

## BOGARI VALUE FIA

Carta –Janeiro e Fevereiro/2011

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

Nos primeiros dois meses de 2011, apresentamos uma rentabilidade de -1,3%, contra uma variação do Ibovespa de -2,8%.

Desde o início das nossas operações<sup>(1)</sup>, em 2006, acumulamos uma rentabilidade de +920%, comparada a +69% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.020.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2011	-1,3%	-2,8%	+1,5
2010	29,5%	1,0%	+28,5
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.)
2011	920,0%	68,8%	+851,2
2010	933,3%	73,6%	+859,7
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

O ano de 2011 começou com uma saudável queda do mercado local e com o recrudescimento da incerteza externa.

Mesmo com a recente queda do Ibovespa, boa parte dos ativos ligados ao mercado doméstico continua a ser negociada a preços mais elevados que gostaríamos. Entretanto, estamos mais animados com alguns ativos que apresentaram quedas mais fortes nos últimos meses. Esperamos que com a continuidade da realização do mercado possamos dar prosseguimento à

aquisição de bons ativos que apresentam baixo risco e bom retorno para os próximos anos.

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, comentaremos nosso investimento na Grendene e sobre a classificação de fundos de investimento.

### Carteira

Conforme explicamos em cartas passadas, aproveitamos momentos de quedas mais expressivas do mercado para realizar alguns movimentos importantes na carteira.

Primeiramente, à medida que o mercado foi recuando, aumentamos gradativamente nossa posição de renda variável, diminuindo a renda fixa.

Adicionalmente, demos continuidade à venda de ativos com maior *downside* e/ou menor *upside* e adquirimos outros com menor *downside*, maior *upside* e/ou qualidade relativa melhor.

Mesmo sendo um fundo *long only*, temos tido relativo sucesso em proteger as quedas. Gostaríamos que esse padrão continuasse assim.

Dentre as posições que liquidamos ao longo dos últimos meses encontram-se Hering, Kroton, Eztec e Equatorial. Nossa saída desses ativos não significa que deixamos de gostar de seus casos. Na verdade, gostaríamos até de não ter vendido algumas delas, porém acreditamos que outras oportunidades pareceram mais adequadas. Particularmente, Hering e Eztec são empresas que estamos envolvidos como investidores, de uma forma ou outra, desde 2006 e 2008, respectivamente. Gostamos de seus modelos de negócios e confiamos em sua gestão. Esperamos poder voltar a ser seus investidores no futuro.

Comentaremos na próxima sessão nosso investimento em Grendene, posição montada a partir do segundo semestre de 2010.

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

<sup>1</sup> 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\$ 46,3 milhões e o atual de R\$ 77,1 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 27,8%.

torno de 35%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de cerca de 18% 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.

## Grendene

A Grendene é uma das maiores produtoras e a maior exportadora de calçados do Brasil. Suas sandálias e chinelos são vendidos sob marcas conhecidas como Melissa, Ipanema, Rider, Grendha, entre outras.

A companhia teve sua origem na década de 70, quando produzia artigos plásticos. Através de inovações internas passou a produzir calçados injetados de PVC. Ao longo do tempo, percebeu que criando marcas fortes poderia vender por preços diferenciados seus produtos.

Seu modelo de negócios é baseado no forte investimento em marketing para dar suporte a suas marcas e ao lançamento de centenas de produtos anualmente. Em 2010, a companhia gastou em torno de R\$ 130 milhões em propaganda e publicidade, o que segue em linha com seu *guidance* para esse grupo de despesas, de 8%-10% da receita líquida.

As vendas nacionais, que representam 80% do total, são feitas em mais de 60 mil pontos de venda e nenhum cliente participa com mais de 5% da receita total da companhia.

Seu processo produtivo, sendo baseado na injeção do PVC, requer menos mão de obra que uma empresa tradicional calçadista requereria. Isto permite que a companhia possa ganhar mais escala com o crescimento do volume e seja menos impactada com a atual escassez de mão de obra.

Em contrapartida, a restrição de sua produção a apenas artigos injetados limita a sua atuação em outros segmentos de mercado. Uma forma de atenuar essa limitação passa pela exportação de seus produtos.

Encontramos na empresa características que gostamos em qualquer investimento: bom retorno sobre o capital, geração de caixa alto e baixa necessidade de investimentos. Adicionalmente, sua receita é relativamente estável, apresenta algum crescimento, não está alavancada financeiramente e possui controlador definido.

Devido à crise mundial, a companhia adotou uma postura conservadora em 2009 e no começo de 2010, prejudicando consideravelmente seus resultados da primeira metade desse ano. Ainda em 2009, por acreditar que a demanda não seria forte no ano seguinte, a empresa preferiu não aumentar seus

preços, acreditando que manteria os volumes de venda e ocuparia suas fábricas.

Entretanto, com os estímulos do governo e com a crise externa mais amena que esperado, a demanda acabou sendo mais forte que o previsto. A companhia preferiu manter sua política comercial de vários anos e não realizou reajustes de preços no meio da coleção. Com o mercado aquecido e o preço relativamente baixo, as vendas ficaram acima da expectativa. Foi necessário incorrer em custos extraordinários como turno adicional e horas extras para atender aos pedidos dos clientes, afetando de forma relevante o custo dos produtos vendidos.

Como consequência, os resultados da primeira metade de 2010 foram muito fracos. Uma das nossas hipóteses sobre o investimento era que tais resultados seriam temporários e com uma retomada de preços seria possível que a empresa voltasse para seus patamares históricos de rentabilidade. Iniciamos a compra a preços bastante atrativos, o equivalente a pouco mais de 7x lucro de 2010, o que é bom em termos absolutos e melhor ainda para um mercado onde os preços dos ativos ligados ao mercado doméstico estavam em patamares bem mais altos.

Conforme esperado, o segundo semestre da Grendene foi muito bom, com a empresa apresentando bons volumes e preços mais altos, o que resultou em margens recordes.

Esperamos que nos próximos anos a receita cresça moderadamente, mas o lucro da companhia continue crescendo de forma mais intensa. Adicionalmente, acreditamos que existem algumas opcionalidades no investimento não precificadas pelo mercado.

A primeira, que acabou se concretizando no início de 2011, era o aumento de dividendos. Um ponto peculiar da companhia é a quantidade de caixa acumulado. Seu valor de mercado é de aproximadamente R\$2,7 bilhões, sendo que seu caixa líquido é de R\$850 milhões, ou seja, quase um terço do seu valor é caixa. O problema para o investidor neste caso é que enquanto a operação de calçados possui um retorno de mais de 25% a.a., o caixa rende um pouco mais de 10% a.a. (próximo ao CDI). E com uma geração de caixa relevante e sem grande necessidade de novos investimentos, a tendência era este caixa aumentar cada vez mais.

A origem do excesso de caixa é que parte do lucro da Grendene é proveniente de incentivos fiscais. Até 2008, este resultado era contabilizado diretamente no patrimônio líquido e não podia ser distribuído aos acionistas, somente reinvestido na própria empresa.

Com as mudanças advindas da convergência para padrões internacionais de contabilidade (IFRS), o resultado passou a ser passível de distribuição, desde que essa fosse tributada. Após uma consulta à Receita Federal, concluiu-se que a alíquota de tributação dessa distribuição seria em torno de 15%. Em seu anúncio dos

resultados de 2010 foi divulgado que a companhia passaria a distribuir em torno de 75% do lucro a partir de 2011. Isto deve representar aproximadamente 9% do valor de mercado atual da empresa.

Outra opcionalidade é a Grendene seguir o exemplo de outras fabricantes de calçados e criar uma rede de lojas próprias. Ao entrar no varejo, a empresa teria um excelente canal de divulgação de sua ampla gama de produtos, um local para testar e ter feedback mais rápido dos produtos, além de capturar parte da margem final de venda, que hoje fica na mão dos lojistas.

Finalmente, acreditamos que ter uma parte da receita em dólar, que hoje é um problema, também é uma opção para o futuro. Apesar de ser de difícil visualização atualmente, a valorização do dólar eventualmente irá gerar margens maiores nas exportações.

Em suma, mesmo em um mercado relativamente caro, encontramos um investimento seguro, com boas perspectivas e a um preço bastante adequado (provavelmente ainda é a empresa de consumo mais barata da bolsa). Além disso, ainda estamos levando de graça algumas opções que têm chances razoáveis de se concretizarem no médio prazo.

## Divagação sobre a taxonomia dos fundos

Taxonomia é a prática e a ciência da classificação. Originalmente, era referida apenas a classificação de organismos vivos. Ao longo do tempo, o uso da palavra foi sendo expandido para a definição atual.

Normalmente, os esquemas taxonômicos são hierárquicos. É iniciado por uma característica genérica, respeitada pelo conjunto de itens classificados, sendo dividido em subconjuntos com características mais específicas.

Por exemplo, no mundo de fundos de investimento, a regulamentação classifica esses veículos quanto às características de seus principais ativos. Seus principais subgrupos são os fundos de ações, multimercado, renda fixa, imobiliário, participações, dentre outros.

Dentre os fundos de ações, que é o subgrupo no qual nos enquadramos, a classificação mais aceita é aquela da Anbima, agente auto-regulador da indústria de fundos. A classificação existente de fundos de ação agrupa os veículos com relação a seu benchmark ou a características de seus ativos. Nosso fundo, o Bogari Value FIA, está classificado como um fundo Ibovespa Ativo, refletindo nosso objetivo que é superar esse índice no longo prazo.

As classificações, assim como as marcas, são atalhos mentais que ajudam os seres humanos a viver em um ambiente em que o volume de informações disponível é bastante superior àquele passível de ser processado pelo cérebro. Dessa forma, esse tipo de recurso é

regularmente utilizado para simplificar nosso processo de decisão.

Podemos apresentar um exemplo disso de uma forma bastante simples. Imagine que você chega a uma pequena lanchonete e lê no cardápio que o estabelecimento possui “um delicioso hambúrguer da casa”, sem mais detalhes. Naturalmente, o que se espera é que sirvam o pão de hambúrguer redondo com a carne grelhada redonda. Imagine o desconforto que causaria se o garçom trouxesse um sanduíche, com os exatos ingredientes do hambúrguer, em um pão de cachorro-quente e com a carne com formato de salsicha.

Psicologicamente, abre-se uma grande “distância” entre sua expectativa e a realidade, gerando uma sensação de desconforto e frustração. Sua primeira reação seria de achar que tivessem servido o prato errado, pois você não tinha pedido sanduíche de kafta em pão de cachorro-quente. Até poderia pensar que se fosse em uma pita e com tahine, seria bom, mas que aquilo era estranho. Após alguma reflexão, o natural seria perguntar ao garçom o que era aquilo. Quando ele poderia responder que era o hambúrguer da casa, diferente, mas delicioso. A caracterização do que classificamos como um hambúrguer e a comunicação deficiente são capazes de gerar essa disparidade entre esperado e realizado.

Agora, imagine que você esteja em um longo período de férias na China. Depois de comer apenas comida local por semanas, sente saudade de comer um hambúrguer. Entra em um McDonald's e pede um Big Mac. Nesse caso, dificilmente não obterá exatamente o que pediu. Ir a um estabelecimento de marca é uma forma fácil e eficiente de atender sua expectativa plenamente. Uma boa marca gera uma expectativa no cliente, no caso o hambúrguer desejado, e atende o esperado sem criar grande “distância” para o realizado.

A classificação de fundos não é exatamente assim, mas também pouco ajuda no entendimento da estratégia de investimento e dos riscos de cada classe. Podemos discorrer em outra carta, a de jul/ago de 2010, sobre a dificuldade de classificação de fundos de acordo com sua estratégia. A informação de que nosso objetivo é de superar o Ibovespa pouco acrescenta.

O Bogari Value FIA, por algum tempo, foi associado a um fundo de *small caps*. O que não era plenamente absurdo dado que nossa carteira sempre teve empresas de menor porte. Entretanto, sempre dissemos que nosso objetivo era comprar bons ativos a preços adequados, independentemente de qualquer outra característica. E mais ainda, colocamos várias vezes que preferimos empresas maiores a menores. Porém, em condições normais, aquelas maiores tendem a ser mais caras devido a sua maior liquidez e por serem mais conhecidas no mercado.

Entretanto, nos últimos meses vários ativos de maior porte passaram a ficar mais atrativos do que alguns menores. Passamos a nos aproveitar dessas oportunidades, o que fez com que nossa carteira passasse a ter um mix relevante de empresas *large cap*. Ações como Itaú, Redecard, Petrobras e Telemar fazem parte de nossa carteira.

O portfólio de ativos que temos na carteira é apenas consequência de nosso processo de investimento. Buscamos selecionar ativos com baixa probabilidade de perda permanente de capital, com alta probabilidade de gerar mais caixa no futuro do que vem sendo gerado atualmente e com preços adequados em termos absoluto e relativo.

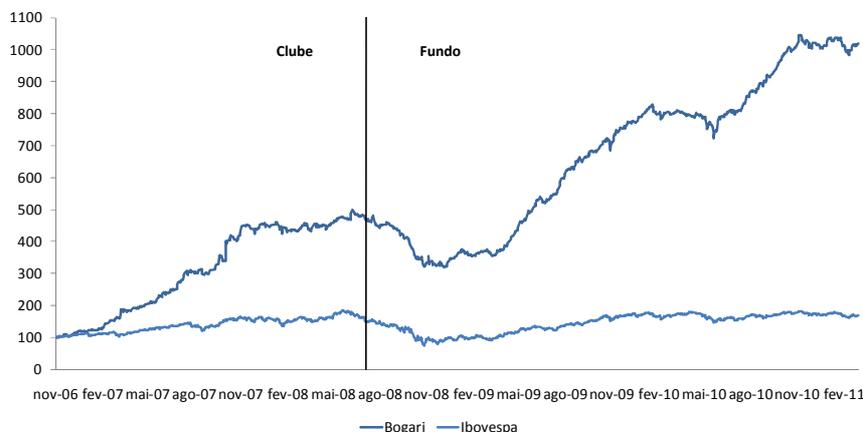
Nosso fundo não deve ser classificado baseado nas características dos ativos, ou seja, não pretendemos focar em um ou outro tipo de ação. Nosso compromisso é com nossa estratégia para obtenção de retorno no longo prazo. Assim, esperamos evitar que seja criada uma grande “distância” entre o esperado e a realidade, para ninguém achar que está comprando um cachorro-quente, quando na verdade está comprando um hambúrguer.

Obrigado pela confiança.

## Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2011	Bogari	-2,0%	0,7%											-1,3%
	Ibov	-3,9%	1,2%											-2,8%
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 <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%	-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 <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%	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 <sup>(1)</sup>	Bogari											5,1%	12,9%	18,7%
	Ibov											5,0%	6,1%	11,4%

Valor da Cota Bogari<sup>(1)</sup> x Ibovespa  
(Nov/2006 - Fev/2011)



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

## Principais Características do Fundo

<b>Nome:</b>	<b>Bogari Value FIA</b>	<b>Aplicação Mínima:</b>	R\$ 30.000,00
<b>CNPJ:</b>	08.323.402/0001-39	<b>Aplicação Máxima:</b>	R\$ 7.500.000,00
<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).



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

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".