

Bogari Value FIA é um fundo de ações de empresas negociadas no mercado brasileiro. O fundo focará em oportunidades de investimento de longo prazo baseadas na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação.

## Nossa Performance

Finalmente, após seis meses da transformação do Bogari clube no Bogari Value FIA, podemos apresentar nossos resultados. No ano de 2008, incluindo o período em que o Fundo era um clube<sup>1</sup>, tivemos uma rentabilidade de -20,1%. Nesse mesmo período o Ibovespa teve uma rentabilidade de -41,2%. O clube foi transformado em fundo no dia 8/7/2008.

Apesar de não ficarmos satisfeitos com uma rentabilidade negativa dessa magnitude temos o conforto nos seguintes pontos:

Primeiro, a rentabilidade de -20,1% em 2008 é 21,1 pontos percentuais (p.p.) melhor que os -41,2% do Ibovespa, o que nos parece muito bom em termos relativos.

Desde o início do clube, em 1/11/2006, tivemos uma rentabilidade acumulada de +259%, contra uma rentabilidade de -6% do Ibovespa. Nesses últimos 3 anos conseguimos bater o índice em cada um dos anos, conforme pode ser visto na tabela abaixo.

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

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

<sup>1</sup> 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%. A rentabilidade dos últimos 12 meses foi de -20,1%, o patrimônio líquido médio é de R\$ 4,0 mm.

Segundo, em 2008, comparativamente ao mercado, pouquíssimos fundos concorrentes, com filosofia de investimento similar, obtiveram rentabilidade acima da nossa. Caso consideremos fundos somente com posições compradas em ações (sem posições vendidas), sem alavancagem e não-exclusivos, estaríamos entre os 5 melhores do ano de 2008<sup>2</sup>.

Ainda em relação ao mercado, a rentabilidade do veículo Bogari nos últimos 24 meses foi bastante satisfatória. Considerando o período em que foi clube, tivemos uma rentabilidade de +203% entre janeiro/2007 a dezembro/2008 comparado a -15,5% do Ibovespa.

É importante colocar que nós não esperamos repetir o resultado de 2007 nos próximos anos. Rentabilidades dessa magnitude não são replicáveis periodicamente. Mais ainda, achamos que, no longo prazo, a diferença entre a rentabilidade do Bogari Value para o Ibovespa deverá ser, na média, da ordem de 10 p.p. ao ano e não os 21,1 p.p. que atingimos em 2008.

Desde o seu início e nos últimos 24 meses a rentabilidade do veículo da Bogari Capital foi a melhor do mercado.

O terceiro ponto que nos deixa tranquilos e confiantes é que a carteira de ações do fundo está diversificada, é de muito boa qualidade e está sendo negociada a preços incrivelmente baixos. A queda nos permitiu realocar parte do portfólio do Fundo de forma que o seu potencial de valorização ao longo dos próximos anos deverá ser superior ao do índice. Para se ter uma idéia, a carteira do fundo possui um P/BV (preço/valor patrimonial 3T08) de 0,7 e um P/E (preço/lucro 2008 estimado) de 5,0, enquanto o Ibovespa possui um P/BV de 1,2 e P/E de 6,5 (2008 estimado). Esclarecendo que nossa carteira não possui empresas ligadas a commodities enquanto o Ibovespa possui significativo percentual de concentração nesse tipo de empresas, que atualmente estão com P/E bastante baixos.

## Realocação da carteira

Conforme apresentado no relatório inicial, gostamos de comprar ativos bons a preços baixos para manutenção em carteira por longos períodos. Somos investidores

<sup>2</sup> Fonte: Quantum; Análise: Bogari Capital – os dados referentes ao Bogari clube não constam da base de dados. Considerando todos os fundos de ações, independente da classificação ANBID.

em ativos reais adquiridos via bolsa. Preferimos ativos com mais liquidez e governança a menos liquidez e governança, porém não gostamos de pagar mais por isso. Devemos entender aqui governança como maior nível de segurança regulatória *vis à vis* nossos direitos econômicos.

A queda generalizada do valor dos ativos cotados em bolsa nos últimos meses nos permitiu fazer uma realocação de portfólio relevante. Fomos capazes de vender ativos com bom potencial de valorização, porém com menos liquidez e governança, e comprar outros com ainda maior potencial de valorização, com mais liquidez e governança. Além de não termos pago por isso, tivemos um desconto no preço dos ativos, permitindo um *upside* maior.

Antes da crise, quando o mercado estava em um patamar mais alto, as ações que valiam a pena ser adquiridas tinham liquidez um pouco mais restrita para nosso volume de negociação. Com a queda das bolsas, pudemos trocar essas posições por outras, de forma que, hoje, temos capacidade de vender mais de 2/3 da carteira em apenas um dia.

Isso só foi possível, pois estamos vivendo um momento “especial”, onde algumas ações estão sendo negociadas em níveis inacreditáveis quando comparamos com seus valores no mercado privado, por exemplo. Chegamos a essa situação, principalmente porque diversos gestores de recursos do mundo inteiro tiveram a necessidade de gerar caixa vendendo ativos a qualquer preço.

O desequilíbrio entre oferta e demanda no mercado público (via bolsa) fez o nível de preço de negociação de algumas ações chegar a um patamar impensável no mercado privado. Nesse mercado, onde a compra e venda de empresas é feita fora de bolsa (via fusões e aquisições), a racionalidade continua imperando. No mercado privado os preços caem, mas continuam em níveis racionais. Com a bolsa nesses níveis de preço, em muitos casos, faz pouco sentido fazer investimentos privados.

De qualquer forma, aproveitamos essa irracionalidade para migrar algumas posições para ativos com maior potencial e liquidez.

## Acertos e erros

Em um processo de investimentos, sempre tentamos entender o que fizemos de certo e errado para poder aprender com os fatos. Aqui estão nossos principais acertos e erros:

Acerto – obtivemos nossos bons retornos nos últimos 3 anos mesmo sem participar dos eventos do mercado de commodities, perdemos a subida e economizamos a queda. Nosso entendimento é que, como somos um fundo de compra de participação em empresas (não

podemos ficar *short*), ganhamos dinheiro quando compramos ativos baratos. Comprar barato ativos de empresas de commodities (como siderurgia e mineração) significa entrar na baixa do ciclo. Não sabíamos em que parte do ciclo estávamos, apenas sabíamos que estávamos longe dos seus mínimos. Por isso, esses ativos não se mostravam seguros o suficiente para que nós os adquiríssemos.

Acerto – como já estávamos um pouco mais cautelosos em 2008, mantivemos uma proporção que variou de 15%-20% da carteira em operações de caixa. Além de evitar a queda, pudemos aproveitar parte desses recursos para adquirir alguns ativos baratos nos meses de novembro e dezembro.

Erro – poderíamos ter esperado um pouco mais para iniciar algumas compras. Negócios que estavam muito baratos, como Eztec negociando a 50% do seu valor de liquidação, ainda acabaram caindo mais 50%. Não conseguimos avaliar a consequência da existência de muitas empresas de porte pequeno e médio no mesmo segmento, portanto, não antecipamos o possível tamanho da venda e a escassez de demanda de muitos desses ativos. Traduzindo, poderíamos ter comprado por um preço ainda menor.

## Daqui para frente...

Não sabemos como a crise se desenrolará, mas sabemos que ela passará. Poderá ser um pouco mais longa e difícil que o normal, mas em alguns trimestres terá acabado.

Nossa carteira de ações está concentrada em ativos ligados ao mercado interno. Mesmo com a crise, muitas das nossas empresas continuam com perspectivas de crescimento saudável de suas operações. Nossas principais posições são Karsten, Bematech, Contax, Eztec, Itaúsa, Providência, Paraná Banco e Helbor. Essas 8 empresas representam mais de 2/3 do patrimônio do fundo.

Acreditamos que em 2 ou 3 anos, essas empresas estarão maiores, mais lucrativas e, conseqüentemente, valendo mais. Tanto porque suas operações melhoraram como porque os mercados estarão mais normalizados.

Mesmo com um 2009 potencialmente difícil, estamos bastante otimistas com as perspectivas de longo prazo da nossa carteira.

## Aspectos administrativos

No nosso relatório inicial colocamos que estaríamos convocando uma assembléia para alterar algumas regras do nosso regulamento, quais sejam: as datas de

pedido de resgate e os prazos de conversão das cotas (a liquidez do investimento).

Devido à confusão geral que se instaurou no mercado no último trimestre de 2008, decidimos suspender essas alterações. Acreditamos que poderíamos gerar algum desentendimento ao convocar essa assembléia naquele momento.

Adicionalmente, como estamos com uma carteira mais líquida, podemos esperar um pouco mais e avaliar a conveniência de aumentar ou não o nosso prazo de resgate.

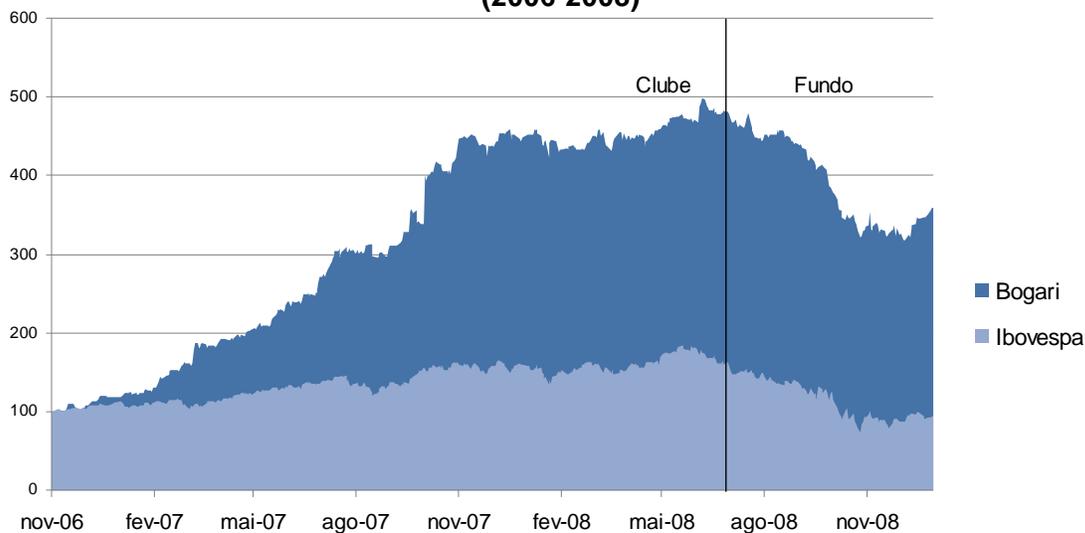
Obrigado pela confiança.

## Evolução 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
2006											5,1%	12,9%	18,7%	11,4%	18,7%	11,4%
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%
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%

### Valor da Cota Bogari x Ibovespa (2006-2008)



## Principais Características

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 <a href="mailto:contato@bogaricapital.com.br">contato@bogaricapital.com.br</a> 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 a 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>	Horário limite para movimentações:	13:00 h
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 ganho que exceder o Ibovespa. (com marca d'água)



Este fundo tem menos de 12 meses e, para avaliação de performance de fundos de investimentos, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 meses. 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.