

**BOGARI VALUE FIC DE FIA**  
Carta Bogari 28 – Carteira

Bogari Value FIC de FIA é um veículo de investimento em 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 novembro apresentamos uma rentabilidade de +5,6%, contra uma variação do Ibovespa de +6,2%.

Desde o início das nossas operações<sup>1</sup>, acumulamos uma rentabilidade de +1.320%, comparada a +37% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.420.

### Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2014	5,6%	6,2%	-0,6
2013	4,5%	-15,5%	+20,0
2012	25,1%	7,4%	+17,7
2011	-0,5%	-18,1%	+17,6
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.)
2014	1.319,9%	37,0%	+1.282,8
2013	1.244,0%	29,0%	+1.215,0
2012	1.186,5%	52,6%	+1.133,9
2011	928,4%	42,1%	+886,3
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 2014 foi caracterizado por dois eventos que atraíram bastante atenção da população: Copa do Mundo e Eleições. Esses acontecimentos apresentaram como característica a redução da atividade econômica e o adiamento de decisões relevantes no âmbito de investimentos. Não surpreende, portanto, que a atividade econômica do país tenha se mantido apenas estável, mesmo com todos os estímulos do governo. Como

<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 e em 26/10/2012 no Bogari Value FIC FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses foi de R\$ 323,3 milhões e o atual é de R\$ 302,5 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de +4,0%.

consequência, o mercado se comportou de forma errática ao longo do ano, e ao vento das pesquisas eleitorais no segundo semestre, variou entre a expectativa de uma renovação da liderança do país e a manutenção da mandatária atual.

A eleição tinha como resultado dois cenários bastante distintos que refletiam acentuadamente na expectativa e no valor das empresas brasileiras.

O resultado das urnas de manutenção da presidente e a política econômica atual geram expectativa de um valor presente para o fluxo de caixa das companhias menor do que seria com a mudança de governo. Isso ocorre principalmente por dois motivos: o primeiro é um potencial de crescimento menor no médio prazo, e o segundo é o aumento do risco percebido pelo mercado, gerando a exigência de descontar tais fluxos de caixa por uma taxa de desconto maior.

Neste contexto, optamos por construir uma carteira que em qualquer cenário não sofreria de forma muito acentuada. Dessa forma, reduzimos algumas posições que poderiam ter um impacto maior devido ao resultado das eleições e adquirimos ou mantivemos outras posições que teriam comportamento mais micro econômico, dependendo menos do cenário político.

Nossas cartas são divididas na apresentação da performance do período, esta seção, em uma breve atualização da carteira e um ou mais temas de diferentes naturezas que valem a pena comentar.

Nesta edição nosso tema principal será a nossa carteira, portanto não faremos somente uma breve atualização, mas sim uma descrição um pouco mais extensa sobre nossos principais investimentos e suas perspectivas. Além disso, faremos um breve comentário sobre temas que dominaram as eleições.

## Hiroo Onoda

Em janeiro de 2014 morreu Hiroo Onoda, soldado do exército imperial japonês. Onoda ficou conhecido por ter sido o penúltimo soldado a se render na 2ª Guerra Mundial (o último foi Teruo Nakamura, que obteve menos atenção do que Onoda). A rendição ocorreu depois de diversas tentativas de convencê-lo que a guerra tinha acabado. Sua principal exigência para rendição era que seu superior direto, Major Yoshimi Taniguchi, desse a ordem

pessoalmente. Finalmente, em 1974 Onoda se rendeu após Taniguchi comunicar que não só a guerra tinha acabado, como o Japão havia perdido.

O processo eleitoral de 2014 acabou radicalizando para todos os lados. Para os observadores, muitas vezes parecia que estávamos observando outro Hiroo Onoda. Discussões de cunho comunista, como luta de classes, hegemonias e coisas do tipo nos levaram a reviver o período da guerra fria. Em alguns momentos parecia que estávamos em 1950.

Entretanto, parece que esqueceram de avisar que estamos completando 25 anos da queda do muro de Berlim e que os países comunistas já deixaram essa condição há anos. Mais ainda, o povo da Europa Oriental não está nem um pouco interessado em reviver tal experiência.

No entanto, os soldados da “tribo” Onoda continuam lutando. Talvez esteja na hora de chamarmos o Major Taniguchi para levar os Onoda à rendição...

## Carteira

Nossas posições da carteira normalmente oscilam pouco ao longo do tempo e nos últimos trimestres não tem sido diferente. Entretanto, este ano vendemos participações em algumas empresas que carregávamos no portfólio há algum tempo. O principal motivador das vendas foi o risco de mudanças relevantes no ambiente operacional das empresas. Como acontece algumas vezes, nossa percepção de risco é diferente da média de mercado e as ações continuaram subindo após nossas vendas.

Decidimos vender Cemig por acreditar que havia o risco de mudança de governo em Minas Gerais, potencialmente mudando o perfil de comando da empresa. Adicionalmente, o preço da ação já embutia a manutenção pela Cemig das usinas não renovadas por pelo menos alguns anos. Como este é um caso complexo, que está sendo decidido na justiça, preferimos tratá-lo como opcionalidade e não como certeza. Por isso a continuidade do investimento não fazia mais sentido.

Reduzimos algumas outras posições menores e com menos liquidez, pois acreditamos que o mercado passará por um período em que os ativos menores e de menor qualidade relativa serão mais descontados quando comparados com ativos de primeira linha.

Como exemplo, podemos citar a venda da nossa participação em BHG. Aproveitamos a alta da ação devido ao anúncio da oferta de fechamento de capital para reduzir nossa participação. Acreditamos que o caso veio a ser mais complexo que inicialmente avaliamos por motivos como uma maior correlação com a economia e maior competição, tanto de novos hotéis quanto de novas ofertas como o AirBnB.

Nossa carteira continuou focada em bons ativos com preços atrativos. As principais posições são:

### Itaú (Itaúsa)

O setor bancário brasileiro se caracteriza por uma alta concentração dos bancos de varejo, com poucos players com abrangência nacional. Em um setor consolidado, com players racionais, uma briga por preço normalmente não é uma estratégia benéfica para os participantes, havendo perda de valor para o setor como um todo.

Apesar disso, nos últimos anos vimos o setor bancário passar por um período de ajustes devido ao acirramento da concorrência por crescimento e captação capitaneada pelos bancos públicos.

O Itaú tentou, na medida do possível, não entrar nesta competição por spreads e elaborou uma estratégia focada em reduzir riscos na carteira, concentrando o crescimento em linhas de empréstimo menos arriscadas e com maior colateral, controle rígido de custos e aumento da participação de receitas de serviços.

Os últimos resultados do banco têm demonstrado que a estratégia foi bem sucedida, com o retorno do banco aumentando à medida que as novas carteiras de créditos mais seguros foram maturando e as antigas reduzindo sua representatividade. Não víamos estes níveis de retornos no banco desde 2011.

O que esperamos:

Os bancos públicos estão mais alavancados devido ao forte crescimento dos últimos anos, tendo tomado parte importante do market share dos bancos privados. A base de capital atual destes bancos, ainda mais em função do início da implementação das regras de Basileia III, não possibilita a continuidade do ritmo de crescimento evidenciado recentemente.

Com isso, esperamos que uma menor concorrência permita um crescimento um pouco maior do Itaú, porém ainda com parcimônia devido à situação macroeconômica delicada do país. Se houver sinais de melhoria na situação do país, o Itaú tem tudo para conseguir capturar em seus resultados esta melhora.

### Cosan

A ação da Cosan tem passado por momentos de altos e baixos no mercado este ano. Em parte por causa da fusão da Rumo com a ALL, que teve uma negociação longa e conturbada. Ainda é necessária a aprovação do Cade para a conclusão da fusão, mas parte das incertezas foi sanada com o acordo selado e a aprovação da ANTT.

O segmento de distribuição de combustíveis tem apresentado resultados consistentes ao longo do tempo,

com crescimento de volumes, apesar do crescimento baixo do PIB em 2014, e melhora na rentabilidade.

O segmento de açúcar e etanol tem tido baixa rentabilidade, em parte por causa da sobreoferta de açúcar no mercado mundial, comprimindo seu preço e em parte pela política de não reajuste a preços de mercado da gasolina, que comprime os preços do etanol. Apesar do cenário macro desafiador, a empresa tem feito ajustes na operação para obter uma melhor rentabilidade. Existem algumas iniciativas de corte de custos e maior aproveitamento de material orgânico para cogeração, que devem fazer com que haja uma melhoria de rentabilidade.

Quanto a Comgás, a postergação da revisão tarifária foi em certa medida boa, para que o tema não se confundisse com as eleições. Entretanto, até que se feche os termos finais, a empresa não tem acelerado investimentos na rede, pois não tem como saber a rentabilidade dos mesmos.

O que esperamos:

Apesar de se tratar de um tema complexo, não vemos grandes empecilhos para a aprovação da fusão da Rumo com a ALL, porém após a fusão a nova empresa deve passar por uma grande fase de ajustes operacionais. Deve haver uma revisão de processos, pessoal e contabilidade. Para aumentar a capacidade de transporte e eficiência da malha, serão necessários investimentos, que devem demorar algum tempo para maturar. No entanto, após este período a nova empresa tem tudo para ser uma excelente geradora de caixa.

No mercado de distribuição de combustíveis, vemos espaço para crescimento, porém um pouco menos do que nos últimos anos, pois a economia não deve ajudar, com um PIB fraco e crescimento menor da frota de automóveis. Entretanto, o crescimento deve ser sustentado pelo aumento no número de postos, através da conversão de postos bandeira branca.

O Governo já começou e deve continuar mesmo que timidamente a promover um realinhamento dos preços da gasolina no mercado interno em relação à paridade com o mercado internacional. Além disso, a oferta mundial de açúcar não tem tido aumento considerável, com isso o balanço de oferta/demanda deve ficar mais apertado nas próximas safras, favorecendo os preços. Sendo assim, esperamos que o negócio de açúcar e etanol tenha uma melhora em sua rentabilidade nos próximos anos.

Na Comgás, esperamos um incremento de investimentos nos próximos anos, depois da realização da revisão tarifária, quando a empresa terá condições de projetar qual será a rentabilidade dos investimentos.

## Equatorial

No front operacional, a operação da distribuidora do Maranhão (Cemar) continua indo bem, apresentando índices operacionais de excelência, se comparados à média do setor. O crescimento acelerado da região nos últimos anos tem trazido um forte incremento da demanda por energia, que é uma das poucas variáveis das quais a empresa consegue se apropriar ao longo do ciclo de operação.

Já no caso da distribuidora do Pará (Celpa), o processo de turnaround operacional está indo bem, sem grandes surpresas, apesar de ainda haver um caminho grande a ser percorrido para atingir as metas regulatórias estipuladas.

O grande risco atualmente está em um possível racionamento de energia em 2015. Os reservatórios estão em um nível historicamente baixo e se o período de chuvas não for favorável, será necessário adotar a restrição de oferta de energia. Como o risco de um crescimento da demanda de energia menor é da empresa, existe a possibilidade de afetar o retorno do investimento.

O que esperamos:

O turnaround da Celpa deve ser bem sucedido, com a Equatorial conseguindo melhorar bastante os indicadores operacionais e financeiros da empresa. A Cemar deve continuar entregando bons resultados, sendo um dos benchmarks de performance operacional do setor.

Na hipótese de um cada vez mais eminente racionamento, esperamos que a empresa não seja tão afetada, pois está em uma região majoritariamente de baixo consumo médio. Com isso, o corte de energia exigido para quem consome pouco pode ser menor, como foi feito no último episódio de 2001.

Temos ainda uma opcionalidade não precificada, que é uma nova aquisição nos próximos anos. As distribuidoras sob o guarda-chuva da Eletrobrás têm enfrentado dificuldades para cumprir as metas operacionais. A empresa não tem conseguido melhorar estas operações, que demandam mais investimentos e melhor gestão. Com a MP 579, a Eletrobrás perdeu parte relevante de sua receita e conseqüentemente do seu poder de investimento. No plano de reestruturação de suas operações está prevista a privatização de algumas dessas operações, o que pode criar uma boa oportunidade para a Equatorial.

## Cielo

A Cielo tem atravessado um período de contestação de seu modelo de negócios e mudanças no ambiente competitivo. A empresa passou de um virtual duopólio de mercado até 2010, para um período de entrada de novos concorrentes e pela instituição de um marco regulador protagonizado pelo Banco Central.

Ao longo destes anos, a empresa tem se comportado bem como incumbente do mercado, ou seja, sem estimular uma guerra por preço e market share, tentando manter a rentabilidade da indústria.

Apesar de as taxas cobradas sobre as transações de crédito e débito apresentarem uma trajetória decrescente, intensificada em certos momentos pela competição, o crescimento de volume e ganho de escala da Cielo têm compensado esta queda. Com isso, os resultados têm melhorado ao longo do tempo.

O crescimento do volume de transações de débito e crédito tem se mostrado bastante resiliente, mas sua intensidade tem diminuído nos últimos períodos, refletindo uma desaceleração da economia. Por outro lado, o adiantamento de recebíveis tem crescido bastante, hoje representando cerca de 18% das transações de crédito da empresa.

A operação está indo bem, mas atualmente o maior risco está no front regulatório. O Banco Central está exigindo mudanças no ambiente competitivo, dentre as quais, que o compartilhamento das bandeiras seja completo, mesmo para as bandeiras menores, que possuem exclusividade de determinados adquirentes. Com isso, teremos uma maior pressão competitiva, pois a partir desta mudança os estabelecimentos poderão ter "máquinas POS" de um só adquirente. Isso poderia levar a uma redução da receita de aluguel de POS, porém acreditamos que este efeito será limitado. Outras iniciativas regulatórias visando o aumento da competição devem ser implementadas no futuro.

O que esperamos:

O mercado como um todo deve continuar crescendo, mas a taxas um pouco menores do que nos últimos anos. O processo de bancarização e substituição de dinheiro/cheque por meios eletrônicos ainda não acabou, mas já está em um nível mais avançado.

Os novos entrantes devem continuar ganhando share de volume de transações, inclusive se beneficiando da possibilidade de compartilhamento de bandeiras que deve estar efetivamente implementada em breve. Porém este market share pode ser enganoso, pois a diferença de rentabilidade entre um cliente de porte maior e menor é muito grande. Como a Cielo tem maior capilaridade em sua rede de distribuição, apoiada pelas agências de seus bancos controladores (Banco do Brasil e Bradesco), ela consegue alcançar clientes menores, e mais lucrativos, que seus competidores. Com isso, esperamos que a companhia perca volume nos clientes grandes, onde a competição é mais acirrada, mas mantenha ou até aumente a penetração nos clientes menores, onde está a maior rentabilidade do mercado.

Do ponto de vista regulatório, tem se especulado a possibilidade da mudança do prazo de pagamento aos lojistas, porém não acreditamos em nenhuma mudança no curto prazo. Este é um ponto delicado e qualquer alteração deve ser bastante discutida pelo Banco Central com a indústria. E como as últimas medidas para aumentar a competição ainda não estão implementadas e maduras, esta discussão deve demorar um pouco a ocorrer.

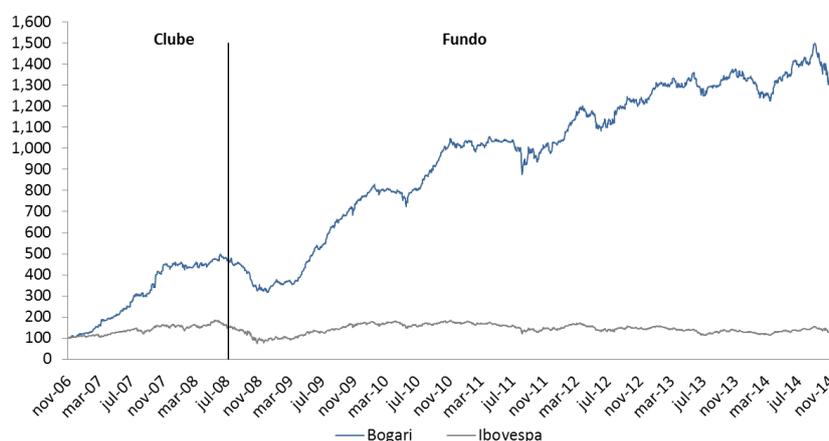
Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 13% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 40%. O nível de liquidez é alto: além de cerca de 27% de caixa (ou equivalentes de caixa), convertemos mais de 90% do fundo em caixa em apenas 7 dias. Continuamos com bons ativos, a preços adequados, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Obrigado pela confiança.

## Varição da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2014	Bogari	-5,9%	-0,5%	3,4%	1,7%	1,5%	4,1%	0,2%	6,5%	-7,7%	1,1%	1,9%		5,6%
	Ibov	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,2%		6,2%
2013	Bogari	1,2%	0,9%	-0,4%	1,2%	0,4%	-3,6%	0,8%	0,4%	2,1%	3,7%	-0,7%	-1,5%	4,5%
	Ibov	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,8%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%
2012	Bogari	5,9%	5,9%	2,2%	0,0%	-6,0%	1,1%	4,3%	2,0%	2,6%	-0,4%	1,7%	4,1%	25,1%
	Ibov	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%
2011	Bogari	-2,0%	0,7%	2,1%	0,3%	0,0%	-0,9%	-2,9%	-2,1%	-1,9%	4,2%	0,8%	1,5%	-0,5%
	Ibov	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%
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%	3,1%	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 - Nov/2014)



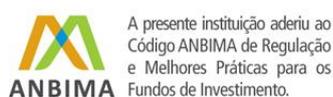
(1) O veículo foi fundado em 1/11/2006 como um clube de investimento. Em 8/7/2008, foi transformado no Bogari Value FIA e em 26/10/2012 no Bogari Value FIC FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses foi de R\$ 323,3 milhões e o atual é de R\$ 302,5 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de +4,0%.

## Principais Características do Fundo

### Informações sobre o produto

<b>Administrador</b>	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	<b>Aplicação</b>	D+1 (dias úteis)
<b>Gestor</b>	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	<b>Resgate</b>	D+30 (dias corridos)
<b>Distribuidor</b>	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	<b>Liquidação</b>	D+33 (30 dias corridos + 3 dias úteis)
<b>Custódia</b>	Banco Bradesco S.A.	<b>Taxa de Administração</b>	2,175% (Taxa Máxima: 2,5%)
<b>Auditor</b>	PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes	<b>Taxa de Performance</b>	20% do que exceder Ibovespa (com marca d'água)
<b>Aplicação mínima</b>	R\$ 30.000,00	<b>Código Anbima</b>	212962
<b>Saldo mínimo</b>	R\$ 30.000,00	<b>Classificação</b>	Ações Ibovespa Ativo
<b>Movimentação mínima</b>	R\$ 10.000,00	<b>Cota</b>	Fechamento
<b>Aplicação máxima</b>	R\$ 20 milhões	<b>Horário</b>	9hs às 14hs
<b>Público-Alvo</b>	Investidores em Geral	<b>Imposto de renda</b>	15% sobre o ganho nominal

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. 07 das Diretrizes Anbima: "LEIA O PROSPECTO E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR" "RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA" "FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO - 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". "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".



Rua Jardim Botânico, 674/523 | Jardim Botânico | Rio de Janeiro - RJ | Tel 55 21 2249-1500  
[www.bogaricapital.com.br](http://www.bogaricapital.com.br)

BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61)  
Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905  
Telefone: (21) 3219-2500 Fax (21) 3974-2501 [www.bnymellon.com.br/sf](http://www.bnymellon.com.br/sf)  
SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219  
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219