

BOGARI VALUE FIA

Carta – Maio e Junho/2010

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, apresentamos até junho uma rentabilidade de +0,1%, contra uma variação do Ibovespa de -11,2%.

Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, acumulamos uma rentabilidade de +698%, comparada a +53% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 798.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2010	0,1%	-11,2%	+11,3
2009	122,0%	82,7%	+39,3
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.)
2010	698,5%	52,6%	+645,9
2009	697,8%	71,8%	+626,0
2008 ⁽¹⁾	259,3%	-6,0%	+265,3
2007 ⁽¹⁾	349,6%	60,0%	+289,6
2006 ⁽¹⁾	18,7%	11,4%	+7,3

Até junho, o fundo se manteve praticamente estável, enquanto o índice apresentou forte desvalorização, uma queda de mais de 11% no período.

Continuamos acreditando que o ambiente internacional instável terá como reflexo um mercado mais volátil nos próximos meses. Por isso, continuamos cautelosos.

Carteira

As sucessivas quedas do mercado nos meses de abril, maio e junho, permitiram uma realocação bastante relevante do portfólio.

Como comentamos em outras cartas, quando o mercado cai de forma generalizada é possível realizar dois movimentos. O primeiro refere-se ao aumento da exposição do portfólio em ações, normalmente adquiridas a bons preços. O segundo ocorre com alteração das ações que constituem o portfólio de renda variável do fundo, tanto adquirindo novas posições como aumentando a exposição em posições antigas.

Tais oportunidades aparecem porque, em geral, as ações não caem uniformemente. Alguns ativos caem mais que outros, permitindo que seja possível vender ações relativamente mais caras e comprar outras que acreditamos ser mais baratas.

Nos últimos meses fizemos ambos os movimentos. Ao iniciarmos o ano, tínhamos um caixa equivalente a 20% do portfólio, que chegou a 25% em algum momento. À medida que o mercado cedeu, pudemos adquirir ações a preços adequados. Atualmente mantemos uma posição em caixa, direta e indireta, de 16%.

Adicionalmente, aproveitamos para realocar uma parcela do nosso portfólio de ações. Como característica comum aos ativos do fundo, pode-se dizer que têm como foco o mercado interno. Como viemos fazendo desde 2006, continuamos a não ter exposição a empresas ligadas a commodities.

Operacionalmente, nossas empresas têm evoluído bem. As poucas que apresentaram resultados momentaneamente inferiores estão trabalhando no sentido de sua melhoria. Adicionalmente, nossas empresas continuam com forte potencial de crescimento de suas operações, o que resultará em uma maior geração de caixa e, potencialmente, uma consequente valorização dos seus ativos.

Tempo continua sua transformação interna. Acreditamos que as notícias ruins estão se exaurindo e que para os próximos meses as positivas sejam muitas.

Helbor continua vendendo bem. Apesar de um provável volume de lançamentos menor no 2º trimestre, o volume de 2010 deverá ser recorde. Acreditamos que a Helbor

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\$ 22,7 milhões e o atual de R\$ 32,4 milhões.

terá uma história parecida com a Hering, quando o mercado a conhecer melhor.

Montamos uma posição relevante em Equatorial Energia, sobre a qual falaremos um pouco mais a frente. A ação ficou tão barata que, mesmo para um investimento de baixo risco como esse, o retorno potencial ficou bastante elevado.

Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, 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 38%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de cerca de 16% de caixa (ou equivalentes de caixa), liquidamos em torno de 90% da carteira de ações em apenas 10 dias. Continuamos com bons ativos, baratos, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Equatorial

A Equatorial é uma *holding* com basicamente 3 investimentos no setor elétrico brasileiro: 65% da Cemar, 13% da Light e 25% da Geramar. A Cemar é distribuidora de energia do Maranhão, atendendo a mais de 1,4 milhão de clientes. A Light é distribuidora de energia em 31 municípios do Rio de Janeiro, incluindo a capital, atendendo a cerca de 4 milhões de clientes, e também possui atividade de comercialização e geração de energia. A Geramar é uma geradora de energia, que possui duas usinas termelétricas no Maranhão cuja operação teve início em 2010.

Por ser fortemente regulado pelo Governo, o setor elétrico tem características de investimento particulares. As empresas do setor como um todo apresentam grande previsibilidade em seus números (receita, ebitda, fluxo de caixa, etc.), alta geração de caixa e, geralmente, dividendos elevados, porém apresentam retornos limitados pelo governo através do controle de tarifas. Devido a estas características, as empresas do setor tendem a negociar próximas a seus preços justos, ou seja, é difícil encontrar ações com perspectivas de retorno muito elevado.

Entretanto, a forte queda de suas ações permitiu que fizéssemos um investimento na empresa com ótimas perspectivas de retorno nos últimos meses.

Em dez/2009, os controladores da Equatorial acertaram a venda de sua participação no controle da Light para a Cemig. Por motivos fiscais, a transação foi estruturada de tal forma que a participação na Light será cindida da companhia e entregue aos seus acionistas. Entretanto, até que a implementação dessa estrutura seja concluída, a companhia passou a ter quase metade do seu valor equivalente a caixa remunerado ao CDI.

Cada acionista da Equatorial receberá ações de uma nova empresa cujo único ativo é a participação na Light. Com a venda do controle desse novo ativo para a Cemig, os demais acionistas terão direito a *tag along* pelas mesmas condições da venda do controle. Com isso, os acionistas atuais da Equatorial efetivamente receberão dinheiro pela venda da Light.

Mas qual a razão da queda das ações da Equatorial? Identificamos duas explicações, que a nosso ver não geram perda de valor para a empresa. A primeira é que com a redução do tamanho da empresa haverá também uma redução na liquidez de suas ações. Com a cisão da empresa, a parte restante da Equatorial ficará com praticamente metade do valor de antes. Sendo assim, apesar de o percentual de *free float* continuar o mesmo, o valor negociado será reduzido.

A segunda, foi a decisão do conselho de administração de reduzir o percentual de pagamento de dividendos da companhia. A política anterior era de pagamento de 100% do lucro. Agora, será pago o mínimo, 25%. A justificativa para tal mudança é que a empresa está buscando novas oportunidades de investimentos e, eventualmente, poderá necessitar de mais caixa.

A nosso ver, existem duas possibilidades para a companhia. A primeira é seus controladores venderem o restante dos ativos e sair do negócio. Como se sabe, os controladores da Equatorial são os antigos controladores do Banco Pactual que, normalmente, atuam como investidores financeiros. Caso isso ocorra, o valor dos demais ativos será destravado com a venda da Cemar e Geramar, o que é positivo para os demais acionistas.

A segunda possibilidade é que a companhia continue a ser o veículo de investimentos do grupo (ou de parte dele) no setor. Dessa forma, a justificativa apresentada para a redução de dividendos se confirma. Imaginamos que as oportunidades a serem perseguidas devam ser primordialmente na área de geração. Entretanto, dependendo do resultado da eleição presidencial, outras oportunidades de investimentos poderão surgir. Acreditamos que a eleição do Serra possa dar início a uma maior busca de eficiência na Eletrobrás, com a consequente venda das distribuidoras federalizadas do Norte e Nordeste. Basta lembrar que o discurso utilizado no IPO da Equatorial foi exatamente aproveitar esse tipo de oportunidade.

De qualquer forma, acreditamos que o investimento realizado, ao preço de aquisição, seja muito interessante dado o baixíssimo risco operacional do ativo.

Diversos

Em julho nosso fundo completa 2 anos e o veículo, quase 4 anos. Não temos como negar que lembrar ambas as datas aparenta certa esquizofrenia. Por isso, decidimos

celebrar apenas os aniversários do veículo, que ocorrem em novembro.

Entretanto, aproveitamos a oportunidade para reafirmar alguns de nossos compromissos.

Nossa filosofia de investimento sempre focou em ativos que, com risco operacional muito baixo, possam gerar uma boa rentabilidade para nossos cotistas. Como nosso objetivo é ter um veículo de investimento seguro e que possa durar mais de 20 anos, limitamos nossa concentração em um único ativo, nos preocupamos com liquidez e não alavancamos nosso portfólio.

Apesar de termos uma rentabilidade histórica relativamente elevada, buscamos consistência. A rentabilidade em si é consequência do processo como um todo e não de fatores isolados.

Nossa intransigência na manutenção dos elementos descritos acima não é de graça. Tem consequências para os gestores.

Nem sempre mantemos em carteira as ações mais populares do mercado, por isso, algumas de nossas posições, a princípio, podem se caracterizar como “exóticas”. Ao menos até que os casos de investimentos se confirmem.

Foi assim quando investimos em Hering em 2006, quando ganhamos bastante dinheiro com Helbor, Eztec e Paraná Banco em 2009 e quando montamos uma posição relevante de Tempo em 2010. Entretanto, ao preço adequado, também gostamos de ações populares. A crise bancária mundial e a queda dos últimos meses permitiram a compra de Itaú, Bradesco, Lojas Americanas e Banco do Brasil por ótimos preços (aqui fomos um pouco diferentes, pois compramos as ONs devido ao grande desconto para as PNs).

Ter uma carteira diferente, algumas vezes nos faz ser vistos de forma diferente. Infelizmente, como somos humanos, acabamos por nos importar com isso. Como uma autora alemã do século XIX disse: “Somos tão vaidosos que até nos importamos com a opinião daqueles com quem não nos importamos”.

A segunda consequência é crescer em um ritmo mais moderado. Queremos ter cotistas de longo prazo que entendam o que fazemos, por isso evitamos recursos excessivamente concentrados ou que possam ter um viés de prazo mais curto que o por nós pretendido. Buscamos crescer num ritmo que acreditamos ser adequado, minimizando os riscos de ter uma carteira que consideramos desconfortável ou de descaracterização da razão pela qual a gestora foi criada. Nosso trabalho de paciência e consistência nos trouxe a honra de termos em torno de 110 clientes que, aparentemente, confiam no que fazemos.

Lembramos que o maior conforto ao aceitarmos novos clientes é o fato dos sócios da gestora terem parte relevante de seu patrimônio aplicada no fundo, sendo ainda seus maiores cotistas. Então, quando compramos um ativo, compramos para aplicar nossos recursos, assim tratamos o dinheiro dos nossos clientes literalmente como se fosse nosso.

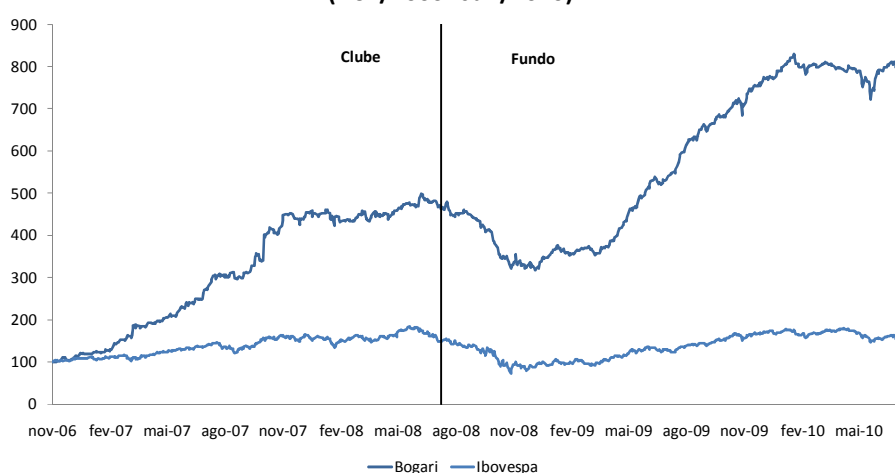
Esperamos que tais princípios nos levem a continuar fazendo por muito tempo o que temos feito com alguma consistência. Como dito em outras oportunidades, encaramos nosso trabalho como uma maratona onde o importante é a consistência, não adiantando acelerarmos muito nos primeiros quilômetros, pois corremos o risco de não aguentarmos até o final.

Obrigado pela confiança.

Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2010	Bogari	0,0%	0,0%	-0,4%	-0,7%	-0,1%	1,2%							0,1%
	Ibov	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%							-11,2%
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%	122,0%
	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%	82,7%
2008 ⁽¹⁾	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%	-20,1%
	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%	-41,2%
2007 ⁽¹⁾	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%	278,8%
	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%	43,7%
2006 ⁽¹⁾	Bogari											5,1%	12,9%	18,7%
	Ibov											5,0%	6,1%	11,4%

Valor da Cota Bogari⁽¹⁾ x Ibovespa
(Nov/2006 - Jun/2010)



⁽¹⁾ Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

Principais Características do Fundo

Nome:	Bogari Value FIA	Aplicação Mínima:	R\$ 30.000,00
CNPJ:	08.323.402/0001-39	Aplicação Máxima:	R\$ 5.000.000,00
Conta do fundo (para TED):	Banco Bradesco (237) AG. 2856-8 – CC. 615.173-6	Movimentações mínimas:	R\$ 10.000,00
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)	Saldo mínimo:	R\$ 30.000,00
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	Horário limite para movimentações:	13h
Custodiante:	Banco Bradesco S.A.	Conversão de cotas na aplicação:	D+1 da disponibilidade dos recursos.
Auditor:	KPMG	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.