

**BOGARI VALUE FIA**

Carta – Novembro e Dezembro/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

Fechamos o ano de 2009 com uma rentabilidade de +122,0%, contra uma variação do Ibovespa de +82,7%. Em dezembro tivemos uma rentabilidade de +4,2% e em novembro de +8,7%.

Desde o início das nossas operações<sup>(1)</sup>, acumulamos uma rentabilidade de +698%, comparada a +72% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 798.

Temos a satisfação de anunciar que, segundo a publicação Isto é Dinheiro em sua edição de número 640, o fundo Bogari Value FIA foi eleito o melhor fundo de 2009 em sua categoria.

Dentre outros critérios, a classificação foi feita utilizando-se o Índice Sharpe, que considera tanto a rentabilidade do fundo quanto sua volatilidade. Caso fosse feita uma análise dentre todas as categorias de ações e usando os dados publicados pela revista, poderíamos concluir que o Bogari Value FIA teria ficado em 3º lugar dentre todos os fundos de ações brasileiros para o ano de 2009. Para ter acesso ao artigo clique no link abaixo ou acesse a biblioteca em nosso site: <http://www.bogaricapital.com.br/documentos/biblioteca/19110Materia%20Isto%20É%20Dinheiro%20Jan2010.pdf>

A boa performance nos deixa bastante orgulhosos, mas como sempre, aumenta nossa preocupação com a expectativa de nossos clientes. Sempre procuramos explicar que rentabilidades altas, como as obtidas no passado, são difíceis de serem obtidas periodicamente. Portanto, um bom seguro contra decepção é manter a expectativa em nível mais baixo.

<sup>1</sup> 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\$ 11,6 milhões e o atual de R\$ 24,5 milhões.

Enquanto 2008 foi marcado pela forte baixa do mercado acionário, 2009 foi pela sua forte recuperação. Apesar da valorização de 2009 chamar atenção pela sua magnitude, quando avalia-se os dois anos conjuntamente observamos que o índice superou ligeiramente seu nível de dezembro de 2007. O Ibovespa variou acumuladamente em 2008 e 2009 apenas +7,6%. Neste mesmo período nosso veículo valorizou +77,4%.

Indiscutivelmente, 2009 foi um ano surpreendente. No primeiro trimestre as empresas iniciaram suas operações com alto nível de incerteza e raros eram os executivos otimistas. Já, o último trimestre foi marcado por um alto nível de confiança no mercado interno, suportado pelos fortes fluxos financeiros internacionais e as boas perspectivas do mercado brasileiro.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2009	122,0%	82,7%	+39,3
2008 <sup>(1)</sup>	-20,1%	-41,2%	+21,1
2007 <sup>(1)</sup>	278,8%	43,7%	+235,2
2006 <sup>(1)</sup>	18,7%	11,4%	+7,3

Acumulado desde o Início			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2009	697,8%	71,8%	+626,0
2008 <sup>(1)</sup>	259,3%	-6,0%	+265,3
2007 <sup>(1)</sup>	349,6%	60,0%	+289,6
2006 <sup>(1)</sup>	18,7%	11,4%	+7,3

### Carteira

Em 2009 a Helbor lançou quase R\$ 1 bilhão em imóveis e vendeu pouco mais que isso, apresentando um crescimento de vendas de 133% em relação a 2008. A empresa provavelmente continuará a surpreender em 2010.

Como parâmetro de comparação, a PDG Realty, que está realizando uma oferta pública no momento, deve fechar 2009 com R\$ 3 bilhões de lançamento e vendas, ou quase 3x mais que a Helbor. Entretanto, enquanto essa última vale em bolsa R\$ 700 milhões a PDG Realty está valendo quase R\$ 7 bilhões, ou quase 10x mais. Acreditamos que não seja razoável tamanho desconto para uma empresa do nível de qualidade da Helbor.

A nova gestão da Kroton vem realizando uma série de mudanças operacionais na companhia. Continuamos acompanhando a nova gestão e avaliando o impacto das novas medidas na companhia.

Tempo continua seus esforços para melhorar e integrar suas operações. Acreditamos que ainda sejam necessários alguns ajustes contábeis que podem surpreender negativamente. Ao longo do ano, seus números estarão refletindo de forma mais adequada a realidade da empresa.

Como gostamos de reforçar, 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 42%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de 20% de caixa, liquidamos em torno de 2/3 da carteira de ações em apenas dois dias. Continuamos com bons ativos, baratos, e com ótimas perspectivas para os próximos anos.

## Previsões da década... passada

Para nós, o evento mais interessante do fim do ano foi o término da década de 2000 e o início da de 2010. Como temos o costume de aprender com o passado, fomos buscar alguns artigos dos anos de 1999 e 2000 que refletissem as expectativas do mercado para os próximos 10 anos. Felizmente, achamos alguns artigos interessantes em veículos de comunicação estrangeiros, infelizmente não pudemos encontrar artigos locais.

Para contextualizar o leitor, na passagem de ano de 1999 para 2000 a Nasdaq vinha trilhando seu caminho para alcançar seu recorde histórico nos próximos meses. A bolha da Internet estava perto de seu auge suportada pela revolução baseada nas tecnologias de rede e no desenvolvimento das telecomunicações que ocorreriam nos próximos anos.

De fato, nos próximos 10 anos, a Internet passou a fazer parte da vida de milhões de pessoas. Enquanto em 1999 estimava-se que existiam 0,2 bilhão de usuários, ao final de 2009 a estimativa era que esse número tinha crescido para algo como 1,8 bilhão, ou quase 30% da população mundial, um crescimento de quase 25% a.a.. Já, a telefonia móvel evoluiu de 0,5 bilhão de acessos em 1999 para 4,7 bilhões em 2009, um crescimento também de 25% a.a.. Finalmente, a transmissão de dados teve uma evolução ainda mais intensa com a utilização massificada de banda para aplicativos de som e vídeo.

Dito isso, vale a pena avaliar um interessante artigo publicado no New York Times em fevereiro de 2000<sup>(2)</sup>

titulado: “10 Stocks for 2010: Buy-and-Hold Picks From Top Investors.” Nesse artigo, o autor pede para que “10 very smart, very successful investment professionals” escolhessem uma ação que se sentissem confortáveis em comprar naquela data e manter em carteira até janeiro de 2010.

Antes de evoluirmos no artigo e suas lições, gostaríamos de fazer alguns comentários. Estamos menos interessados em saber se cada gestor ganhou dinheiro ou não, e mais em saber se as premissas do investimento se realizaram e se concretizaram na criação de valor para o acionista. A razão dessa abordagem é que, em princípio, o investimento via bolsa permite a venda do ativo a qualquer momento e que, em alguns casos, a hipótese que dava suporte a tal investimento, possa ter sido confirmada ou “desconfirmada” ao longo do período.

Outro ponto importante é que alguns dos gestores citados no artigo não costumavam investir por períodos tão longos. Outros até mantiveram algumas ações por longos períodos, mas sempre tiveram a flexibilidade de vender no meio do caminho. A opção de venda do ativo (ou sua falta) muda radicalmente seu processo de seleção.

Mesmo assim, o artigo nos traz algumas informações interessantes. Por exemplo, das 10 empresas escolhidas pelos gestores, 5 eram ligadas a TI, Telecom ou eletrônicos – Oracle, Nokia, JDS Uniphase, Cisco e Flextronics. Naturalmente, muitos dos demais setores da economia acabaram sendo esquecidos pela “mania da Internet”.

Entretanto, a maior riqueza do artigo está no entendimento dos casos de investimento apresentados e seu confronto com a realidade vivida. Vejamos dois casos ilustrativos de boas empresas que continuaram a performar bem em seus mercados:

### Caso apresentado: Oracle

*"You want a company with a dominant market position, a company a number of other companies are betting their future on. You want a company with great cash flow and a stable balance sheet in a high growth market. And you want management that can execute."*

*"They are already emerging as the software company on the Internet," he said, noting Oracle's success in providing databases, applications and business-to-business transaction sites. "And that is going to be a place you want to be for the next 10 years."*

<sup>2</sup> Link: <http://www.nytimes.com/2000/02/20/business/business-10-stocks-for-2010-buy-and-hold-picks-from-top->

[investors.html?scp=1&sq=gilpin%20and%20Feb.%202000,%202000&st=cse](http://www.nytimes.com/2000/02/20/business/business-10-stocks-for-2010-buy-and-hold-picks-from-top-investors.html?scp=1&sq=gilpin%20and%20Feb.%202000,%202000&st=cse)

*"The stock is selling at about 125 times next year's earnings. But the lofty valuation shouldn't be a problem. (...) By traditional measures, the stock is not cheap. But if you are looking at a 10-year hold, the current valuation parameters won't matter. If their earnings can grow significantly, the multiple will be far less in 2010."*

## A empresa

As premissas de qualidade dos executivos, da companhia e do crescimento do mercado onde a mesma está inserida foram cumpridas, pelo menos parcialmente. A companhia cresceu sua receita e geração de caixa de forma consistente ao longo dos anos. Em 1999<sup>(3)</sup> a receita e o lucro da Oracle foram de US\$8,8 bilhões e de US\$1,3 bilhão, respectivamente. Em 2009 ambas cresceram para US\$23,3 bilhões e US\$5,6 bilhões, um crescimento de 10,2% a.a. e 15,7% a.a., respectivamente.

## Comentários

O crescimento explosivo do mercado não implicou em crescimento de mesma magnitude da empresa. Embutiuse uma expectativa de crescimento muito elevada que se revelou imprudente. Enquanto o mercado de Internet cresceu em torno de 25% a.a., a receita da companhia cresceu 10% a.a. no período (nem toda receita da Oracle era ligada à Internet). Ganhos de escala permitiram que o lucro crescesse mais rápido, em torno de 16% a.a..

Pagar qualquer preço por crescimento mostrou-se não ser uma boa idéia. Um múltiplo de 125x lucro, implica em um crescimento de quase 25% a.a. na rentabilidade para que a ação passe a negociar na média histórica do mercado americano de 15-16x lucro em 10 anos.

Como curiosidade, mesmo com alta das ações de 2009 e com o crescimento da companhia, o nível de suas ações ainda não atingiu aquele de 1999.

## Caso apresentado: Nokia

*"These people have the ability to come out with new products. In Europe, cell phones are almost as ubiquitous as car keys. As the third world develops, that is going to be a huge market."*

*"The big rise in Nokia's stock price during the last 10 years -- its total return was more than 3,600 percent -- doesn't bother (...). The stock probably won't do better than it did in the 1990's, but it will continue to rise. (...) shares of companies that have done well have a tendency to continue to do well, especially if they are being innovative and inventing new products."*

<sup>3</sup> Por simplificação foram utilizados os resultados dos anos fiscais de 1999 e 2009 que terminaram em mar/99 e mar/09, respectivamente.

## A empresa

A Nokia era e continuou sendo a empresa de maior sucesso na produção e venda de aparelhos de celular, com mais de 40% do mercado. Sua capacidade de inovação e de criação de novos produtos continua sendo um dos principais ativos da companhia.

Em 1999 a receita e o lucro da companhia foram de EUR19,8 bilhões e de EUR2,6 bilhões, respectivamente. Em 2008<sup>(4)</sup>, 9 anos depois, ambas cresceram para EUR50,7 bilhões e EUR4,0 bilhões, um crescimento de 11,0% a.a. e 4,9% a.a., respectivamente.

## Comentários

Como apresentado anteriormente, o número de usuários de telefonia móvel cresceu a taxas bastante superiores aos números da companhia, 25% a.a. contra 11% a.a. de sua receita. Levando-nos a reforçar o comentário apresentado no caso Oracle, que um mercado promissor não é suficiente para que os números da companhia cresçam com a mesma intensidade.

Mercados com grande potencial um dia amadurecem, passando a crescer menos na medida em que a demanda é atendida. Além da saturação, indústrias ligadas à tecnologia têm uma obsolescência natural muito grande. Isso requer altos investimentos em P&D, contínuo desenvolvimento de novos produtos e funcionalidades, atenção à novas tecnologias e novos competidores. O nível de inovação é tão grande que os produtos mais simples de hoje são bastante superiores aos melhores produtos de anos atrás.

Como no caso Oracle, o preço de negociação das ações da Nokia também está abaixo daquele de 1999.

O artigo mostra de forma clara um período de grande euforia. É natural que períodos com tamanhas distorções da percepção da realidade não sejam tão comuns. Entretanto, em escala menor, é possível observar argumentos utilizados pelos gestores em diversas situações de nosso cotidiano no mercado. A razão que valorizamos o conhecimento do passado é tentar minimizar eventos recorrentes no futuro, mesmo em tempos de normalidade de mercado.

Obrigado pela confiança.

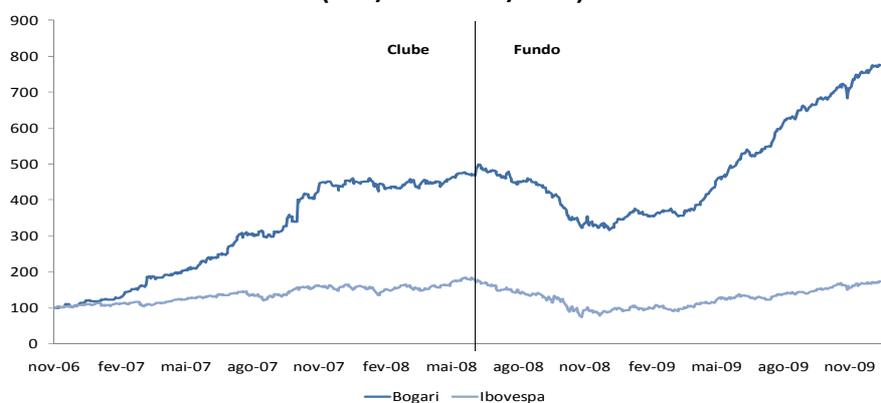
<sup>4</sup> Utilizou-se o ano de 2008 por 2009 não ter sido divulgado e devido a grande queda dos resultados em 2009 devido a crise mundial

## Variação 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
2009	Bogari	-1,2%	5,5%	-0,9%	21,3%	12,3%	5,1%	15,1%	7,3%	4,0%	3,0%	8,7%	4,2%	<b>122,0%</b>
	Ibov	4,7%	-2,8%	7,2%	15,6%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,2%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	<b>82,7%</b>
2008 <sup>(1)</sup>	Bogari	-3,6%	3,9%	-1,2%	3,1%	2,5%	2,2%	-7,3%	-0,8%	-12,9%	-13,0%	-0,6%	7,8%	<b>-20,1%</b>
	Ibov	-6,9%	6,7%	-4,0%	11,3%	7,0%	-10,4%	-8,5%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	<b>-41,2%</b>
2007 <sup>(1)</sup>	Bogari	9,4%	25,7%	14,4%	9,7%	16,3%	13,9%	11,3%	3,3%	8,8%	28,6%	0,6%	2,4%	<b>278,8%</b>
	Ibov	0,4%	-1,7%	4,4%	6,9%	6,8%	4,1%	-0,4%	0,8%	10,7%	8,0%	-3,5%	1,4%	<b>43,7%</b>
2006 <sup>(1)</sup>	Bogari											5,1%	12,9%	<b>18,7%</b>
	Ibov											5,0%	6,1%	<b>11,4%</b>

Valor da Cota Bogari<sup>(1)</sup> x Ibovespa  
(Nov/2006 - Dez/2009)



## Principais Características do Fundo

<b>Nome:</b>	Bogari Value FIA	<b>Aplicação Mínima:</b>	R\$ 30.000,00
<b>CNPJ:</b>	08.323.402/0001-39	<b>Aplicação Máxima:</b>	R\$ 5.000.000,00
<b>Conta do fundo (para TED):</b>	Banco Bradesco (237) AG. 2856-8 – CC. 615.173-6	<b>Movimentações mínimas:</b>	R\$ 10.000,00
<b>Gestor:</b>	<b>Bogari Gestão de Investimentos Ltda.</b> Rua Jardim Botânico, 674/523 Rio de Janeiro – RJ – 22461-000 <a href="mailto:contato@bogaricapital.com.br">contato@bogaricapital.com.br</a> 21 2249 1500 (Tel./Fax)	<b>Saldo mínimo:</b>	R\$ 30.000,00
<b>Administrador e Distribuidor:</b>	<b>BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A</b> Av. Presidente Wilson, 231/11º andar Rio de Janeiro – RJ – 20030-905 21 3974 4600 (SAC) / 21 3974 4501 (Fax) / 0800 7253219 (Ouvidoria) <a href="http://www.bnymellon.com.br/sf">www.bnymellon.com.br/sf</a>	<b>Horário limite para movimentações:</b>	13h
<b>Custodiante:</b>	<b>Banco Bradesco S.A.</b>	<b>Conversão de cotas na aplicação:</b>	D+1 da disponibilidade dos recursos.
<b>Auditor:</b>	<b>KPMG</b>	<b>Conversão de cotas no resgate:</b>	D+30 da solicitação.
		<b>Pagamento do resgate:</b>	D+33 da solicitação.
		<b>Taxa de administração:</b>	2,175% aa sobre o patrimônio líquido do Fundo.
		<b>Taxa de performance:</b>	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.

