

**BOGARI VALUE FIA**

Carta –Março e Abril/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**

Até abril de 2011, apresentamos uma rentabilidade de +1,1%, contra uma variação do Ibovespa de -4,6%.

Desde o início das nossas operações<sup>(1)</sup>, em 2006, acumulamos uma rentabilidade de +944%, comparada a +66% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.044.

Rentabilidade Anual			
Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2011	1,1%	-4,6%	+5,6
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	944,1%	65,6%	+878,5
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

Como esperado, o ano vem se mostrando difícil. A diferença da dinâmica das empresas relacionadas ao mercado externo continua grande quando comparamos àquelas ligadas ao mercado interno.

O mercado acionário vem precificando adequadamente vários ativos relacionados à economia interna, limitando as oportunidades de expansão de alocação de nossos ativos.

Nossas cartas são divididas na apresentação da performance do período, essa sessão, em uma breve atualização da carteira e um ou mais temas de diferentes

naturezas que valem a pena comentar. Nesta edição, começaremos com um convite especial. Posteriormente, comentaremos a interessante história de como o Brasil se tornou líder mundial na produção de nióbio.

**Café da Manhã Bogari 2011**

É com muito prazer que convidamos para o nosso café da manhã de 2011. O intuito é apresentarmos um pouco mais a fundo nossa filosofia e estratégia de investimento e alguns casos de investimento. Aproveitaremos ainda para responder dúvidas e perguntas em geral.

O evento se realizará às 8h do dia 30/jun, no Centro Empresarial Mourisco (Praia de Botafogo, 501, Centro de Convenções - Salão Rio – Botafogo, Rio de Janeiro).

Os interessados devem enviar e-mail de confirmação para: [RSVP@bogaricapital.com.br](mailto:RSVP@bogaricapital.com.br)

Esperamos todos lá!

**Carteira**

Apesar de acreditarmos que muitas empresas já estão adequadamente precificadas, nossa carteira tem boas perspectivas de valorização e preços adequados. Nossas principais posições não se alteraram nos últimos meses, porém estamos aproveitando as recentes quedas e montando novas posições com bastante potencial para os próximos anos.

Conforme mencionado na carta anterior, algumas empresas de maior capitalização vêm apresentando menor risco operacional e melhor potencial de valorização. Portanto, nossa carteira tem apresentado um percentual maior de empresas com essa característica. Os ativos ligados ao mercado interno de menor capitalização continuam apresentando baixas margens de segurança e altas taxas de crescimento embutidas em sua precificação.

O setor de bancos como um todo continua sofrendo com a expectativa do anúncio de novas medidas do governo para conter a inflação, que podem reduzir seu crescimento e aumentar a inadimplência. O resultado apresentado pelo Itaú no primeiro trimestre foi bastante consistente e acreditamos que, apesar de haver algumas preocupações pontuais, o banco continua sendo uma das melhores oportunidades do mercado.

<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\$ 54,6 milhões e o atual de R\$ 85,9 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 33,0%.

Comentar sobre a Helbor fica cada vez mais difícil, pois os bons resultados se repetem a cada trimestre. A empresa continua entre as com melhor rentabilidade e com maior velocidade de vendas do mercado. O baixo volume de lançamentos no primeiro trimestre não é uma preocupação. Nos próximos trimestres a companhia deverá ter lançamentos maiores, apresentando ao final de 2011 um crescimento expressivo em relação ao ano passado.

Algumas incorporadoras surpreenderam o mercado com os resultados anuais de 2010 e trimestrais de 2011 devido ao reconhecimento de despesas não orçadas em obras, com consequente queda de margens operacionais.

Custos adicionais em obras são comuns e não acontecem de uma hora para outra. No caso da Helbor, que trabalha com parcerias com construtores locais nas praças em que atua, o mais importante é escolher bem os parceiros. Se o parceiro não estiver comprometido e engajado, é mais fácil que ocorram problemas durante as obras. Adicionalmente, o controle tem que ser feito de perto, com atualização constante nos números da empresa, para não haver surpresas no meio do caminho. É improvável que de um mês para outro uma obra tenha um furo de orçamento muito grande, este processo normalmente é gradual. Finalmente, é importante fazer projetos e orçamentos com “gordura” suficiente para que um pequeno estouro de custos não comprometa sua rentabilidade. Atualmente, a Helbor incorpora em suas projeções de novos projetos aumentos de custos superiores ao INCC. Portanto, ficaremos surpresos se eventos de aumento de custos de tamanho significativo acontecerem com a empresa.

No primeiro trimestre, a Grendene anunciou o pagamento de seu primeiro dividendo com a nova política de distribuição de 75% do lucro. Com isso, a companhia deverá ter um *dividend yield* maior que muitas empresas conhecidas por serem boas pagadoras de dividendos, como companhias do setor elétrico. A diferença é que a Grendene tem maior potencial de crescimento e menos interferência do Estado.

O volume de vendas no primeiro trimestre não foi bom e provavelmente não teremos um primeiro semestre com grandes volumes. Porém, a rentabilidade da operação está em níveis melhores do que no passado, compensando a queda nos volumes. Além disso, o segundo semestre é mais forte para a empresa devido à proximidade com o natal e o verão, quando acreditamos que há bom potencial para crescimento.

Entendemos que o processo de *turnaround* da Tempo esteja finalizado. A busca por melhoria nos resultados e nas operações são atividades normais de qualquer empresa. Entretanto, as fortes mudanças para criar um sistema estruturado de gestão e controle, tanto operacional quanto financeira parece encerrado. A entrada de um novo CEO com foco comercial e experiência nos principais mercados de atuação da companhia caracteriza bem o início de uma nova fase.

Com a casa mais em ordem, a empresa deve focar seus esforços para retomar o crescimento. Mudar o rumo de uma empresa não é fácil, demora e exige mais esforço do que normalmente esperado.

Em termos de avaliação, achamos que a empresa não está cara para um *turnaround* finalizado e, certamente, muito barata para uma companhia que pode apresentar bom crescimento. Caso o crescimento não venha, teremos feito um bom investimento, caso contrário o investimento será provavelmente bastante interessante.

Outra empresa relevante de nossa carteira é a Redecard. Seus últimos resultados mostraram um arrefecimento da competição no setor de adquirência, refletida em uma queda menor de margens se comparado com o último trimestre de 2010. O crescimento do setor como um todo, movido por maior bancarização, substituição de dinheiro e cheque por cartões e crescimento da economia, deve fazer com que, uma vez estabilizadas as margens, a empresa volte a ter crescimento de lucro. A entrada de novos competidores deve acontecer, pois trata-se de um setor ainda bastante rentável, porém não acreditamos que estes representarão parte relevante do mercado no futuro.

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 35%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de cerca de 23% de caixa (ou equivalentes de caixa), liquidamos quase 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.

## Memórias de um Vendedor de Nióbio

Nos dias 2, 3 e 4 de março desse ano, o jornal Valor Econômico publicou reportagens sobre a transação de venda de 15% da CBMM (Companhia Brasileira de Metalurgia e Mineração) para um grupo de investidores asiáticos. Segundo as informações publicadas, a companhia teria sido avaliada em US\$ 13 bilhões, custando a recém-adquirida participação US\$ 1,95 bilhão a seus novos sócios.

O grupo de compradores foi composto por seis companhias, sendo quatro japonesas e duas coreanas, que adquiriram 2,5% cada. Os novos sócios terão direito a adquirir um volume equivalente em nióbio a sua participação na companhia. Essa é uma condição normal quando um cliente se torna sócio de um fornecedor estratégico de insumos para sua operação.

Para os poucos que perceberam, a transação chamou bastante atenção. Acreditamos que esse foi o motivo que levou a repórter do Valor a aprofundar o tema em três matérias seguidas.

Para o leitor, os pontos curiosos da história são: como essa companhia desconhecida poderia valer US\$ 13 bilhões, por que alguém pagaria tanto para ser minoritário em uma empresa fechada brasileira e para que serve esse tal de nióbio?

A CBMM é relativamente desconhecida, principalmente para quem não atua no mercado de mineração ou siderurgia. Para se ter ideia do que representa o valor da companhia, a família Moreira Salles, detentora de quase 100% do capital da CBMM é conhecida por ter sido controladora do Unibanco, sendo atualmente do grupo de controle do Itaú-Unibanco, maior grupo financeiro privado brasileiro. Hoje em dia, a participação da família no banco é de aproximadamente 9% do capital total, o que vale em mercado em torno de R\$ 15 bilhões. Já a CBMM foi avaliada na transação por um valor próximo de R\$ 21 bilhões (US\$13 bilhões).

Conversando com algumas pessoas sobre o tema, nos foi indicado um interessante livro que conta parte importante da história da empresa relatada por seu ex-diretor geral, José Alberto de Camargo.<sup>(2)</sup> O livro relata o período de 1974 a 2005, quando esteve no comando da CBMM.

Nosso interesse na história reside na tentativa de entendimento de como a mineradora veio a se transformar na líder do mercado que, devido ao poder de definição do preço do seu produto, se tornou muito lucrativa.

O nióbio (ou *columbium* nos EUA) é um metal que, quando utilizado no processo siderúrgico, produz um aço com maior resistência, tenacidade e soldabilidade. A proposta de valor do nióbio e seus produtos é bastante forte, uma vez que a adição de uma pequena quantidade, menos de 400 gramas por tonelada, é capaz de conferir ao aço as características acima, tornando-o melhor e mais econômico.

O nióbio começou a ser usado no processo siderúrgico na década de 20, entretanto, a dificuldade e a irregularidade dos estoques eram um entrave para sua maior utilização. A descoberta e o início da exploração das reservas brasileira e canadense possibilitaram sua adoção no processo siderúrgico.

A estratégia utilizada pela CBMM para desenvolver o mercado foi bastante interessante. De um lado, passaram a vender produtos de maior valor agregado como a microliga ferro-nióbio e, posteriormente, as superligas, ao invés do concentrado de nióbio. Adicionalmente, a desintermediação das tradings com o início da venda direta para o cliente final fez com que a companhia passasse a entender melhor as necessidades dos clientes.

Para gerar credibilidade em um produto produzido em um país com pouca tradição industrial, como o Brasil da época, a CBMM criou uma logística de distribuição que garantia o atendimento dos pedidos em 72 horas. Os clientes também podiam definir o tipo de embalagem que gostariam de receber o produto. Adicionalmente, o preço era definido de forma a não criar volatilidade e surpresas desagradáveis para os clientes.

Para estimular a demanda e novos usos, a CBMM patrocinou o desenvolvimento de pesquisas aplicadas a sua utilização em diversos países do mundo. Contratou engenheiros metalúrgicos e criou ainda um prêmio anual para as melhores publicações relacionadas ao tema.

O relacionamento próximo com os principais países produtores de aço foi fundamental. A companhia passou a se relacionar com a URSS e com a China ainda na época do comunismo. Posteriormente, o Japão passou a ser também um importante cliente.

Aos poucos, a companhia desenvolveu o mercado de nióbio, garantindo uma demanda recorrente para seus produtos. Sendo o maior produtor do metal no mundo (80%) e operando a mina com maior concentração de nióbio, a CBMM teve capacidade de aumentar gradativamente seus preços. O crescimento da China e o *boom* das commodities catalisaram esse processo.

O modelo de negócio desenvolvido pela empresa foi muito bem implementado por José Alberto de Camargo. Isso permitiu que a companhia gerasse um lucro em 2010 de R\$ 1,9 bilhão e que sua avaliação chegasse ao valor pago pelos compradores.

É gratificante ver materializada, mais de 69 anos depois, a visão de um grupo de empreendedores que iniciou o negócio e de Walter Moreira Salles que adquiriu o projeto em 1965 para dar continuidade.

A peculiaridade do caso reside no fato da CBMM ser uma companhia brasileira de alcance mundial, líder absoluta de seu mercado e com um modelo de negócios intensamente baseado em inovação e tecnologia. Raros são os casos de empresas brasileiras com essas características.

A família Moreira Salles teve o mérito de acreditar e continuar apostando em um projeto como esse. Muitos anos depois, teve seus méritos reconhecidos através da recente transação. O que podemos dizer é que negócios com essas características são o sonho de todo investidor, principalmente se adquirido a preços adequados.

Obrigado pela confiança.

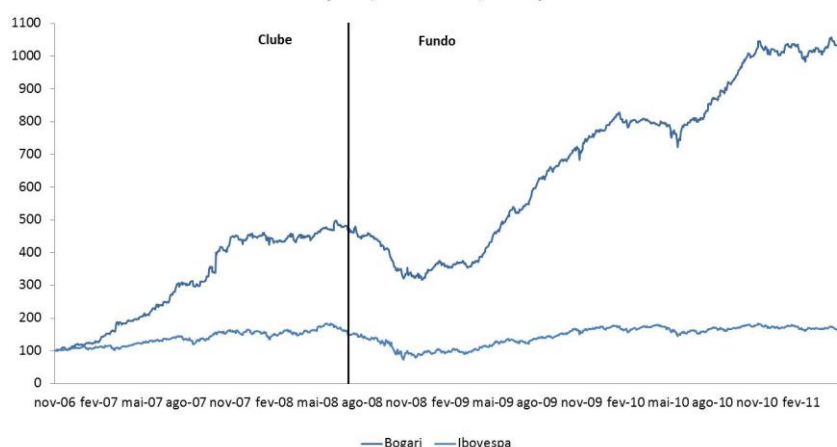
---

<sup>2</sup> Vannuchi, Camilo. *Memórias de um vendedor de nióbio. José Alberto de Camargo e a CBMM: trinta anos de desafios e conquistas*; editora do Autor, 2007.

## Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2011	Bogari	-2,0%	0,7%	2,1%	0,3%									1,1%
	Ibov	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%									-4,6%
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 - Abr/2011)

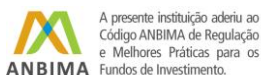


<sup>(1)</sup> Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

## Principais Características do Fundo

<b>Nome:</b>	<b>Bogari Value FIA</b>
<b>CNPJ:</b>	08.323.402/0001-39
<b>Conta do fundo (para TED):</b>	Banco Bradesco (237) AG. 2856-8 – CC. 615.173-6
<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>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>Custodiante:</b>	<b>Banco Bradesco S.A.</b>
<b>Auditor:</b>	<b>KPMG</b>

<b>Aplicação Mínima:</b>	R\$ 30.000,00
<b>Aplicação Máxima:</b>	R\$ 7.500.000,00
<b>Movimentações mínimas:</b>	R\$ 10.000,00
<b>Saldo mínimo:</b>	R\$ 30.000,00
<b>Horário limite para movimentações:</b>	13h
<b>Conversão de cotas na aplicação:</b>	D+1 da disponibilidade dos recursos.
<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". "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".