

BOGARI VALUE FIA

Carta – Novembro e Dezembro/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

Em 2010, apresentamos uma rentabilidade de +29,5%, contra uma variação do Ibovespa de +1,0%.

Desde o início das nossas operações⁽¹⁾, em 2006, acumulamos uma rentabilidade de +933%, comparada a +74% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.033.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2010	29,5%	1,0%	+28,5
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	933,3%	73,6%	+859,7
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

Mesmo com um caixa médio de 19% e um nível de concentração de ativos relativamente baixo, conseguimos obter uma boa rentabilidade, fechando o ano de 2010 melhor que esperávamos. O país acabou crescendo de forma acelerada e nossas empresas “surfaram” essa onda, apresentando ótimos resultados.

O ano de 2011 deverá contar uma história diferente. As empresas focadas no mercado interno já apresentam níveis de preços pouco prudentes. Já aquelas ligadas ao mercado externo deverão variar em função da recuperação da economia mundial e do risco de uma crise mais profunda na Europa.

É possível que 2011 seja caracterizado pela contínua valorização das commodities e, conseqüentemente, das ações ligadas a esses setores. Caso isso ocorra, nosso fundo pode se valorizar menos que o índice no período. Entretanto, os níveis de riscos de alguns investimentos muitas vezes não estão compensando o retorno potencial. Por isso, vimos preferindo o risco de render menos ao de ter nosso capital desvalorizado pela correção de ativos sobrevalorizados.

Nossas cartas são divididas na apresentação da performance do período, essa sessão, em uma breve atualização da carteira, próxima sessão e um ou mais temas de diferentes naturezas que valem a pena comentar. Nessa edição, seguindo nosso comentário passado sobre o Panamericano, comentaremos um pouco mais sobre fraudes. Finalmente, apresentaremos a opinião de um experiente ator do setor de energia sobre a exploração de reservas de petróleo e gás.

Carteira

As empresas que investimos têm apresentado boa performance operacional, que vem sendo refletida em suas cotações.

Os resultados do terceiro trimestre da Helbor foram divulgados em novembro e mais uma vez estiveram entre os melhores do setor. A empresa continuou apresentando um dos maiores retornos sobre o patrimônio líquido, velocidade de vendas e margens muito boas. Este trimestre foi influenciado positivamente pelo lançamento do residencial Casa das Caldeiras, um caso de muito sucesso, que obteve margens bem acima da média da empresa. Apesar de não prevermos outros projetos do mesmo porte, acreditamos que a empresa deve continuar com margens saudáveis e acelerar seus lançamentos em 2011.

O resultado da Tempo confirmou nossas expectativas de que o novo *management* seria capaz de melhorar suas operações. Com a casa mais em ordem, acreditamos que as atenções da empresa devam se voltar para o crescimento de suas atividades e para o desenvolvimento de novos produtos e projetos anunciados em 2010, especialmente a parceria com a Caixa Econômica. Além disso, temos uma opção implícita de venda da empresa.

O Paraná Banco já apresentou no terceiro trimestre um lucro maior com a parte de seguros que com a

¹ O Bogari Clube de Investimentos foi fundado em 1/11/2006. Em 8/7/2008, foi transformado no Bogari Value FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 38,7 milhões e o atual de R\$ 65,1 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 29,5%.

operação bancária. A transação anunciada em novembro com o Travalers Group deve ser finalizada ainda no 1º trimestre, quando, a partir de então, deverá haver uma intensificação do crescimento das operações de seguro. Uma vez aprovada a transação, entendemos que será possível alocar o novo capital relativamente rápido, pois a J. Malucelli (seguradora do grupo) repassa grande parte dos seguros que faz, por ter uma base de capital insuficiente para o volume de oportunidades geradas.

Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 8% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 30%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de cerca de 24% de caixa (ou equivalentes de caixa), liquidamos mais de 90% da carteira de ações em apenas 10 dias. Continuamos com bons ativos, adequadamente precificados, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Um pouquinho sobre fraudes

Conforme comentado na carta anterior, nossa visão sobre erros ou fraudes contábeis talvez seja um pouco diferente da percepção do mercado.

As fraudes contábeis relacionadas a receita dificilmente ocorrem no Brasil. Como exemplos, fraudes de receita podem ser realizadas pelo reconhecimento imediato de um contrato que deverá ser executado em vários anos, ou pelo reconhecimento de receita referente ao despacho de mercadorias para distribuidores ou clientes com o direito de devolução. No auge da bolha da Internet, algumas empresas utilizaram tais recursos com mais intensidade.

Entretanto, no Brasil o reconhecimento de receita é o fato gerador de impostos e outros tributos a ela relacionados, como o ICMS, ISS, PIS e COFINS, dependendo do caso. Portanto, inflar a receita artificialmente gera obrigações tributárias adicionais. No limite, quanto mais receita artificial é gerada, pior a situação da empresa.

Em lugares onde os tributos sobre a receita não são tão relevantes, pode-se inflar a receita e criar os famosos itens “não-recorrentes” de despesas em um segundo momento para ajustar o balanço. Com isso, a receita aumenta, o imposto não e cria-se um falso “lucro ajustado” maior.

Por isso, casos como o do Panamericano, que, pelo pouco que foi divulgado até agora, mantinha carteiras de crédito inexistentes gerando receita para o banco, são muito comuns.

Por aqui, o mais comum é o balanço conter, às vezes por negligência, insuficiência de provisões tanto de passivos como para reavaliação de ativos.

As três regras da energia

Há algum tempo atrás, um de nossos sócios comprou um livro de um conhecido *raider* dos anos 80, atuante na indústria de petróleo americana, T. Boone Pickens. Apesar de o livro não ser dos melhores e seu título ser pior ainda⁽²⁾, achamos que vale a pena apresentar um pouco da sua vida e de seus ensinamentos.

Aliás, é importante fazer um alerta ao nosso leitor que nunca deixe de comprar um livro por causa de seu título. Aparentemente as editoras, principalmente nos EUA, disputam alguma competição para definir quem tem a pior coleção de nomes de livros. Entretanto, podemos afirmar que muitas vezes livros com nomes ruins são ótimas surpresas⁽³⁾.

T. Boone Pickens é geólogo de formação. Antes de nascer, seu pai já trabalhava na indústria de petróleo no Texas. Em 1956, aos 28 anos, fundou a Mesa Petroleum que, nos anos 80, veio a se tornar uma das maiores produtoras independentes de petróleo dos EUA.

Ainda na década de 80, tentou comprar algumas empresas abertas, ganhando dinheiro e tornando-se um personagem controverso. Finalmente, em 1996 saiu da empresa que fundou após a mesma ter sido recapitalizada. Em 1997, criou uma gestora de um *hedge fund* focado em energia. Teve bons rendimentos até a crise de 2008, quando perdeu entre 60%-80%.

O livro reconta sua vida e atualiza eventos recentes não abordados em seus outros livros. Entretanto, a parte que nos interessa aparece quando narra suas aventuras na gestão de seu fundo. Comentando sobre a expansão das reservas mundiais de petróleo e gás, o autor apresenta de forma sucinta sua opinião sobre novos projetos de exploração de reservas nesse setor através das suas três regras da energia.

“Consider my three rules of energy:

- # 1. *The cost of finding oil and gas is always higher than you originally think.*
- # 2. *Oil and gas always take longer than expected to get on production.*
- # 3. *Discoveries are never as large as producers originally think.”* (pg. 157)

Quando da publicação do livro, o autor tinha 80 anos de idade e uma vida inteira de experiência no seu segmento de atuação.

² Pickens, T. Boone. *The first billion is the hardest*. Nova York: Crown Business, 2008.

³ Um bom exemplo é o livro: Fifer, Robert M. *How to double your profits: in 6 months or less*. Nova York: Harper Business, 1995.

É claro que sua opinião não deve ser adotada cegamente como verdade absoluta e, é certo, que nem sempre as três regras se confirmarão. Entretanto, sempre é bom ouvir opiniões diferentes de pessoas experientes.

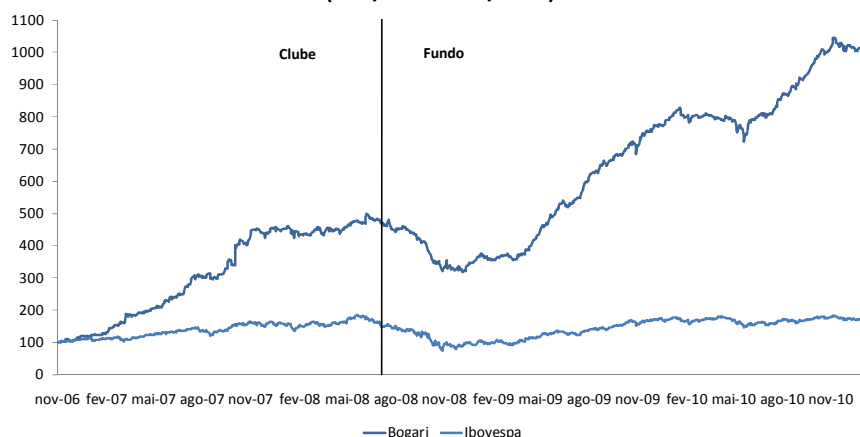
Em uma época em que muitos projetos pré-operacionais de petróleo e gás vêm sendo ofertados no mercado, achamos que apresentar As Três Regras seja no mínimo interessante para reflexão.

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%	8,7%	4,4%	6,7%	4,8%	0,3%	1,7%	29,5%
	Ibov	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%
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 - Dez/2010)

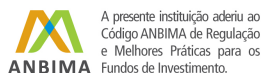


⁽¹⁾ Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

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\$ 7.500.000,00
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". "A rentabilidade divulgada não é líquida de imposto". "Em atendimento à Instrução CVM nº 465, desde 02/05/2008, os fundos de renda variável deixaram de apurar sua rentabilidade com base na cotação média das ações e passou a fazê-lo com base na cotação de fechamento. Assim comparações de rentabilidade devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média dos índices de ações e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento".