

BOGARI VALUE FIC DE FIA
Carta Bogari 30 – Telecom no Brasil

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 setembro apresentamos uma rentabilidade de -1,1%, contra uma variação do Ibovespa de -9,9%.

Desde o início das nossas operações¹, acumulamos uma rentabilidade de +1.253%, comparada a +13% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.353.

Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2015	-1,1%	-9,9%	+8,8
2014	+1,8%	-2,9%	+4,7
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 ⁽¹⁾	-20,1%	-41,2%	+21,1
2007 ⁽¹⁾	+278,8%	+43,7%	+235,2
2006 ⁽¹⁾	+18,7%	+11,4%	+7,3

Acumulado desde o Início

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2015	+1.252,9%	+12,8%	+1.240,1
2014	+1.267,9%	+25,2%	+1.242,7
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 ⁽¹⁾	+259,3%	-6,0%	+265,3
2007 ⁽¹⁾	+349,6%	+60,0%	+289,6
2006 ⁽¹⁾	+18,7%	+11,4%	+7,3

Nos últimos meses a bolsa como um todo tem caído com o agravamento da crise econômica. As previsões de contração da atividade já apontam para uma recessão mais profunda em 2015 e 2016. Para piorar, o quadro político não tem ajudado nas expectativas, pois as medidas necessárias para resolver o déficit do orçamento não são

aprovadas. E as medidas estruturais para ampliar o crescimento de longo prazo não estão nem sendo discutidas.

Com tanta incerteza, as expectativas de resultados para as empresas não são boas, e devemos ver piores operacionais nos resultados de final de ano e no início do ano que vem. Como consequência, as companhias têm cortado investimentos e revisto o nível de custos e despesas, tentando preservar a rentabilidade neste cenário conturbado. Porém isso acaba não ajudando a saída desta espiral de contração econômica.

Dentro deste cenário, temos conseguido alcançar um de nossos objetivos, que é ter quedas substancialmente menores quando o mercado cede. Vemos algumas empresas de qualidade negociando a bons preços, mesmo incorporando a piora da economia no cenário. Porém a situação pode piorar antes de melhorar, portanto nossa estratégia tem sido comprar aos poucos os ativos com melhor risco-retorno, aumentando a exposição à medida que os preços se tornam mais atrativos.

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 falaremos sobre o desenvolvimento da indústria de telecomunicações no Brasil.

Carteira

A desaceleração econômica tem sido maior do que o esperado, não trazendo boas perspectivas para o crescimento e qualidade de crédito no Itaú. Com o aumento de desemprego, devemos ter um aumento da inadimplência para Pessoas Físicas. Entretanto, a mudança do mix nos últimos anos deixa o banco melhor preparado do que no passado, pois a composição de carteira está mais voltada para créditos de menor risco, como consignado e imobiliário.

Na parte de Pessoa Jurídica, temos um problema potencial maior com algumas empresas grandes, como aquelas envolvidas na operação Lava-Jato e de setores cíclicos. O banco tem se preparado para eventuais perdas, já tendo um provisionamento maior do que o histórico e tendo constituído provisões excedentes no balanço. Porém é difícil quantificar quando e quanto realmente será a perda

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\$ 268,5 milhões e o atual é de R\$ 205,3 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de -1,9%.

com as empresas. O que sabemos é que em nossas simulações o banco ainda possui muito valor mesmo com níveis de perdas elevados nos próximos anos.

Além do provável aumento de inadimplência, o banco tem sofrido também com medidas do Governo para aumentar sua arrecadação. Houve aumento de CSLL em 5% por 3 anos e limitação a 5,0% da taxa de juros utilizada para cálculo de juros sobre capital próprio. Apesar de terem reduzido em parte o potencial de lucro dos bancos, estas medidas acabaram sendo menos danosas do que poderiam ter sido.

Na Cielo, temos uma dinâmica diferente dos últimos anos nas suas linhas de negócio, que acabam resultando em bons números para a empresa. Por um lado, a economia e o consumo do país têm desacelerado, fazendo com que os volumes transacionados em sua rede cresçam menos do que a inflação no curto prazo. Por outro lado, essa mesma dificuldade faz com que os lojistas necessitem de mais capital de giro, antecipando mais recebíveis. As taxas de antecipação têm aumentado, fazendo com que o resultado desta linha compense os volumes de crédito e débito. A empresa também está fazendo seu dever de casa, devendo reduzir seus custos com a maturação de alguns projetos que já estão em andamento há algum tempo.

No front regulatório, a liberação das pequenas bandeiras já está em testes e devemos ver finalmente no ano que vem um POS capturar transações de todas as marcas. Apesar de potencialmente significar uma redução no número de POSs, acreditamos que esse impacto não será tão relevante, uma vez que os estabelecimentos possuem vários POSs para atender clientes ao mesmo tempo e que um backup será sempre importante para não correrem o risco de perder vendas.

As ações da Cosan sofreram durante o ano, principalmente em função de incertezas em alguns negócios como Açúcar e Álcool e Comgás. Por outro lado, o segmento de distribuição de combustíveis segue estável, com bom retorno, apesar de sofrer um pouco com a desaceleração econômica.

Na parte de Açúcar e Álcool, as diversas políticas implementadas ao longo do ano pelo governo (aumento da Cide, aumento da mistura do álcool anidro na gasolina, aumento de ICMS em MG) fizeram com que o etanol ficasse mais competitivo em relação à gasolina e sua demanda aumentasse bastante. Com o aumento do preço da gasolina efetuado recentemente pela Petrobrás, este movimento se acentuou e existe até a possibilidade que haja falta do produto na entressafra. Com isso, o preço do etanol e também o do açúcar tiveram um aumento relevante, melhorando a rentabilidade das usinas. O cenário parece favorável para os próximos anos, com um balanço de oferta e demanda cada vez mais apertado no açúcar e o etanol mais competitivo.

Com relação à Comgas, sua revisão tarifária ainda não foi finalizada. Este processo, que deveria ser feito a cada 5 anos, está 18 meses atrasado. Uma vez encerrado o processo, devemos ter uma visibilidade melhor de retorno dos investimentos da empresa.

Na Equatorial, não tivemos muitas novidades, o turnaround está em curso no Pará e a operação no Maranhão continua apresentando bons resultados. Com a desaceleração econômica, devemos ver um crescimento menor na demanda por energia. Porém como os estados de concessão da empresa têm característica mais residencial do que industrial, esta redução tende a ser mais suave.

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 40%. O nível de liquidez é alto: além de cerca de 33% 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 boas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Telecom

A atual configuração do mercado de telecomunicações no Brasil é consequência fundamentalmente de três ondas de desenvolvimento. A telefonia no país é inaugurada em 1877, quando Dom Pedro II ordena a instalação de telefones entre seu palácio e a residência de seus ministros. Do final do século XIX até meados de 1970, o desenvolvimento da telefonia se deu de forma bastante fragmentada e desordenada. Não havia política de desenvolvimento, padrões técnicos ou qualquer outra forma de planejamento. Já em meados dos anos 60, existiam mais de 900 empresas atuando no setor.

Entretanto, a partir da década de 60 inicia-se a estruturação do setor. Cria-se o Código Brasileiro de Telecomunicações, o Ministério das Comunicações e, posteriormente, a Telebrás. Inicia-se o modelo de desenvolvimento estatal que perdurou de 1970 até 1995. Nesse novo desenho, a Telebrás possui uma empresa prestadora de serviços para cada estado da federação e empresas afiliadas. Essa estrutura atendeu bem a seus objetivos, permitindo reorganizar a fragmentada indústria de serviços de telefonia, através de uma política de desenvolvimento setorial e padrões técnicos unificados. Como consequência, o nível de atendimento e qualidade de serviço melhorou sensivelmente.

Entretanto, a partir de 1995 inicia-se uma nova fase no setor. Diversos fatores catalisam essas mudanças, quais

sejam: a onda de privatização de empresas públicas no âmbito mundial, o fim do monopólio da AT&T nos EUA, as dificuldades financeiras do estado brasileiro, o desenvolvimento de novas tecnologias. Assim, liderado pelo ministro Sérgio Motta, nos anos seguintes o estado brasileiro deixa de ser monopolista. Para dar suporte a essas mudanças, é aprovado um novo arcabouço regulatório, a Lei Geral das Telecomunicações e, finalmente, as privatizações ocorrem em 1998.

À época do desenho da nova regulamentação, foi dado foco a alguns aspectos: aumento da infraestrutura de telecomunicação através do incentivo do investimento, competição, modicidade tarifária e uma base regulatória estável que pudesse gerar previsibilidade para a manutenção do interesse privado. O modelo desenvolvido tinha uma limitação importante: seu desenho foi baseado em serviços suportados pelas tecnologias da época e, sendo assim, haveria necessidade de revisões à medida que novas tecnologias fossem se desenvolvendo. Mesmo assim, as mudanças regulatórias foram um grande sucesso.

Podemos dividir o período a partir de 1995 em duas subfases. A primeira, da construção da infraestrutura nacional. Diversos players participaram do processo de privatização, adquirindo as empresas existentes e também novas licenças para operar serviços de telefonia móvel e fixa em diferentes regiões do país. Nessa fase, foram realizados investimentos maciços em rede por todos os grupos para viabilizar a oferta dos serviços.

A segunda subfase foi marcada pela consolidação dessas empresas de alcance regional, formando os quatro maiores grupos que temos hoje atuando no Brasil: Vivo, Claro, TIM e Oi.

Entretanto, o mercado não se desenvolveu exatamente como a regulação estava desenhada. O serviço de telefonia fixa, por exemplo, passou a ter a competição da telefonia móvel, pois ambos proveem serviço de voz, contando ainda com a competição adicional das soluções de telefonia via Internet (voz sobre IP).

Assim, a telefonia fixa passou por uma das mudanças mais dramáticas do mundo de negócios nas últimas décadas. Por quase 100 anos considerada um monopólio natural, passou a conviver em um mundo de intensa competição.

Para termos uma ideia de como evoluiu essa competição, podemos avaliar o crescimento do número de acessos de cada serviço. Em 1995, o Brasil possuía 13,3 milhões de acessos de telefonia fixa e 1,4 milhões de telefonia móvel. Em 2014, passou para 45 milhões de telefonia fixa e 281 milhões de telefonia móvel. Enquanto o número de acessos de telefonia fixa aumentou quase 3 vezes, o de telefonia móvel aumentou 200 vezes!

Entretanto, o mais interessante é que essa questão já é pouco relevante, pois estamos em uma outra fase de evolução. Com o aprimoramento das tecnologias de mensagens e voz sobre IP (Whatsapp por exemplo), dos smartphones, da capacidade de transmissão de dados

entre os acessos de telefonia móvel e a combinação de banda larga com wifi, o serviço de voz vem decrescendo de forma relevante em vários mercados no mundo, inclusive no Brasil. O serviço de telecomunicações está migrando massivamente para dados, tanto móvel como banda larga. O que estamos começando a ver é a migração do serviço de telecomunicações para a contratação do acesso a dados, com a inclusão da utilização de voz de forma ilimitada.

Aqui está então parte do problema das telecomunicações no Brasil. A regulamentação, como comentado, foi desenvolvida por volta de 1995 e seu desenho baseado nas tecnologias existentes na época. Entretanto, a forma como o mercado se desenvolveu desrespeitou esse desenho original. Houve alguma atualização do arcabouço ao longo do tempo, mas não um redesenho de sua estrutura para sua readequação. E a manutenção desse legado cria distorções para alguns players.

A distorção regulatória mais importante é a existência de obrigações para aquelas companhias que detinham concessões de serviços públicos. A concessão pública advém do conceito de monopólio natural que o serviço de telefonia fixa possuía no passado. Como dito, o serviço comutado de voz, ou telefonia fixa, foi um monopólio natural por quase 100 anos. E a lógica era que o estado outorgava o direito de uma companhia explorar tal monopólio em troca de algumas obrigações. O conceito faz sentido, quando existe um monopólio, porém não faz quando existe competição. Durante o processo de criação do marco regulatório, esse conceito persistiu na definição das contrapartidas dos contratos. Assim, empresas concessionárias como a Oi e a Vivo possuem importantes obrigações regulatórias.

Exemplos dessas obrigações são a instalações de TUPs (Telefones de Uso Público - os orelhões), a universalização do serviço, com instalações de acessos de telefônias fixas em qualquer localidade de porte mínimo em todo o Brasil, prazos de atendimento para instalações e consertos destes acessos, acessos de banda larga para instituições públicas, dentre diversas outras.

O mercado de telefonia fixa funcionava com um forte subsídio cruzado entre clientes e serviços. As empresas concessionárias ganhavam dinheiro nos centros urbanos com alta densidade de clientes, e ganhavam pouco ou perdiam dinheiro nas demais áreas. Com a mudança tecnológica e maior competição de serviços nos centros de alta densidade, a fonte que pagava o prejuízo das demais localidades foi reduzida. Ora, essa dinâmica competitiva é natural, pois quando um novo entrante no mercado passa a atacá-lo, foca seus esforços em locais lucrativos. Assim, para as empresas concessionárias a equação complicou-se ao longo do tempo, pois possuíam obrigações de um monopolista, mas conviviam com a alta competição de um mercado livre onde o cliente era lucrativo.

A dinâmica das novas tecnologias criou ainda outra curiosidade. A universalização dos serviços de telefonia não foi feita pelo serviço fixo, mas sim pelo móvel. Com um

custo de instalação bastante inferior, com o benefício da mobilidade para o cliente e com o modelo de pagamento pré-pago pelo uso e sem assinatura mensal, qualquer cidadão poderia ter algum serviço de telefonia a um custo acessível. Entendendo as mudanças, as companhias concessionárias passaram a prestar também serviços móveis, aliando-se assim à tendência de mudança de comportamento que estava ocorrendo. Mesmo assim, tinham a obrigação de continuar a ofertar os serviços fixos em todas as localidades de sua concessão, por exigência da regulamentação.

A indústria descobriu então que quanto mais serviços o cliente comprava, maior sua fidelidade e mais diluído era o custo de servir aquele cliente. Assim, passou-se a vender *bundles* (pacotes) de serviços. Inicialmente, o *triple play*, composto pelo serviço móvel, banda larga e telefonia fixa. Em seguida, aumentou-se a oferta, para o *quadruple play*, adicionando-se a TV paga.

Aqueles quatro maiores grupos que consolidaram as operações de telecomunicações no Brasil se formaram alinhados à presença geográfica e à maior facilidade de prover os *bundles* de serviços.

Das duas concessionárias de telefonia fixa existentes até hoje, os espanhóis da Telefônica se caracterizaram por buscar ativos de boa qualidade. Em um primeiro momento, mantiveram sua atuação focada no desenvolvimento da banda larga, aproveitando sua rede de telefonia fixa. Compraram em 2006 as operações de TV paga da Abril, porém sem grande impacto para o negócio. Paralelamente, sua sociedade com os portugueses da Portugal Telecom na Vivo consolidou várias das melhores operações móveis que existiam. Quando a necessidade da oferta do *triple play* ficou inadiável, os espanhóis compraram em 2010 a parte que não detinham na Vivo móvel e juntaram as operações com a Telefônica. Finalmente, neste ano de 2015 adquiriram a GVT, uma plataforma tecnologicamente mais nova, leve e que teve um grande sucesso ganhando mercado através de sua oferta de banda larga mais rápida para clientes das operadoras de serviços de internet banda larga tradicionais. Assim, geograficamente, passou a ter uma ótima rede de telefonia móvel, grande capilaridade no Estado de São Paulo para prover serviços de banda larga e telefonia fixa e uma boa plataforma tecnológica nas principais cidades brasileiras através da GVT.

A segunda concessionária, a então Telemar iniciou sua operação móvel em 2002, intensificou a oferta de banda larga e optou por adquirir em 2008 um outro player com operações similares, mas com complementariedade geográfica, a Brasil Telecom, formando assim a Oi, uma plataforma nacional de telefonia fixa e móvel. Posteriormente, em 2013, aliou-se aos portugueses da Portugal Telecom, aliança que durou pouco tempo, pois o imperativo da sobrevivência financeira desfez o casamento.

Os mexicanos da Claro consolidaram outra plataforma de telefonia móvel através de aquisições de companhias que adquiriram licenças da banda B na privatização. Adquiriram

a Embratel em 2004, que possuía uma concessão de serviços de telefonia de longa distância e uma importante carteira de clientes corporativos. Ainda em 2004, adquiriram a NET, talvez a compra mais importante que realizaram. A NET permitiu que a Claro crescesse agressivamente na banda larga, usando sua rede de cabo coaxial de TV paga. Essa combinação de companhias possibilitou à Claro ter uma boa rede móvel de alcance nacional, uma importante rede de TV paga que ainda permite a oferta de internet banda larga e telefonia fixa nas principais cidades brasileiras e uma boa rede corporativa. A NET gerou um importante diferencial para o grupo, pois possibilita a melhor oferta de *bundle* de serviços *quadruple play* do mercado.

Os italianos da TIM, consolidaram outra plataforma de serviços móveis. Alguns anos depois, com a necessidade de incorporar o serviço de banda larga nas suas ofertas, compraram duas empresas que possuem redes de fibra ótica em regiões metropolitanas e linhas de longa distância – Intelig e Atimus. Entretanto, a telefonia móvel ainda conta com grande percentual de sua receita, deixando a empresa possivelmente vulnerável no longo prazo.

A tendência do mercado consumidor de telecomunicações é consumir *bundles* de serviços convergentes. A experiência internacional mostra que o futuro está na oferta de acessos de dados móveis e fixo que, através de serviços específicos, podem entregar internet, voz e vídeo.

Quais seriam as empresas melhor posicionadas no mercado brasileiro? Uma vez que os quatro players possuem uma plataforma móvel nacional, esse aspecto não é um diferencial. O que torna uma companhia mais ou menos interessante é a plataforma que possui e sua capacidade de entregar o *bundle* de serviços convergentes que o cliente deseja.

A Vivo possui uma maior vantagem tecnológica, pois possui uma rede mais homogênea nacionalmente, com boa capilaridade em SP e uma boa plataforma de crescimento nacional através da GVT. Em termos de *bundle*, possui uma deficiência em TV paga. Por isso, faz sentido os boatos que gostariam de comprar as operações da Sky no Brasil.

A Claro possui maior competitividade em termos de *bundle*, devido à escala e à capilaridade da oferta de TV da NET. Entretanto, sua rede é um pouco mais complexa que a da Vivo, uma vez que a NET opera através de cabos coaxiais, tecnologia diferente do resto da rede, e a companhia possui um sistema próprio para gestão do negócio de TV paga. A unificação das ofertas vem sendo um pouco mais lenta que o esperado, no entanto, é possível que a fusão das empresas ocorrida em 2014 possibilite sua maior integração operacional.

A Oi, além da rede móvel, possui um legado de rede de telefonia fixa que não é simples. Por ser uma rede antiga, de abrangência nacional e atrelada a uma concessão, possui um custo operacional alto e que demandará importante investimento de modernização. A manutenção do sistema legado de telefonia fixa dificulta o

desenvolvimento de ofertas de serviços convergentes. A tecnologia afeta ainda a capacidade de formar novas ofertas para clientes. Adicionalmente, possui a mesma dificuldade que a Vivo e TIM em termos de oferta de TV paga.

A TIM, além da rede móvel, possui uma rede de fibra ótica mais limitada e por isso uma deficiência maior para entregar os *bundles* de serviços convergentes. Apesar de sua rede ser moderna, é menor e não possui uma oferta de TV paga relevante.

Resumindo, a Vivo conseguiu montar a melhor plataforma nacional (que pode melhorar com a aquisição da Sky) através de grandes aquisições (muitas vezes caras) que levaram à sua formação atual. A Claro, fez boas aquisições com bastante disciplina financeira, sendo a Net a melhor delas, possui uma boa rede móvel nacional, a melhor solução de TV paga, porém com uma maior complexidade de integração das plataformas. A Oi, com uma situação mais complexa, deverá focar em resolver sua alavancagem financeira e trabalhar para ajustar o marco regulatório, uma vez que sua equação econômica no modelo atual tende a não ser viável. E a TIM, apesar de bem financeiramente,

possui o modelo estratégico fragilizado pela dificuldade de entregar o que os clientes querem no longo prazo.

Nesse ambiente, a tendência é que Vivo e Claro venham a dominar o mercado no longo prazo pela sua aderência às necessidades do cliente. A fusão de TIM e Oi aumentaria as chances de ter um outro player viável no longo prazo. Entretanto, sua integração operacional é de difícil execução (principalmente pela complexidade da rede e sistemas da Oi), existindo alto risco de destruição de valor nesse processo, mesmo que ocorra a mudança no marco regulatório. Caso essa transação de fato ocorra, Vivo e Claro serão beneficiados de duas formas, a primeira pela redução da competição e o consequente aumento de escala e margem de cada uma, e a segunda com o fato da nova companhia estar focada na execução operacional da fusão, deixando o mercado menos pressionado.

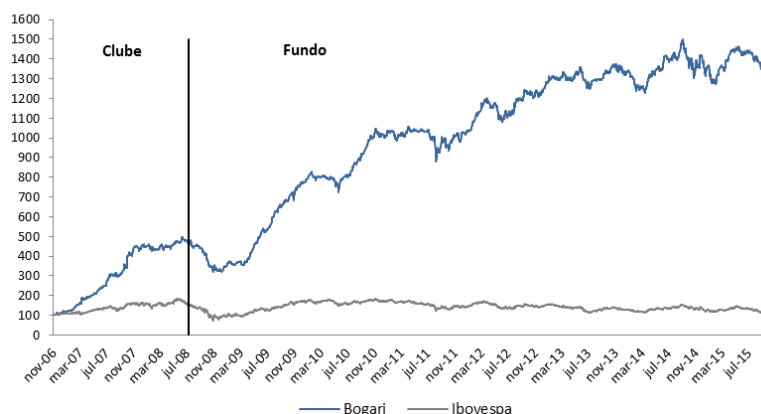
Acreditamos que a Vivo é um bom veículo para participar desse processo, pois é a melhor companhia de um setor que provavelmente irá melhorar o retorno de seus players, com os movimentos que estão ocorrendo.

Obrigado pela confiança.

Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2015	Bogari	-6,9%	6,9%	2,7%	3,6%	-2,1%	1,1%	-1,6%	-3,3%	-1,0%				-1,1%
	Ibov	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%				-9,9%
2014	Bogari	-5,9%	-0,5%	3,4%	1,7%	1,5%	4,1%	0,2%	6,5%	-7,7%	1,1%	1,9%	-3,7%	1,8%
	Ibov	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,2%	-8,6%	-2,9%
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 ⁽¹⁾	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 ⁽¹⁾	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 ⁽¹⁾	Bogari											5,1%	12,9%	18,7%
	Ibov											5,0%	6,1%	11,4%

Valor da Cota Bogari⁽¹⁾ x Ibovespa
(Nov/2006 - Set/2015)



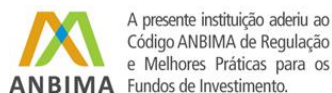
(1) O veículo foi fundado em 1/11/2006 como um clube de investimento. Em 8/7/2008, foi transformado no Bogari Value FIA e em 26/10/2012 no Bogari Value FIC FIA. O Patrimônio Líquido médio do fundo nos últimos 12 meses foi de R\$ 268,5 milhões e o atual é de R\$ 205,3 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de -1,9%.

Principais Características do Fundo

Informações sobre o produto

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

Este material de divulgação tem caráter unicamente informativo. A Bogari Gestão de Investimentos Ltda. não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. Este Fundo possui Lâmina e Regulamento, os quais podem ser acessados através do site: www.bnymellon.com.br. 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. LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES. 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. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes.



Rua Jardim Botânico, 674/523 | Jardim Botânico | Rio de Janeiro - RJ | Tel 55 21 2249-1500
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
SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219