

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 agosto de 2011, apresentamos uma rentabilidade de -4,8%, contra uma variação do Ibovespa de -18,5%.

Desde o início das nossas operações<sup>(1)</sup>, acumulamos uma rentabilidade de +883%, comparada a +42% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 983.

Ano	Rentabilidade Anual		
	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2011	-4,8%	-18,5%	+13,6
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

Ano	Acumulado desde o Início		
	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2011	883,2%	41,5%	+841,7
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

Os meses de julho e agosto foram marcados por grande volatilidade nos mercados, decorrente da piora das perspectivas das economias internacionais. Estivemos perto do acionamento do *circuit breaker* da bolsa, com o Ibovespa quase caindo 10% em um único pregão, algo que não víamos desde o auge da crise de 2008. A situação internacional ainda não foi resolvida e continuamos cautelosos em relação ao desempenho do mercado acionário como um todo. Entretanto, buscamos nos aproveitar desta volatilidade comprando, em

momentos de quedas exageradas, ações de empresas que gostamos e acompanhamos.

Até agosto apresentamos um resultado nominal aquém do desejado, entretanto, quando avaliado contra nosso índice de referência, apresentamos uma diferença positiva de mais de 13 pontos percentuais.

Como colocado em outras oportunidades, temos grande preocupação com o *downside* do fundo. Acreditamos que se tivermos uma queda consistentemente menor, as chances de termos um resultado melhor a longo prazo serão mais altas. Sob esta ótica, temos tido bastante consistência na implementação da estratégia de investimento, uma vez que regularmente vimos caindo menos que o mercado.

Nossas cartas são divididas na apresentação da performance do período, essa seção, em uma breve atualização da carteira e um ou mais temas de diferentes naturezas que valem a pena comentar. Nesta edição, faremos uma revisita a uma análise que divulgamos há três anos sobre quedas e retornos da bolsa.

## Carteira

Nossa carteira veio sendo gradativamente alterada ao longo do ano. Novas posições vêm sendo montadas à medida que o mercado nos oferece ativos com baixos preços e risco e boas perspectivas para os próximos anos. Entretanto, as principais posições do fundo pouco se alteraram nos últimos meses. As características mais comuns de parte relevante de nossos ativos são estabilidade do modelo de negócios, baixa necessidade de investimento, alta rentabilidade sobre capital investido e múltiplos adequados.

Os últimos meses também foram marcados pela divulgação dos resultados do segundo trimestre do ano. O Itaú apresentou um resultado abaixo das expectativas de mercado, devido principalmente a um aumento na inadimplência da carteira de crédito de pequenas e micro empresas. Entendemos que este problema é normal e faz parte do negócio bancário.

Com a concentração do sistema bancário nacional e a fragilidade dos bancos estrangeiros, a competição no varejo bancário brasileiro tende a ser muito limitada. Portanto, o maior inimigo de cada banco acaba sendo sua expectativa de crescimento, traduzida em agressividade comercial e flexibilização da política de

<sup>1</sup> O veículo foi fundado em 1/11/2006 como um clube de investimento. Em 8/7/2008, foi transformado no Bogari Value FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses é de R\$ 72,6 milhões e o atual de R\$ 86,4 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 8,5%.

crédito. A execução conservadora da estratégia dos grandes bancos nacionais por si só deve ser suficiente para obtenção de bons resultados em termos de rentabilidade. Na verdade, os bancos privados devem se preocupar em não acompanhar os bancos públicos na execução de política monetária do governo, evitando crescer demais em momentos que deveriam estar restringindo sua política comercial.

A Redecard apresentou um resultado até certo ponto surpreendente, com aumento das margens cobradas sobre as transações de cartão de crédito e débito (MDR). Conforme falamos em nossa última carta, esperávamos um arrefecimento da competição e parece ter sido isso exatamente o que ocorreu. Mantida esta tendência de queda menor nos MDRs, devemos ter um ponto de inflexão nos resultados da empresa, com o crescimento do volume de transações compensando a queda nas margens, levando novamente a um crescimento do lucro e geração de caixa.

Além disso, nos casos de Redecard e Cielo, temos a vantagem do repasse praticamente automático da inflação, que está no maior nível em vários anos. Como a empresa recebe um percentual do valor das transações, qualquer aumento de preços nos produtos pagos com cartões de crédito e débito aumenta a receita das companhias.

Após o primeiro trimestre com apenas um lançamento, a Helbor lançou oito empreendimentos no segundo trimestre, sendo que nenhum deles foi na cidade de São Paulo. Isso mostra que a estratégia de diversificação do banco de terrenos foi acertada, uma vez que a empresa continua em um bom ritmo de crescimento mesmo com a morosidade apresentada na aprovação de projetos pelas prefeituras, especialmente em São Paulo.

Os números operacionais e financeiros da empresa continuam muito fortes, com alta velocidade de vendas, margens e retorno sobre o capital. Operacionalmente, não vislumbramos uma queda brusca no setor imobiliário no curto prazo, mas mesmo que isso aconteça a Helbor está preparada, com um estoque baixo de unidades, despesas corporativas enxutas e pouca dívida.

Conforme esperávamos, a Grendene não teve um resultado bom no segundo trimestre, apresentando queda de volume de vendas e consequente perda de *market share* no setor de calçados. O preço das ações refletiu este resultado ruim, porém acreditamos que com certo exagero.

Por outro lado, houve um fato bastante significativo. Uma das iniciativas do governo para aumentar a competitividade da indústria nacional foi desonerar a folha salarial para certas indústrias como calçados, móveis e têxteis. No caso da Grendene, esta desoneração por si só deve aumentar o lucro da empresa em 15%, se mantidas as condições atuais de produção. Com isso, apesar do resultado fraco, a empresa continua barata e agora tem ótimas perspectivas de aumento do

lucro em 2012, com a consequente manutenção do elevado nível de dividendos distribuídos.

Comentamos em cartas anteriores que o *turnaround* da Tempo estava terminando e que agora o foco deveria ser no crescimento das diversas linhas de negócio. O resultado do segundo trimestre mostrou que a empresa ainda não conseguiu alcançar um crescimento sustentável nos setores em que atua. Adicionalmente, a implementação do acordo com a Caixa Econômica Federal vem sendo executada de forma bastante lenta. Entretanto, esperamos que nesse segundo semestre seja iniciada a operacionalização das vendas de planos de saúde em algumas agências.

Além disso, o novo presidente da empresa possui um perfil bastante adequado para a tarefa de conduzir a empresa de volta ao crescimento sustentável. Novos contratos estão sendo negociados, com boas perspectivas de fechamento para os próximos meses.

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 39%. O nível de liquidez é relativamente alto: além de cerca de 17% de caixa (ou equivalentes de caixa), convertemos mais de 90% do fundo em caixa em apenas 10 dias. Continuamos com bons ativos, a bons preços, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

## Quando Comprar?

Em 2008 fizemos uma análise sobre o comportamento do mercado após quedas relevantes da bolsa. Nosso objetivo era entender o que aconteceu 1, 3 e 5 anos após cada um dos últimos eventos de fortes quedas no mercado acionário local. Com isso, teríamos algum subsídio para poder responder a perguntas frequentes que recebíamos sobre o mercado e os investimentos em ações.

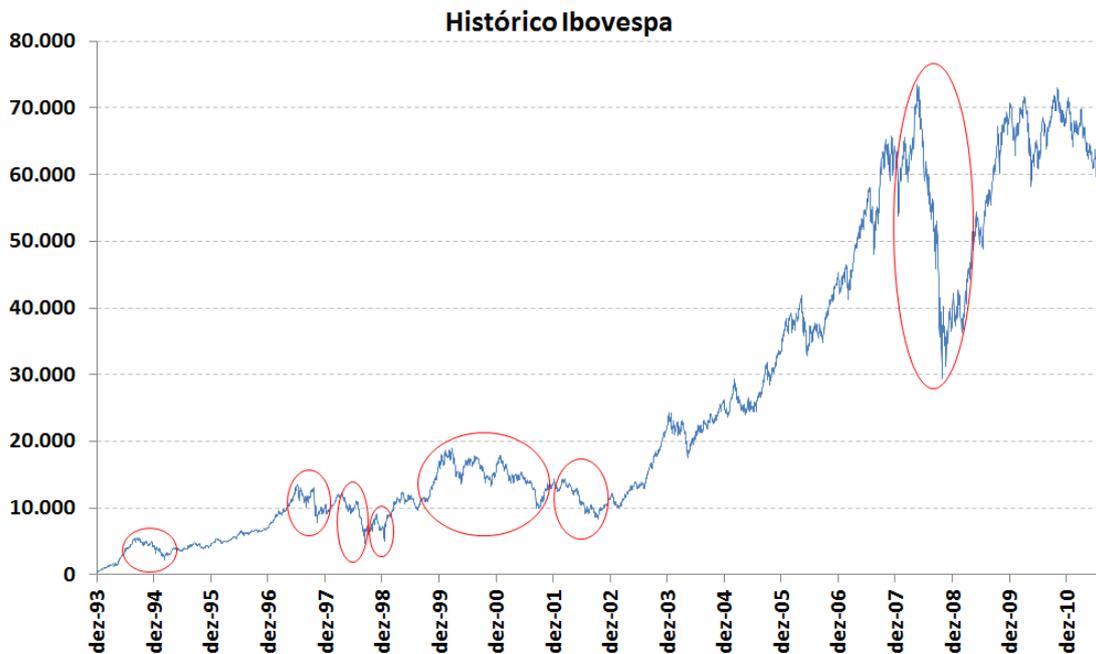
Para esse efeito, foi considerada uma queda relevante cada evento em que o mercado, aqui representado pelo Ibovespa, caísse mais de 35% a partir de qualquer pico intermediário. Esse patamar foi escolhido arbitrariamente e poderia ter sido definido de forma diferente, assim como os períodos de “checagem” posteriores definidos acima.

Naquela época, a ideia era tentar verificar se, mesmo sem significância estatística, o índice tenderia a se recuperar em prazos mais longos. Adicionalmente, poderíamos ter uma ideia de quais foram esses prazos no passado.

Hoje, em 2011, três anos após termos divulgado tal análise, resolvemos revisitá-la.

Idealmente, o investimento ótimo em ações seria comprar no patamar mais baixo do mercado e vender no mais alto. Na prática, executar isto é impossível, pois não há como saber quando chegamos nestes momentos. Entretanto, o mercado nos dá informações importantes - e simples - que nos permitem chegar mais perto dos pontos ótimos de compra. Por obviedade, sabemos que quando caímos muito, estamos mais perto da mínima do que estávamos antes. Com isso, a ideia é comprar em momentos de fortes quedas.

A premissa básica por trás dessa estratégia é que em algum momento o mercado voltará a subir. A lógica é que o mercado, no longo prazo, tende a acompanhar o fundamento das empresas e essas, por sua vez, tendem a acompanhar o desenvolvimento da economia como um todo. Citando uma frase atribuída a Benjamin Graham, "In the short-run, the market is a voting machine (...) but in the long-run, the market is a weighing machine." Traduzindo, no curto prazo as ações são avaliadas por sua popularidade, mas no longo prazo, pela sua substância.



**Resumo Quedas Ibovespa**

Data		Queda	+ 1 ano	+ 3 anos	+ 5 anos
Pico	Vale				
set-94	jan-95	-40,7%	41,3%	178,8%	420,6%
jul-97	nov-97	-35,1%	-7,0%	69,5%	10,9%
abr-98	ago-98	-35,0%	26,9%	64,1%	81,0%
nov-98	jan-99	-38,2%	208,0%	141,9%	326,2%
mar-00	set-01	-35,3%	-20,7%	83,6%	199,5%
mar-02	jul-02	-36,3%	49,2%	169,8%	484,7%
mai-08	set-08	-37,6%	31,2%	24,6%	
<b>Média</b>		<b>-36,9%</b>	<b>47,0%</b>	<b>104,6%</b>	<b>253,8%</b>

**Comparativo Bogari**

Data		Queda	+ 1 ano	+ 3 anos
Pico	Vale			
mai-08	set-08	-14,2%	65,6%	145,5%

Dito isso, vamos aos dados. Para um percentual de 35% de queda a partir de algum pico intermediário, desde 1994 identificamos 7 momentos de compra (ver gráfico). Como pode ser observado na tabela, após três anos desde o momento da compra, teríamos um retorno de 105% na média. Cinco anos após as compras, teríamos um retorno médio de 254%.

É possível verificar ainda que o investimento passivo no Ibovespa não capturou de forma plena o potencial de rentabilidade que outras carteiras capturaram. Um dos motivos é que aqui estamos fazendo uma fotografia de uma carteira teórica em um determinado momento, enquanto outros portfólios acabam fazendo alocações dinâmicas, se aproveitando das quedas posteriores e alterando sua composição ao longo do tempo. Como exemplo, podemos verificar que depois da queda de 2008, enquanto o índice variou 31% e 25% após 1 e 3 anos respectivamente, nosso veículo variou 66% e 146% nos mesmos períodos.

Certamente a análise não tem rigor estatístico, pois a amostra é pequena. Entretanto, podemos identificar alguns pontos interessantes.

Primeiro, quedas relativamente fortes ocorreram regularmente nos últimos anos, em média a cada 2,5 anos. Segundo, comprar após grandes quedas parece ser um bom negócio, uma vez que o retorno esperado, independente do prazo verificado, foi bom. Terceiro, o prazo de maximização dos resultados parece variar, embora aparentemente a manutenção por prazos maiores tenda a gerar resultados melhores, o que nos parece coerente. Finalmente, os retornos acabam sendo piores quando os períodos de verificação “casam” com novos períodos de grandes quedas.

Como podemos estender o verificado acima para maximizar nossos retornos no longo prazo?

Um fato da vida é que podemos esperar que, com alta probabilidade, fortes quedas irão acontecer no futuro.

Não conhecemos qual sua regularidade e intensidade, mas sabemos que irão acontecer.

Quedas relevantes da bolsa parecem ser bons momentos para o início ou o aumento de investimentos em renda variável. Não achamos que o índice seja a melhor cesta de ativos a ser comprada no longo prazo, mas sua queda é um bom indicador. O que preferimos é investir nas empresas que acreditamos ter baixo risco operacional e boas perspectivas.

Muitos autores pregam a compra através de preço médio, ou seja, comprar lotes iguais independente do preço dos ativos. Isto garante que não se pagará o preço mais alto, mas por outro lado também não gera uma média baixa. Talvez, o mais indicado seja começar a comprar com quedas menores, como ao redor de 20% ou 25%, e ir aumentando os lotes de compra à medida que o índice aumenta a intensidade de desvalorização. É claro que é mais fácil falar (ou escrever, no caso) do que fazer, uma vez que, na prática, essa dinâmica requer bastante disciplina e não sabemos até onde o preço dos ativos cairá.

De qualquer forma, o importante é ter a estratégia delineada e se preparar antes da ocorrência desses eventos. Assim, quando os mesmos ocorrerem é mais fácil executar o planejado.

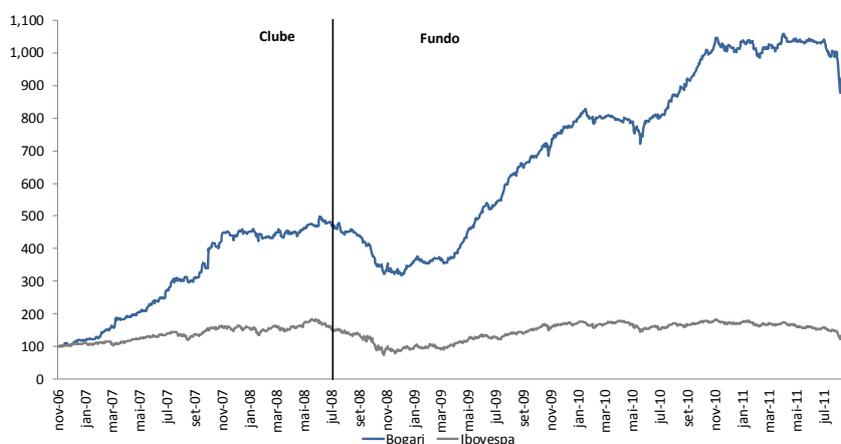
Não existe estratégia perfeita nem uma receita de bolo para indicarmos o momento de compra de ações. Mas apesar de o futuro não repetir exatamente o passado, este pode ser uma boa *proxy* e devemos aprender com ele. Portanto, parece ser uma boa ideia comprar esses ativos depois de quedas fortes. Em longos períodos de investimento, aumentar a participação a preços mais baixos tende a gerar retornos superiores.

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%	2,1%	0,3%	0,0%	-0,9%	-2,9%	-2,1%					<b>-4,8%</b>
	Ibov	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%					<b>-18,5%</b>
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%	<b>29,5%</b>
	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%	<b>1,0%</b>
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%	<b>122,0%</b>
	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%	<b>82,7%</b>
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%	<b>-20,1%</b>
	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%	<b>-41,2%</b>
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%	<b>278,8%</b>
	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%	<b>43,7%</b>
2006 <sup>(1)</sup>	Bogari											5,1%	12,9%	<b>18,7%</b>
	Ibov											5,0%	6,1%	<b>11,4%</b>

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

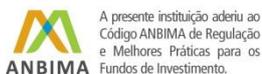


<sup>(1)</sup> Os dados até 8/07/2008 referem-se ao Bogari Clube de Investimentos.

## 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 3219-2600 (SAC) / 21 3219-2501 (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 (dias corridos).
<b>Pagamento do resgate:</b>	D+33 da solicitação (30 dias corridos + 3 dias úteis).
<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".