

BOGARI VALUE FIA

Carta – Setembro e Outubro/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

Neste ano, acumulamos uma rentabilidade de +96,0% até outubro, contra uma variação do Ibovespa de +63,9%. Nos últimos 12 meses, acumulamos uma rentabilidade de +110,1% comparada a +65,2% do Ibovespa. Em outubro tivemos uma rentabilidade de +3,0% e em setembro de +4,0%.

No dia 1/11/2009 nosso veículo de investimentos completou três anos de existência. Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, acumulamos uma rentabilidade de +604,3%, comparada a +54,1% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 704.

Apesar de muito satisfeitos com nosso resultado dos últimos três anos, como sempre, estamos cautelosos para o futuro. Achamos que em períodos de três a cinco anos podemos gerar bons retornos, mas provavelmente menores que os obtidos até agora.

Nas últimas semanas o mercado continuou sua trajetória de euforia. Dessa vez, a história é que o Brasil realmente parece ser o país do futuro, inclusive com direito a Jogos Olímpicos. Nossa visão é que tal onda aumentou ainda mais o preço dos ativos de primeira linha, que já estavam bem precificados.

Nas próximas seções falaremos sobre nossa carteira, uma nova posição que montamos e discutiremos nossa visão de risco.

Finalmente, gostaríamos de convidá-lo para nosso 1º Café da Manhã, a ser realizado no Rio de Janeiro, no dia 4 de dezembro a partir das 8h. Caso seja do seu interesse, confirme sua presença e obtenha mais informações pelo e-mail bogari@bogaricapital.com.br.

¹ O Bogari Clube de Investimentos foi fundado em 1/11/2006. Em 8/7/2008, o clube foi transformado no Bogari Value FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 8,5 milhões e o atual de R\$ 20,0 milhões.

Rentabilidade Anual

| Ano | Bogari | Ibov | Diferença (p.p.) |
|---------------------|--------|--------|------------------|
| 2009 | 96,0% | 63,9% | +32,1 |
| 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 | 604,3% | 54,1% | +550,2 |
| 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

Nos últimos meses, fizemos uma nova inclusão dentre as principais posições do fundo, comentada mais à frente. Os demais ativos mantiveram-se praticamente inalterados.

Tivemos a oportunidade de estar juntos dos principais executivos de cada uma de nossas empresas de construção, Eztec e Helbor. Todos estão bastante animados com suas operações e seus mercados de atuação. As companhias anunciaram ótimos resultados no terceiro trimestre, Eztec com lucro de R\$ 50 milhões e Helbor de R\$ 24 milhões, ambas com fortes vendas no ano. Continuamos acreditando que essas empresas ainda estão sendo negociadas a preços abaixo de seus valores intrínsecos e que, com as boas perspectivas para os próximos anos, se mantêm como bons investimentos.

Sob influencia do novo sócio controlador, Kroton vem implementando algumas mudanças operacionais. A companhia anunciou a entrada de um novo CEO, com longo histórico de atuação no mercado financeiro. A atividade de M&A deverá ser retomada em 2010, e esperamos que os preços das transações sejam em níveis razoáveis.

Montamos uma posição em Tempo Participações. Vale a pena fazer alguns comentários sobre a percepção do mercado sobre o ativo, o negócio e a oportunidade de investimento.

A percepção do mercado. Falar sobre Tempo com outros *players* do mercado é um exercício interessante do ponto de vista de independência de pensamento. Os principais comentários são que a empresa tem um

modelo de negócios pouco óbvio, seu contato com acionistas deixa muito a desejar e a qualidade de suas informações financeiras precisa melhorar.

A primeira vez que avaliamos a empresa não ficamos muito animados, exatamente pelos motivos mencionados. Avaliando mais a fundo e conversando com controladores e executivos, chegamos à conclusão de que a companhia está no ponto que gostamos.

A empresa. A Tempo Participações possui três linhas de negócios: planos odontológicos, planos de saúde (pré e pós-pagos) e serviços de assistência (como reboque, chaveiro etc.). Esse conjunto de negócios foi formado através de diversas aquisições durante os últimos anos nos segmentos de saúde e odontológico e com a fusão com a USS Assistência em 2006. Seu IPO foi realizado em 2007 a R\$ 7,00, hoje sua ação é negociada a R\$ 3,50.

A característica em comum de cada um dos negócios é a existência de redes de prestadores de serviços pulverizadas de abrangência nacional, *call center* centralizado e processos especializados para cada tipo de negócio. A empresa não possui ativo imobilizado próprio relevante, o que a torna potencialmente grande geradora de caixa.

O serviço de assistência odontológica é prestado principalmente pela Gama Odonto. Com a fusão da Odontoprev e Bradesco Dental, a Tempo passa a ser o terceiro maior *player* do setor. A companhia possivelmente será beneficiada pela redução da competição e maior racionalidade na venda dos serviços por todos os *players*.

O negócio de plano de saúde é prestado de duas formas: pós-paga e pré-paga. Na primeira, a Tempo presta serviço para grandes empresas que assumem o risco de seus funcionários e dependentes. O crescimento desse modelo é uma tendência mundial nesse segmento. Na segunda, a Tempo vende planos corporativos e assume seu risco. A empresa passou a atuar nesse segmento recentemente, com a aquisição da Unibanco Saúde Seguradora, pendente de aprovação da ANS.

O serviço de assistência é prestado através da USS para grandes grupos, principalmente seguradores ou financeiros, que o incorporam a seus produtos como benefícios aos consumidores finais. Esse mercado possui três grandes *players*, dos quais a USS é o maior.

O resultado da companhia nos últimos anos sofreu bastante com a estratégia de crescimento adotada. Como os negócios são baseados em processos e sistemas, a integração de aquisições demanda uma grande disciplina operacional. Até março, o CEO da companhia possuía perfil de *investment banker*, o que viabilizou a forte execução de transações e acabou por deixar em segundo plano a consolidação de suas atividades. Em abril de 2009, esse CEO foi substituído por um profissional com foco em execução operacional.

O novo CEO é bastante conceituado no mercado. Conhecido como uma pessoa de processos, possui boa noção do que deve ser feito em termos operacionais, estratégicos e com relação ao mercado acionário.

A oportunidade. Para nós, a oportunidade de investimento é bastante favorável, pois tem alta probabilidade de gerar bons retornos em três a cinco anos e baixa probabilidade do ativo perder valor nesse período. Os principais motivos são:

- (i) Modelo de negócio estável, gerador de caixa e com baixa necessidade de investimento — a companhia possui três negócios diferentes que são bons geradores de caixa. A nova gestão vem focando a unificação de processos e sistemas, a melhoria da produtividade e a implantação de ferramentas de gestão.
- (ii) Balanço forte — a companhia possui caixa líquido aproximado de R\$ 150 MM (desconsiderando a segunda parcela da aquisição da Unibanco Seguros), o que nos dá um bom colchão para qualquer eventualidade.
- (iii) Acionistas com histórico de geração de valor — a GP é uma das principais acionistas da companhia e, aparentemente, está comprometida com sua melhoria. A família Moreira Salles também é importante acionista, o que gera boa segurança nos contratos com o Itaú Unibanco.
- (iv) Baixo preço de negociação das ações — considerando o caixa, o preço que pagamos pela companhia (mesmo com ajustes nos resultados) é bastante inferior ao seu valor justo.

Além do *turnaround* operacional, a companhia terá que fazer um grande esforço para se posicionar junto ao mercado de capitais. Felizmente, o novo CEO sabe disso e acredita que seu novo CFO gastará parte relevante do seu tempo nessa atividade. Adicionalmente, esses novos executivos estão recebendo bons lotes de *stock options* com preço de exercício próximo a R\$ 3,00 por ação.

Em resumo, acreditamos que a probabilidade da companhia melhorar do ponto de vista operacional é significativamente alta. Isso porque estamos posicionados em um conjunto de negócios com boa estabilidade, gerando caixa, com balanço forte e bom time de executivos. Essas características nos geram o conforto necessário para podermos esperar essa melhoria.

A carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 10% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 40%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de 18% de caixa, conseguimos liquidar em torno de 2/3 da carteira de ações em apenas dois dias. Finalmente, continuamos com bons ativos, baratos, e com ótimas perspectivas para os próximos anos.

Sobre risco

Regularmente comentamos que não consideramos volatilidade uma boa medida de risco do nosso fundo. Gostaríamos de discutir algumas idéias sobre o tema.

No nosso entender, medir risco por volatilidade faz algum sentido quando o investimento pode ser desfeito a qualquer momento. Conhecer o “perfil de comportamento” do preço do ativo investido é importante, nesse caso. A vantagem desse tipo de medição é a facilidade de cálculo, feito através de informações históricas. As principais desvantagens são que o passado não necessariamente representa o futuro, como bem sabemos, e a desconsideração de aspectos operacionais da empresa.

Adicionalmente, diz a teoria que se deve correr mais risco para obter uma rentabilidade acima do mercado. Esse é um tema que foi debatido amplamente nos meios acadêmicos nas últimas décadas e que não queremos aprofundar. Mas, teoricamente, para que nosso fundo tenha uma rentabilidade acima do mercado, devemos ter uma volatilidade maior. Nosso histórico mostra claramente que isso não é verdade, pois nossa volatilidade esse ano é de 14,2% comparada a 31,9% do Ibovespa, e nossa rentabilidade bastante superior.

Como consequência disso, pergunta-se: se volatilidade não é risco, então o que é risco? Para responder a essa pergunta, devemos conhecer um dos princípios de nossa filosofia de investimento: “No longo prazo (três a cinco anos), o preço de negociação da ação no mercado converge para o valor intrínseco do ativo.”

No mercado privado, onde as empresas não são negociadas em bolsa, podemos afirmar que o preço dos ativos corresponde a seu valor intrínseco. Normalmente, compradores e vendedores são racionais, e os primeiros podem realizar *due dilligence* na empresa-alvo, aumentando o conhecimento sobre a mesma.

Ainda, no mercado privado o risco do investimento tende a ser aquele dos fundamentos do negócio. Se o investidor tiver paciência, não pagar caro pelo ativo, se o mesmo gerar valor e tiver algum crescimento, a probabilidade de se perder dinheiro é baixa. Por outro lado, ativos que destroem valor dificilmente são vendidos por preços que não reflitam sua realidade.

No mercado público, no curto prazo o risco pode ser refletido por sua volatilidade. Entretanto, para investimentos de longo prazo, o risco tende a ser aquele do negócio, como no mercado privado. Isso porque, no longo prazo, o preço de negociação converge para o valor intrínseco do negócio, logo, se este se deteriorar, provavelmente ocorrerá o mesmo com o preço da ação.

Por isso, para entender o risco que estamos correndo, é necessário entender o modelo de negócios da companhia e sua capacidade de geração de valor nos

próximos anos, de forma análoga aos investimentos privados. Para nós, o risco de cada ação reflete o risco do negócio da empresa.

Então, como minimizar esse risco? Especificamente, minimizamos o risco se adquirirmos um conjunto de ativos por preços adequados e que apresentem baixa probabilidade de perder valor nos anos seguintes. De forma simplista, listamos as principais características que esses negócios deveriam ter: (i) modelo de negócio estável e testado, (ii) boa rentabilidade, (iii) algum crescimento e (iv) baixo endividamento.

Não queremos entrar no mérito dos motivos que levam uma empresa a apresentar tais características, mas é importante colocar que elas dependem da qualidade do pessoal (controladores e executivos), de vantagens competitivas, das barreiras de entrada em seus mercados etc.

Adicionalmente, o investimento em ativos negociados em bolsa possui algumas vantagens sobre o realizado em ativos privados. Primeiro, podemos comprar participação em negócios por preços irracionalmente baratos, como acontece de forma generalizada em crises e em casos isolados nos demais períodos. Segundo, temos liquidez, o que nos permite sair do investimento quando desejarmos, por preços racionais ou não. Terceiro, temos a opção de sair do ativo se algo der errado, o que às vezes não é possível em um investimento privado.

A dificuldade de se trabalhar com esse conceito de risco é a complexidade de sua tradução em números. Como exemplo, podemos tentar definir o risco embutido em um investimento como Tempo Participações respondendo à seguinte pergunta: Qual é a probabilidade do negócio perder valor em um período de três a cinco anos?

Imaginando que o ativo valha R\$ 5,00 por ação (por simplificação) e assumindo que o preço de negociação seja de R\$ 3,50 por ação, temos uma margem de segurança de 30%. Ignorando nosso custo de capital, no longo prazo perderíamos dinheiro se o ativo tivesse uma desvalorização de mais de 30% de seu valor.

Agora, qual a probabilidade de um negócio razoavelmente estável, gerador de caixa, com boa rentabilidade potencial e sem dívidas perder mais de 30% do valor em três anos? É bastante baixa, provavelmente entre 1% e 5%.

Uma carteira de investimento razoavelmente diversificada, formada de diferentes ativos, pouco correlacionados entre si e com bons fundamentos tende a ter um risco substancialmente mais baixo que o de qualquer ativo individualmente. De forma semelhante à diversificação do risco medido por volatilidade.

Portanto, ao construir nossa carteira de investimentos, nos preocupamos em adquirir ativos com bons fundamentos, que apresentem as características acima e

em numero suficiente para termos uma diversificação adequada.

Apesar da complexidade de apresentar um único número que represente o nível de risco de nosso portfólio, temos a tranqüilidade de saber que seu baixo nível de risco operacional é função do processo de investimento

adotado, que nos indica uma carteira diversificada e geradora de valor ao longo do tempo.

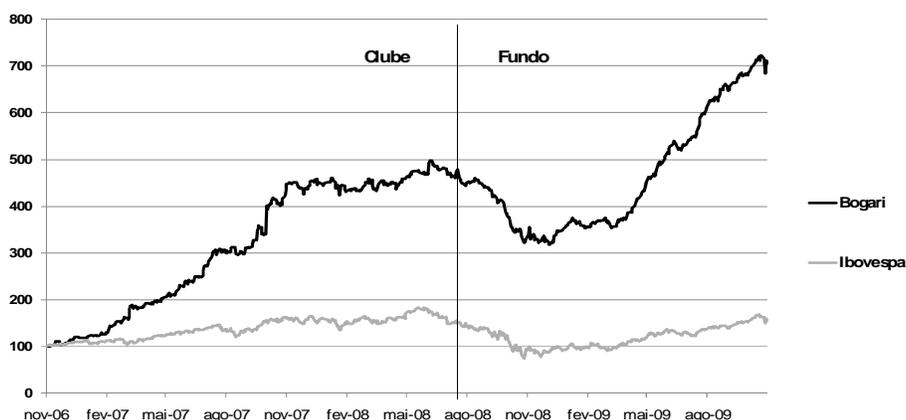
Mais uma vez, obrigado pela confiança.

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% | 15,1% | 7,3% | 4,0% | 3,0% | | | | 96,0% | 63,9% | 604,3% | 54,1% |
| 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 - Out/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 andar 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: | 13h |
| 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.