores àqueles esperados e prometem belos resultados nos próximos anos.

Paraná Banco vem apresentando crescimento no volume de crédito consignado originado e no volume de prêmios emitidos e retidos na seguradora e resseguradora. O preço de mercado ainda apresenta boa margem de segurança relativamente ao valor intrínseco do negócio em si.

Nos últimos meses montamos uma posição em ações da ABNote. Aproveitamos que o papel vinha sofrendo

com um grande volume de venda por um investidor estrangeiro para comprar ações a R\$ 10.

Acompanhamos esse negócio desde a abertura de capital em 2006, porém, na época, não nos animamos com o caso por dois motivos.

O primeiro deles era que uma das principais linhas de negócios da empresa, a de cartão indutivo, tinha perspectivas de fortes quedas de volume de venda. O cartão indutivo pode ser adquirido no varejo e é utilizado em telefones públicos (TUP ou orelhão) para fazer ligações. Com o aumento da penetração da telefonia móvel, e a conseqüente migração do tráfego de voz para esse meio, era esperado que o volume de cartões indutivos fosse reduzido.

Adicionalmente, em determinado momento, a guerra de preços entre as operadoras móveis se intensificou tanto que passou a ser mais barato ligar do móvel em pacotes promocionais que de telefones públicos. E ainda, a telefonia pública é uma das obrigações das concessionárias que gera grande prejuízo. É natural que, com a queda na sua utilização, as empresas negociem com o órgão regulador redução na sua planta. Isso de fato já aconteceu e provavelmente irá acontecer outras vezes nos próximos anos. Enfim, cartão indutivo era um negócio que só poderia piorar muito, o que de fato ocorreu.

O segundo motivo era preço. Pouco sentido faria investir em uma empresa razoavelmente bem precificada onde uma das linhas principais de negócio iria piorar ao longo dos anos.

No início de 2009, o negócio de cartão indutivo já havia caído muito e já não representava parte tão relevante das receitas da empresa. Paralelamente, a companhia obteve sucesso na consolidação e diversificação de outras linhas de negócio. Atualmente, a companhia possui três unidades diferentes: cartões, sistemas de identificação e serviços gráficos. Tais unidades criam um fluxo de receita diversificado, que mantém um perfil de faturamento razoavelmente estável e o negócio como um todo mais robusto.

Gostamos da característica de previsibilidade de geração de caixa. Acreditamos que a companhia tem um imenso talento comercial, permitindo que suas linhas de serviço avancem mesmo com as mudanças tecnológicas. Julgamos ainda que a gestão é extremamente competente, com histórico de sucesso, de *delivery*, alinhada economicamente e focada na geração de valor para a companhia.

Enfim, entendemos que um negócio dessa natureza não valia 5x lucro, preço que pagamos no início de nosso investimento. Atualmente, mesmo com a valorização da ação no mercado, a companhia ainda está sendo negociada a menos de 9x lucro 2009, preço que

consideramos abaixo do seu valor justo e adequado para permanecermos no negócio.

A carteira do fundo continua adequadamente diversificada, a maior posição possui em torno de 11% do patrimônio líquido e as 5 maiores posições em torno de 45%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de 13% de caixa, conseguimos liquidar mais de 50% dos ativos em apenas dois dias. E, finalmente, continuamos com bons ativos, baratos, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Apesar das valorizações de algumas ações, continuamos animados.

Eventos corporativos

Durante os últimos meses dois eventos corporativos impactaram ativos de nossa carteira. Tais ativos têm posição intermediária na formação do fundo, mas mesmo assim gostaríamos de tecer alguns comentários.

1. O primeiro foi o aumento de capital realizado na Kroton em função da entrada de um fundo de *private equity* ("PE") na *holding* controladora da empresa ("PAP"). De uma forma geral, não ficamos plenamente confortáveis com a transação, já que sua estrutura pode sugerir que seu principal motivador talvez não tenha sido uma necessidade de caixa pela companhia. No momento inicial, em termos econômicos, os efeitos da transação para os acionistas minoritários são marginais, mas devem ser discutidos.

Pelas nossas contas, o aumento de capital na PAP de R\$ 280 milhões realizado por PE foi a um valor de quase R\$ 20/ação da Kroton, enquanto o aumento de capital da PAP na Kroton de R\$ 220 milhões foi de quase R\$13/ação (ajustado para dividendo). Não conhecemos como será feita a alocação dos R\$ 60 milhões aportados na PAP e não injetados na Kroton, mas possivelmente será para pagar alguma dívida passada ou *cash out* dos controladores. Não há nada de errado ou ilegal nesse tipo de operação. Entretanto, essa pode ter sido uma forma dos controladores levantarem caixa sem ir diretamente ao mercado. Para os acionistas "antigos" da companhia (como nós), passa a ser necessário alocar mais caixa em ações da companhia para manter a mesma participação acionária. Além disso, a lógica do investimento é alterada, como veremos.

Como conseqüência desse aumento de capital, acreditamos que os novos recursos impulsionarão muito o crescimento das operações. Essa é exatamente a questão. Nesse caso, como a companhia já contava com um plano ambicioso de crescimento, o mesmo se tornará ainda mais

ambicioso. Gostamos muito da companhia e do seu mercado de atuação, do modelo de negócios e da experiência e alinhamento do *management*.

Entretanto, ficamos preocupados com crescimentos muito elevados. Costumamos dizer que quem gosta de altíssimas taxas de crescimento é modelo de planilha Excel. Nossa experiência no mundo real nos leva a crer que tais planos muitas vezes não são factíveis ou que decisões ruins são tomadas em prol de se atingir tais metas. O fato é que o plano de negócios da Kroton antes do aumento de capital já era bastante desafiador e o retorno para os acionistas era adequado. Achemos desnecessário enfrentar novos desafios que possam aumentar o risco operacional da empresa e que tenham como consequência gerar retorno similar ao que seria obtido com o plano de negócios original.

Nosso maior conforto no caso da Kroton é que todos os envolvidos (PAP, PE e *management*) têm valores relevantes de seus patrimônios investidos na companhia. Esperamos que isso seja suficiente para manter seus pés no chão. Finalmente, esperamos que o novo bloco de controle consiga passar a percepção que o relacionamento com o mercado será aprimorado.

2. A segunda transação anunciada foi a fusão de Duratex e Satipel. Sem querer nos alongar muito no tema, achamos que: (i) os ganhos de sinergias operacionais serão bastante elevados, (ii) haverá ganho pelo menor número de competidores e conseqüentemente maior racionalidade comercial no mercado, (iii) haverá redução no volume de investimentos, principalmente por parte de Duratex, e, finalmente, (iv) achamos que ter o controlador da Satipel como presidente do conselho da nova Duratex é uma excelente mudança. Provavelmente, trará maior racionalidade econômica na gestão da companhia nos próximos anos.

Ainda sobre a operação, está ocorrendo uma interessante discussão no âmbito societário sobre a incorporação de ações por uma empresa independente (no caso a Satipel) com relações de trocas diferentes para controladores, minoritários e preferencialistas de uma segunda empresa, no caso a Duratex. Nessa transação, em específico, existe distinção entre a relação de troca das ações dos controladores e dos demais acionistas. Nossa posição como acionista é simples. Achemos que o controlador não deveria poder votar em matéria que o beneficie em detrimento dos demais acionistas, como é o caso. O controlador receber mais que os demais acionistas na troca de ações, significa dizer que ficará com pedaço maior do bolo na nova companhia. Como o bolo é limitado, quem deixa de ganhar aquele pedaço são os minoritários. Como

quem tem a maioria dos votos para aprovar em AGE tais mudanças é o controlador, filosoficamente, não achamos que seja razoável que ele vote. Em específico, não achamos que os controladores da Duratex deveriam votar na deliberação de incorporação da companhia pela Satipel em Assembléia. Finalmente, acreditamos que o parecer de orientação 34 da CVM (ajustado às circunstâncias) deveria ser aplicado nesse caso.

Outros assuntos

Como exaustivamente reforçado junto aos nossos clientes, nosso foco é o longo prazo. Tanto na formação de nosso portfólio de ativos, como de nossa base de clientes.

Queremos clientes que entendam nossa filosofia, tenham paciência e não precisem dos recursos alocados em nosso fundo por um longo período. O volume disponível de recursos de cada cliente é menos importante que o comprometimento de cada um com a estratégia, em outras palavras, preferimos clientes menores, porém mais comprometidos com a estratégia, a clientes grandes com menor comprometimento.

Em nosso fundo, desejamos ter uma base de clientes diversificada que não possa afetar a dinâmica de alocação do nosso portfólio. Por isso, o fundo possui limite mínimo e máximo de aplicação. Achemos que clientes com volumes relevantes de capital devam usar veículos exclusivos que reflitam suas demandas.

No início de julho chegamos ao patamar de R\$ 10 milhões de patrimônio e uma marca significativa de clientes. Ficamos satisfeitos com a confiança obtida de cada um deles. Compreendemos a responsabilidade depositada e lembramos sempre que os sócios da Bogari Capital são os principais cotistas do nosso fundo. O que quer que ocorra com o fundo, os sócios serão os mais afetados, positiva ou negativamente. Estamos plenamente alinhados.

Dizemos sempre que nosso negócio é intensivo em paciência. Por isso, temos paciência para comprar, manter e vender os ativos de nosso fundo. Também temos paciência para construir um negócio com clientes adequados, comprometidos e diversificados. Não queremos e não precisamos crescer muito rápido. Tendo uma estratégia adequada e o tempo ao nosso lado, conseguimos aproveitar oportunidades que o mercado não consegue, maximizando o retorno do nosso fundo.

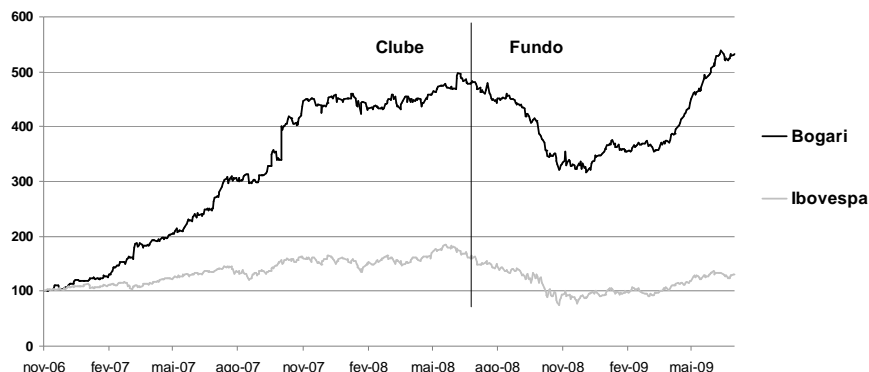
Mais uma vez, obrigado pela confiança.

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%	-0,9%	21,3%	12,3%	5,1%								48,1%	37,1%	432,1%	30,3%
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 - Jun/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 que exceder o Ibovespa. (com marca d'água)

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.

