

BOGARI VALUE FIC DE FIA

Carta Bogari 31 – O Setor Ferroviário 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 março apresentamos uma rentabilidade de +8,9%, contra uma variação do Ibovespa de +15,5%.

Desde o início das nossas operações¹, acumulamos uma rentabilidade de +1.392%, comparada a +25% do Ibovespa. Nesse período, nossa cota variou de R\$ 100 para R\$ 1.492.

Rentabilidade Anual

Ano	Bogari	Ibov	Diferença (p.p.)
2016	+8,9%	+15,5%	-6,6
2015	0,2%	-13,3%	+13,5
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.)
2016	+1.391,9%	+25,4%	+1.366,5
2015	+1.270,6%	+8,6%	+1.262,0
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

O ano de 2015 foi bastante pior que o esperado pelo mercado. A crise política aliada à paralisia do governo intensificou a retração econômica, que se estendeu para 2016 ainda de forma relevante. Adicionalmente, ainda estamos vivendo a difícil experiência de retirar um presidente democraticamente eleito do poder.

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\$ 224,7 milhões e o atual é de R\$ 205,6 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 6,6%.

Se por um lado temos a boa expectativa de reajustar o rumo da economia, por outro temos a dura necessidade de viver cada dia dessa história. O mercado financeiro já ajustou o preço de vários ativos, baseando-se na expectativa de mudanças. No entanto, temos ainda um período de retração econômica e todas as dúvidas de como um novo governo conseguiria colocar a economia no caminho correto.

Como sempre, estamos tentando manter nossa carteira conservadora, com baixo nível de risco de perda. Aproveitamos a correção do mercado no primeiro trimestre deste ano para aumentar nossa exposição em bons ativos. Entretanto, devido à rápida reversão das expectativas, principalmente em relação à China e ao impeachment, observamos uma forte valorização das ações, o que restringiu nosso movimento de redução do caixa.

Estamos agora em compasso de espera para melhores preços ou menos incerteza. Mas de uma coisa estamos certos: o impeachment do atual governo é o melhor caminho. Apesar de difícil, este caminho evita que mais valor seja destruído. O principal problema de governos populistas é que muitas vezes eles só acabam quando o país quebra. E isso é preciso evitar.

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 setor ferroviário no Brasil.

Carteira

Apesar de termos observado uma queda considerável no PIB do país em 2015 (-3,8%), as empresas como um todo conseguiram ajustar suas operações e não tiveram uma queda muito forte de resultados no ano passado. Este ano a história deve ser diferente, pois já não há tanto espaço para cortes de despesas e a economia continua bastante fraca.

No Itaú especificamente devemos ter uma queda de lucro, reflexo principalmente da piora na inadimplência da carteira de crédito. Este movimento é normal em períodos de contração econômica, porém é sempre difícil estimar o tamanho das perdas a serem provisionadas. Por um lado, a mudança do perfil da carteira nos últimos anos mitiga parte do problema, enquanto por outro esta recessão é a maior que o país já passou. De qualquer jeito, não esperamos um impacto que afete de maneira significativa o banco, que deve continuar em uma excelente posição

competitiva e estará muito bem posicionado para aproveitar o próximo ciclo de crescimento do país.

Na Cielo, devemos ver este ano uma repetição da tônica de 2015, com volumes fracos e a antecipação de recebíveis compensando no resultado final. Os ruídos regulatórios têm aumentado. Medidas pró-competição estão sendo analisadas pelo Cade e pelo Banco Central. Apesar disso, continuamos acreditando na manutenção da posição competitiva da companhia em relação aos concorrentes. Um teste será a real abertura da captura de todas as bandeiras pelos concorrentes, que deve acontecer de maneira efetiva até o final do ano.

A Cosan tem apresentado melhora substancial de seus resultados na parte de Açúcar e Etanol. O preço do etanol hidratado teve forte alta com o aumento da demanda interna. E no açúcar a perspectiva de um grande déficit global na próxima safra refletiu no preço da commodity, que passou a remunerar melhor o produtor. A Comgás teve uma grande melhoria em sua estrutura de capital, devido a um elevado pagamento de dividendos efetuado. Parte deste dividendo foi usado para a capitalização da Rumo/ALL, melhorando bastante a alavancagem da empresa, que era um foco de atenção e preocupação do mercado.

Na Equatorial, continuamos acompanhando o turnaround da distribuidora do Pará (Celpa), que tem acontecido de forma bastante satisfatória. Adicionalmente, a demanda de energia nas regiões de atuação da empresa (Pará e Maranhão) tem se mostrado resiliente. Existe ainda a possibilidade de aquisição de novas concessões ao longo do tempo.

Como gostamos de reforçar em todas as nossas cartas, a carteira do fundo continua adequadamente diversificada. A maior posição possui em torno de 11% do patrimônio líquido e as cinco maiores posições em torno de 32%. 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 8 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.

Um Panorama sobre o setor ferroviário Brasileiro

A motivação para escrever sobre o tema

Acompanhamos o caso da ALL (hoje incorporada à Rumo) desde seu IPO, sem nunca ter nos despertado grande interesse. Entendíamos que o ativo apresentava quatro características que em geral evitamos em nossas decisões de alocação de capital: (1) exigência recorrente de grandes volumes de investimento, (2) alta complexidade operacional, (3) histórico conflituoso com as autoridades reguladoras e (4) dificuldade no alinhamento de interesses entre acionistas e executivos, pois as metas sempre penderam mais para priorizar o resultado de curto prazo, em descompasso com o horizonte de retorno de longo prazo esperado para a indústria.

No entanto, como acionistas da Cosan desde 2011, passamos a dedicar tempo à empresa. Primeiro para entender o relacionamento Rumo-ALL (pré-fusão) e posteriormente para entender o futuro deste ativo sob a nova gestão da Cosan.

Apesar de não gostarmos do modelo de negócios da ALL, inicialmente não duvidamos da sua capacidade de cumprir o contrato de transporte de açúcar acordado com a Rumo, sem prejudicar suas operações e finanças. Começamos a questionar esta capacidade ao longo de nosso investimento na Cosan e, fazendo agora uma análise retrospectiva, podemos dizer que o contrato entre as empresas era assimétrico em favor da Rumo, o que ajudou a evidenciar a fragilidade financeira da ALL.

A solução acabou sendo juntar as operações da Rumo com a ALL, o que aconteceu em maio/2014. Por uma questão de mitigação de riscos, a participação da Cosan na nova empresa foi separada em um veículo diferente. Este novo veículo, a Cosan Logística, é uma empresa separada, controlada pela Cosan Limited. Neste novo arranjo, se tivéssemos investimento somente na Cosan S.A., não precisaríamos mais acompanhar a Rumo/ALL. Entretanto, normalmente investimos no veículo com maior desconto para todas as empresas, levando em consideração particularidades como liquidez, poder de voto, ineficiências fiscais, etc. No caso da Cosan, investimos tanto na holding Cosan Limited, quanto na operacional Cosan S.A. A primeira sempre foi o veículo de investimento mais barato, mas apresenta menor liquidez, por isso dividimos o investimento nas duas empresas.

Continuamos acompanhando o desempenho da ALL e já acreditávamos que após a fusão o valor da empresa sem a Rumo era próximo de zero. Isso devido à dificuldade de a empresa gerar caixa suficiente para suportar o pesado programa de investimento que se propunha a executar, tanto para crescimento quanto para suprir o subinvestimento passado. Lembrando ainda que seria necessário honrar os compromissos financeiros relacionados a sua dívida, outorga e arrendamentos. Nosso entendimento era que a ALL se comparava à Telemar, devido a sua complexidade operacional e regulatória, grande necessidade de capex de manutenção e delicada situação financeira, que ano após ano se agravava. Ou melhor colocando, a ALL era a Telemar dos trilhos.

A questão que se colocava na época é se valia a pena investir via Cosan Limited, ficando expostos à Rumo/ALL, ou investir somente na Cosan S.A, evitando tal exposição. Como o desconto sempre foi excessivo, mesmo considerando que a ALL valesse zero ou até um número negativo, na nossa opinião compensava o investimento via Cosan Limited.

No início de 2016 o preço do ativo convergiu efetivamente para próximo de zero, nos motivando a questionar se o novo caso Rumo/ALL (pós-capitalização) poderia significar algum ponto de inflexão na história do ativo. E, por algum motivo, ser visto sob uma ótica mais animadora de geração sustentável de caixa e valor para os acionistas nos próximos anos.

Não temos a pretensão, nesta carta, de trazer uma resposta final para este questionamento, mas sim, uma reflexão que nos acompanhará ainda por alguns anos. Reconhecemos o valor estratégico de alguns ativos (malhas) operados pela Rumo/ALL e a sua irreplicabilidade. No entanto, o histórico mundial do setor nos últimos 2 séculos é de baixo retorno sobre o capital investido, diversas falências e forte subsídio governamental. No Brasil a situação é agravada ainda pela escassez estrutural de capital barato.

Organizamos esta seção nos seguintes tópicos: (1) um breve histórico sobre o setor ferroviário brasileiro, (2) o processo de privatização, (3) novas iniciativas do Governo para redução de custo logístico, (4) da teoria à prática, iniciativas para reduzir o custo logístico no país e (5) os impactos dos novos investimentos na operação da Rumo/ALL.

Um breve histórico sobre o setor ferroviário brasileiro

A história do setor ferroviário brasileiro iniciou-se ainda em meados do século XIX, no Brasil Império de D. Pedro II, impulsionada inicialmente pela necessidade de exportar de forma mais eficiente o café produzido nas províncias do Rio de Janeiro, São Paulo e Minas Gerais. Posteriormente, para transportar pessoas nos principais centros urbanos. Os primeiros projetos ferroviários foram elaborados pelos ingleses e financiados pelos próprios capitalistas de risco britânicos, bem como por alguns empresários locais, sendo o mais ilustre dos nomes Irineu Evangelista de Souza, o Barão de Mauá. Ao final da primeira fase expansionista, o destino da maioria das companhias ferroviárias brasileiras, bem como do próprio Barão de Mauá, foi um só, a total falência. As ferrovias acabaram abandonadas ou encampadas pelo Estado.

Novos investimentos ferroviários só voltariam a ganhar impulso a partir do início do século XX, liderados pela interiorização da malha paulista e pela construção da Estrada de Ferro Vitória-Minas, cuja concessão seria transferida futuramente à Companhia Vale do Rio Doce no início da década de 1940, ao final do 1º Governo Vargas. A partir da 2ª metade do século XX a história das ferrovias brasileiras iniciou uma trajetória de decadência, perdendo espaço para o desenvolvimento do modal rodoviário, eleito a partir do governo Juscelino Kubitschek o foco da matriz de transporte brasileira.

Como resultado de décadas de abandono e subinvestimento, chegamos ao final do século XX com nossas malhas ferroviárias completamente sucateadas, restando ao Estado uma única solução: a privatização de praticamente toda a malha, administrada até então pela RFFSA e FEPASA.

O processo de privatização das ferrovias brasileiras

O agravamento da situação fiscal do Brasil na década de 1980 acelerou o sucateamento do setor, tornando-o insolvente e incapaz de investir na manutenção dos ativos.

Para resolver o problema fiscal do Estado e retomar a capacidade de investimento do setor, o primeiro Governo FHC promoveu um grande programa de privatização, que entre 1996-1998 concedeu à iniciativa privada praticamente toda a malha ferroviária brasileira. Os principais participantes do processo foram os grandes fundos de pensão brasileiros e fundos de private equity, dentre os quais destaca-se a GP Investments.

O choque de gestão surtiu efeito. Pudemos observar uma rápida evolução nos indicadores de produtividade (253 Mton de carga transportada em 1997, versus 445 Mton em 2007), na redução do número de acidentes (75 acidentes/milhão trem.km em 1997, versus 14 em 2007) e na retomada da capacidade de investimento (em 1997 investia-se R\$500-600 milhões/ano, versus R\$2-3 bilhões uma década depois). Este ciclo de revitalização do setor foi concluído com a criação da ANTT em 2001, que passaria a ter a responsabilidade de fiscalizar e regular o setor.

Neste cenário, tivemos a consolidação do mercado de capitais como um dos financiadores dos pesados programas de investimento, tanto através do mercado de dívida quanto de *equity*. Um marco relevante desta virada de página da história do setor foi a abertura de capital (IPO) da ALL, controlada na época pela GP Investments, que permitiu à empresa financiar ao longo da década seus programas de expansão, renovação do material rodante e consolidação do setor.

As novas iniciativas para redução de custo no Brasil

O segundo mandato do ex-presidente Lula (2007-2010) e o primeiro mandato da presidente Dilma (2011-2014) se caracterizaram pela retomada da lógica desenvolvimentista do passado, usando o Estado como o grande indutor e financiador das obras de infraestrutura no Brasil. O objetivo, em teoria, seria trazer maior competitividade e reduzir o custo logístico do país (principalmente de exportação).

Para alcançar tais objetivos, duas grandes iniciativas se destacaram como pilares fundamentais:

- (1) O lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), e posteriormente do Programa de Investimento em Logística (PIL), tendo como foco a retomada do investimento no modal ferroviário. O destaque era a finalização da Ferrovia Norte-Sul (FNS), cujo histórico de construção remonta à década de 1980 e tem por objetivo ligar a malha de SP aos portos do Norte.
- (2) A discussão de um novo marco regulatório, prevendo o fim do monopólio operacional das malhas, possibilitando que qualquer agente pudesse operar cargas ferroviárias a partir do pagamento de uma tarifa pelo uso da via (a mesma lógica do pedágio nas rodovias).

Esperava-se, desta forma, promover uma grande redução do custo logístico pois, por um lado o Governo subsidiaria fortemente o direito de passagem (pedágio) destas novas ferrovias e, por outro, grandes operadores logísticos ou

detentores de cargas poderiam verticalizar suas operações, gerando assim uma pressão nas margens praticadas. No entanto, nem mesmo as supostas condições favoráveis de financiamento (70% da obra financiada via BNDES a taxa de TJLP+1%) foram suficientes para seduzir o capital privado, que nunca aceitou assumir o risco do recebível oferecido pelo Governo (o chamado risco Valec), exigindo no mínimo o aval do Tesouro Nacional como contrapartida.

Já no front regulatório, houve muita discussão teórica, porém sem grandes efeitos práticos até o momento. Formalizou-se a separação da figura do Operador Ferroviário Independente (OFI) e do Gestor da Infraestrutura (GIT), além da obrigação do regulador na definição de um plano de investimento quinquenal para cada concessionário.

Também houve a definição de um plano de metas de qualidade e de uma nova metodologia para realizar o processo de revisão das tarifas teto a cada ciclo de 5 anos, com reajustes por inflação menos um fator de produtividade (semelhante ao modelo aplicado na distribuição elétrica).

O conceito de separação dos modelos de negócios entre quem explora a infraestrutura e quem opera faz sentido em teoria para estimular mais competição. Na prática, esta alternativa exigiria do Governo um forte subsídio por décadas, inviável na situação fiscal atual do país.

Do mundo teórico ao mundo prático: reduzindo o custo logístico do Brasil

Reconhecemos que boas ideias foram gestadas neste período, mas que esbarraram nas dificuldades práticas de implementação - tempo, dinheiro e complexidade. A restrição fiscal atual nos impede, infelizmente, de avançar com a ideia de um novo modelo regulatório (*open access*), cuja viabilidade depende intrinsecamente de pesados subsídios governamentais.

No entanto, há como obter avanços significativos na redução do alto custo logístico, sem precisar alterar o marco regulatório das concessões ferroviárias. Especialmente o custo ligado à pauta de exportação brasileira, que pode ser melhorado através do simples aumento da competição entre os modais logísticos existentes.

Mais especificamente, a região do Centro-Oeste, responsável por grande parte do crescimento das exportações, sofre há décadas com a ausência de alternativas de transporte competitivas para escoar sua produção de grãos para a Europa e Ásia.

Portanto, reforçado por este contexto de severa restrição fiscal, parece ser mais produtivo e barato para o Governo focar em poucas iniciativas de alto impacto imediato. Por exemplo, o desenvolvimento do conjunto de investimentos que chamamos Corredor Norte (ver mapa) parece uma iniciativa de alto retorno e baixa complexidade de execução.

O Corredor Norte permitiria a navegabilidade perene de rios da Bacia Amazônica, um melhor acesso terrestre (rodoviário e ferroviário) aos terminais de transbordo e a entrada em operação de novas capacidades de terminais portuários privados na região de Vila do Conde e adjacências. Potencialmente, será capaz de viabilizar novas alternativas logísticas competitivas e mais baratas para o escoamento da produção agrícola do Centro-Oeste pelo Norte do país. Com isso, este novo corredor tem a capacidade de transformar a logística exportadora brasileira, encurtando o ciclo total de viagem para Ásia e Europa.

Para isso se materializar, os esforços deveriam se concentrar na finalização do asfaltamento da BR 163, que corta a região central do Mato Grosso e chega até à região sudoeste do Pará. Isso possibilitaria o acesso de maiores volumes aos terminais privados na região de Miritituba (PA) e, conseqüentemente, o escoamento da produção pelos portos paraenses.

Posteriormente, outras rotas de escoamento poderiam ser melhor exploradas, como a ligação da Ferrovia Norte-Sul (FNS) ao Porto de Vila do Conde e a hidrovía Tocantins Araguaia.



Fonte: Valor Econômico

O novo Corredor Norte e os riscos para a Rumo/ALL

Os investimentos em logística discutidos na seção anterior não são ideias novas. Muitos são discutidos há décadas. No entanto, um novo corredor de escoamento compete diretamente com os ativos em operação da Rumo/ALL. E, por ser uma indústria intensiva em capital, pode afetar de forma relevante a rentabilidade da companhia.

O sucesso do Plano de Negócios da Rumo/ALL depende, de maneira resumida, de dois fatores-chaves:

- (1) Sucesso nas negociações de renovação dos contratos de concessão, com a devolução ao poder concedente de pelo menos parte dos trechos antieconômicos (Malha Oeste e Sul) e a manutenção dos trechos rentáveis (corredor Santos e Paranaguá).

- (2) Capacidade de manter sua vantagem competitiva intacta, sustentando as altas margens operacionais do corredor Mato Grosso-Santos, responsável por 70-80% do Ebitda atual da companhia.

Em relação ao sucesso da repactuação contratual, julgamos possível que a companhia seja capaz de atingir termos vantajosos por sinalizar o compromisso de investimentos nas malhas atuais. Este modelo de renovação em troca de investimentos foi feito com sucesso para algumas concessões de portos.

Já em relação à manutenção da vantagem competitiva da Rumo/ALL, acreditamos que a viabilização do escoamento pelos Portos do Norte é uma real ameaça ao *market share* e às margens operacionais hoje praticadas no corredor Mato Grosso-Santos.

De um lado, compartilhamos da mesma crença que suporta o Plano de Negócios da Rumo/ALL, de que a produção brasileira de grãos continuará a crescer, principalmente pela viabilização de novas áreas agrícolas, uma vez que as vantagens competitivas do Brasil no setor são inigualáveis. Por outro lado, somos um pouco mais céticos em relação à velocidade deste crescimento da produção, sendo possível que os investimentos em novas capacidades tanto da Rumo/ALL quanto do Corredor Norte possam provocar um *gap* entre oferta de infraestrutura de escoamento e demanda pelos serviços.

Alguns grandes números citados abaixo ilustram o potencial competitivo das novas infraestruturas do Corredor Norte.

- O Estado de Mato Grosso (MT) exportou, em 2015, 29 Mton de soja e milho em grãos (35% da exportação nacional). Os maiores compradores foram a China e outros países asiáticos, somando 56% do total exportado.
- Das 29 Mton de soja e milho em grãos exportadas por MT em 2015, metade do volume foi exportado pelo porto de Santos.

- Considerando apenas a competição dos terminais já concluídos, operados por Bunge/Amaggi, ADM e Hidrovias do Brasil, o acréscimo de capacidade na área de Vila de Conde e adjacências supera 10Mton, podendo atingir 18Mton nos próximos 5-10 anos. Isso significa quase 2/3 do volume exportado atualmente pelo Mato Grosso.

A logística pelo Norte do país tem o potencial de gerar uma economia de custo da ordem de 20-30% para os produtores da região de Sorriso (MT) e Lucas do Rio Verde (MT) quando comparado ao custo total da logística de escoamento da exportação de grãos pelo porto de Santos.

Apenas a título de exercício teórico, considerando um cenário hipotético onde metade do volume de soja e milho hoje transportado pela Rumo/ALL até o porto de Santos seja sensível a esta nova alternativa logística (~6 Mton) e que a margem Ebitda do trecho Rondonópolis-Santos gire em torno de 55% (~R\$ 80/ton), uma potencial manutenção dos volumes sustentada pela redução de preços do frete ferroviário na mesma ordem de grandeza citada acima (20-30%), poderia representar uma perda permanente de R\$ 180-270 milhões/ano (10-15% do Ebitda 2015).

Há diversos cenários capazes de se materializar a partir da consolidação desta nova alternativa logística recém-inaugurada. Se por um lado a nova rota logística do Norte será importante indutora do crescimento de novas áreas produtoras, conseqüentemente criando nova demanda por serviços de transporte até o porto, por outro lado a nova oferta deve exercer pressão competitiva à Rumo/ALL, afetando tanto o volume quanto a margem operacional da companhia.

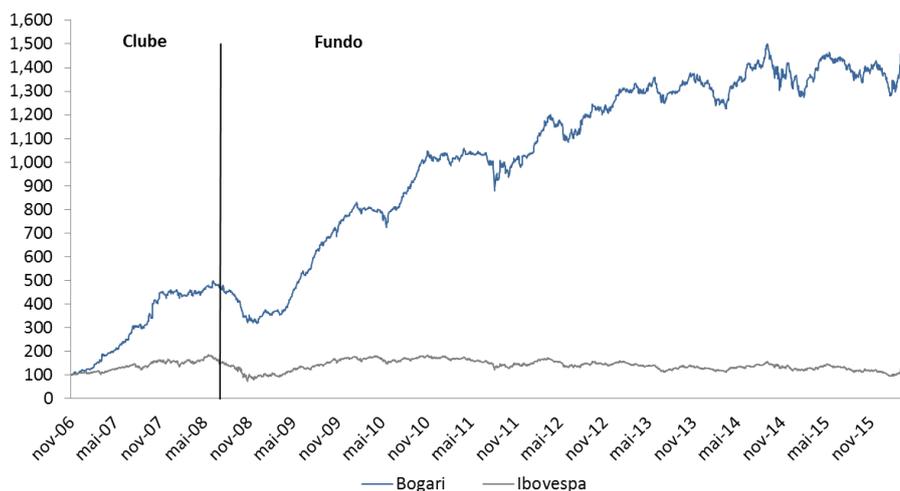
Do ponto de vista intelectual, consideramos um caso interessante e desafiador pela sua complexidade e incerteza. Por ora, entendemos que nossa pequena exposição ao ativo, que possuímos de forma indireta pelo investimento na Cosan Limited, está adequada. Principalmente porque estamos pagando um valor muito próximo de zero pela Rumo/ALL.

Obrigado pela confiança.

Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2016	Bogari	-1,9%	3,3%	7,5%										8,9%
	Ibov	-6,8%	5,9%	17,0%										15,5%
2015	Bogari	-6,9%	6,9%	2,7%	3,6%	-2,1%	1,1%	-1,6%	-3,3%	-1,0%	2,0%	0,9%	-1,6%	0,2%
	Ibov	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%
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 - Mar/2016)



(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\$ 224,7 milhões e o atual é de R\$ 205,6 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 6,6%.

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	Deloitte Touche Tohmatsu	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, salas 501 e 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

