

BOGARI VALUE

Carta Bogari 35 – Saúde

Bogari Value Q FIC FIA e Bogari Value FIC FIA são veículos de investimento em ações. Os fundos têm como foco o investimento de longo prazo baseado na identificação da distorção entre o valor dos ativos e seus preços de negociação.

Nossa Performance

No ano de 2020 o Bogari Value Q e o Bogari Value apresentaram uma rentabilidade de 14,8% e 10,4% respectivamente, contra uma variação do Ibovespa de 2,9%.

Desde o início dos fundos, acumulamos uma rentabilidade de +859% no Bogari Value¹, comparada a 96% do Ibovespa. E teríamos acumulado uma rentabilidade de 896% no Bogari Value Q² (considerando a performance do Bogari Value até a data de seu início).

Ano	Rentabilidade Anual		
	Value	Value Q	Ibov
2020	+10,4%	+14,8%	+2,9%
2019	+55,5%	+51,1%	+31,6%
2018	+13,6%	+8,7% ²	+15,0%
2017	+29,9%		+26,9%
2016	+27,9%		+38,9%
2015	0,2%		-13,3%
2014	+1,8%		-2,9%
2013	+4,5%		-15,5%
2012	+25,1%		+7,4%
2011	-0,5%		-18,1%
2010	+29,5%		+1,0%
2009	+122,0%		+82,7%
2008 ¹	-22,4%		-36,9%

Ano	Acumulado desde o Início		
	Value	Value Q ²	Ibov
2020	+859,2%	+896,5%	+95,9%
2019	+768,9%	+768,4%	+94,2%
2018	+458,9%	+474,6%	+47,6%
2017	+391,8%	+391,8%	+28,3%
2016	+278,6%	+278,6%	+1,2%
2015	+196,0%	+196,0%	-27,2%
2014	+195,4%	+195,4%	-16,0%
2013	+190,3%	+190,3%	-13,5%
2012	+177,8%	+177,8%	+2,4%
2011	+122,1%	+122,1%	-4,7%
2010	+123,1%	+123,1%	+16,4%
2009	+72,3%	+72,3%	+15,2%

Depois de um longo período sem escrever uma carta, estamos de volta. O motivo pelo qual passamos esse período sem publicar é que não acreditamos que tínhamos muita coisa interessante a compartilhar. Como publicamos em nossa carta número 22, existem algumas condições para que possamos escrever para nossos leitores, e algumas delas não estavam sendo atendidas.

Entretanto, algum tempo se passou e algumas de nossas teses foram acontecendo, então passou a fazer sentido discuti-las nesse espaço.

Os últimos dois anos foram no mínimo diferentes, sendo 2020 bastante fora do normal. De qualquer forma, e sem querer alongar demais em tais temas, foram anos marcados pela pandemia, pela falta de habilidade de gestão e comunicação do governo e por importantes reformas.

A pandemia é uma tragédia humana e social, citando Paulo Guedes: “uma tragédia de proporções bíblicas”. Uma tristeza ver tanta gente sofrendo e morrendo, sejam próximas a nós ou não. E mesmo aqueles que não foram afetados diretamente pela doença podem estar bastante afetados psicologicamente pelo risco e pelas medidas de prevenção. Como agravante, temos a falta de foco e planejamento do governo na compra de vacinas, alongando este quadro difícil que enfrentamos, com consequências relevantes na economia.

Já com relação às reformas e avanços institucionais, entendemos que, apesar de todo ruído e incerteza, tivemos progressos relevantes. Desde o governo Temer, muita coisa foi feita. Institucionalmente, o Brasil de hoje é bastante mais robusto que o Brasil da Dilma. De lá para cá, tivemos aprovação de diversos temas como: teto dos gastos, lei das estatais, reforma da previdência, banco central independente, PEC dos gastos, lei do gás, marco do saneamento, lei da liberdade econômica, dentre tantos outros.

Adicionalmente, pelo lado do *enforcement*, tivemos o impeachment da Dilma por crime de responsabilidade fiscal e a operação Lava Jato que desmontou grandes esquemas de corrupção.

O impeachment gera nos governantes o entendimento de que quebrar regras fiscais tem consequências. Já a Lava Jato, cumpriu seu papel. Apesar não ter prendido todos os políticos que deveria, dizimou a estrutura dos grandes corruptores. Assim, o custo de se corromper um agente público no Brasil aumentou substancialmente para os entes privados. Poucos políticos foram condenados, mas muitos empresários tiveram grandes prejuízos e foram para a cadeia. Os agentes privados aprenderam que quem paga a conta são eles, e não os políticos. Apesar disso, estamos melhor pois menos

¹ O Bogari Value FIC FIA teve início em 8/7/2008. O Patrimônio Líquido médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 1,50 bilhões e o atual é de R\$ 1,95 bilhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 70,8%.

² O Bogari Value Q FIC FIA teve início em 09/03/2018. O Patrimônio Líquido médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 533 milhões e o atual é de R\$ 703 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 14,8%. Rentabilidade do período anterior a 09/03/2018 é referente ao Bogari Value FIC FIA, fundo de mesma estratégia.

corruptores gera menos corrupção. Não nos enganamos, a corrupção não vai acabar, faz parte do sistema em maior ou menor escala, mas seu volume já foi significativamente reduzido.

Finalmente, temos a redução do Estado que, apesar de estar ocorrendo em uma velocidade menor que o esperado, está acontecendo. BNDES, Petrobras e Eletrobras já venderam bastante coisa. Tivemos a privatização da BR Distribuidora – uma das maiores empresas do país; das distribuidoras de energia federalizadas – que geravam prejuízos bilionários; e de ativos de óleo e gás – que estão viabilizando a criação de uma nova safra de empresas em setores antes paralisados pelo gigantismo estatal. Adicionalmente, os novos marcos regulatórios de gás e saneamento estimularão a venda de outras empresas estatais.

Vale ainda ressaltar mudanças estruturais com a chegada de forma intensa e definitiva da revolução digital nas companhias brasileiras e o salto no desenvolvimento do mercado de capitais em termos de dinamismo e liquidez. Ambos os avanços trazem benefícios relevantes para a sociedade e em particular para empreendedores e empresários que cultivam modelos eficientes de negócio. A beleza do que ocorre hoje é que não falta capital para bons projetos, tradicionais ou com inovação, e o Estado não é o indutor desse processo. Em suma, estamos avançando apesar do Estado.

Enfim, é possível ver a situação do país como um copo meio cheio ou meio vazio. Preferimos ver com a ótica mais positiva, do copo meio cheio. Não estamos dizendo que o tamanho da dívida não é preocupante, que o radicalismo e polarização políticas não são ruins. Estamos apenas dizendo que o país já não é mais o mesmo, tendo evoluído nos últimos anos e há muita coisa a ser feita no mundo de negócios.

Carteira

Como mencionado em nossas últimas cartas, muitas empresas saíram mais fortes da última crise, pois cortaram muitos custos e otimizaram suas estruturas internas. O ambiente competitivo está mais brando, pois muitas empresas não sobreviveram ou não se digitalizaram. E muitos novos casos de investimento interessantes vieram ao mercado nos últimos anos, permitindo a exposição em setores mais dinâmicos e com mais crescimento.

Com este contexto, estamos bastante animados com nossa carteira de ações. Nossas empresas devem apresentar bons resultados operacionais nos próximos anos. E, de forma geral, nosso portfólio apresenta bons níveis de preço e, conseqüentemente, bons retornos prospectivos.

Nossos principais casos de investimento performaram de forma mais ou menos dentro do esperado em termos operacionais, apesar da pandemia. E, como consequência, a maioria deles teve suas ações valorizadas nesse período.

Banco Inter saiu de 500 mil clientes no IPO para 10 milhões, adicionando novas linhas de negócio com muito sucesso. O grupo Cosan concluiu sua tão esperada reestruturação, apresentando grande melhora operacional em cada um dos seus negócios e boas perspectivas de crescimento para os próximos anos. Intermédica continuou crescendo forte e

recentemente anunciou sua fusão com a Hapvida, evento que esperávamos desde seu IPO. Eneva continuou num incrível movimento de expansão de seus negócios, culminando agora com a aquisição do Polo Urucu. Em resumo, nossos casos evoluíram bem e acreditamos que continuarão assim.

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 33%. O nível de liquidez é alto: convertemos mais de 90% do fundo em caixa em apenas 13 dias. Continuamos com excelentes ativos, a preços adequados, e com ótimas perspectivas para os próximos anos. Adicionalmente, estamos preparados para nos aproveitar de uma possível desvalorização do mercado.

Saúde

Introdução

Saúde é tema popular no mundo inteiro. Presente em debates políticos, noticiários e no dia a dia da população, é uma área de forte indução do desenvolvimento econômico e social. Como tema de investimento, desperta atenção especial tanto a resiliência do setor como seu potencial de crescimento. Segundo dados da Organização Mundial de Saúde (OMS), o gasto anual com saúde representa ao redor de 10% do PIB global, com taxas de crescimento superiores à média e tendo os governos como seus principais financiadores.

Entretanto, no Brasil, ainda que a Constituição garanta a saúde para todos como dever do Estado, o percentual do gasto privado supera o do público. É a iniciativa privada suprindo as deficiências do Estado. Entre 2010 e 2019 foram quase 7 leitos hospitalares fechados por dia. Nesse mesmo período, a taxa de leitos para cada mil habitantes no Brasil caiu para abaixo de 2, enquanto o índice preconizado pela OMS fica entre 3 e 5 leitos. Como referência, países desenvolvidos como Japão e Alemanha possuem 13 e 8 leitos por mil habitantes, respectivamente.

O desafio aumenta quando levamos em consideração o perfil demográfico do brasileiro para as próximas décadas. Um país cada vez mais idoso irá aumentar a demanda por serviços de saúde de forma significativa. É nesse contexto que se insere a necessidade de investimento no setor por instituições privadas, suplementando a saúde pública. E aqui encontramos modelos de negócios interessantes.

Vetores de longo prazo

Como investidores de longo prazo, buscamos entender as grandes tendências nos setores que investimos. Especificamente em saúde, existem dois vetores importantes para o futuro. O primeiro é a mudança no cenário demográfico brasileiro, com o aumento da expectativa de vida e o envelhecimento da população. O segundo é a baixa penetração da saúde privada.

A expectativa de vida do brasileiro vem aumentando década após década. Em 1940, por exemplo, a expectativa de vida de um brasileiro em seu nascimento era de 45 anos. Hoje, ao redor de 77 anos.

Em 1998, nosso país possuía 13 milhões de brasileiros com 60 anos ou mais, o que representava 8% da população à época. Com a expectativa de vida cada vez maior, esse número em 2018 mais que dobrou para 28 milhões, representando 13% do total. E, segundo estimativas, em 20 anos esse número irá superar os 50 milhões. Ou seja, mais de 20% da população brasileira terá mais de 60 anos. É a nossa população ficando cada vez mais envelhecida.

Com idade média mais alta e vivendo mais, a demanda por produtos e serviços de saúde tende a aumentar de forma significativa. Estatísticas mostram que um beneficiário de plano de saúde de 60 anos faz duas vezes mais consultas médicas, três vezes mais exames e gera pelo menos três vezes mais gastos com internação do que um beneficiário de até 23 anos. A despesa anual de saúde per capita com um idoso pode ser cinco a dez vezes maior do que a de um jovem adulto de 23 anos.

É a nossa população cada vez mais envelhecida, vivendo cada vez mais e demandando cada vez mais gastos com saúde.

No Brasil, somos aproximadamente 210 milhões de habitantes e 47 milhões de usuários de plano de saúde, uma penetração de 21%. Ou seja, 8 em cada 10 brasileiros não possuem plano particular e precisam do acesso à rede pública de saúde.

E ainda que tenhamos uma rede pública de saúde ampla e que atende a grande parte da população, pesquisas frequentes com consumidores de diversas regiões do país indicam que plano de saúde aparece como um dos três principais objetos de consumo. Dentre as principais razões para a contratação de um plano de saúde privado estão (i) a precariedade da saúde pública e (ii) a segurança e o respaldo com relação à qualidade do serviço prestado. De forma geral, consumidores se mostram satisfeitos com a prestação do serviço pelos planos privados, inclusive, recomendando tal contratação para amigos e familiares. Por outro lado, esse serviço é um dos maiores desejos daqueles que não o têm.

Temos então um setor com grande potencial de crescimento, tanto pelo envelhecimento da população como pela baixa penetração, em que o serviço privado é altamente desejado por aqueles que não têm acesso.

A cadeia de saúde suplementar no Brasil: uma análise retrospectiva

O arcabouço regulatório vigente do setor saúde passou a ser estruturado partir do final dos anos 90. A lei nº 9.656 de 1998 estabeleceu regras, normas, direitos e deveres para os planos privados de assistência à saúde e seus beneficiários. Já a lei nº 9.661 de 2000 criou a Agência Nacional de Saúde (ANS), responsável por garantir e regular o funcionamento deste setor, que inicia essa década com 30 milhões de beneficiários e mais de 1.400 operadoras de saúde.

De forma geral, os planos de saúde podem ser divididos pela forma de contratação: individual ou coletiva. Os individuais são contratados direto pelo beneficiário, enquanto os coletivos não. Estes podem ser empresariais, quando há uma relação empregatícia com a pessoa jurídica contratante do plano, ou por adesão, quando a adesão ao plano se dá através de associações profissionais ou entidades de classe. Empregadores e beneficiários desembolsam prêmios

mensais para as operadoras para ter acesso à utilização de diversos prestadores de serviço como hospitais, clínicas médicas, laboratórios, etc.

Influenciado pelo crescimento econômico e pela geração de novos empregos, o número de beneficiários saltou de 30 milhões nos anos 2000 para próximo de 50 milhões em 2015. O segmento corporativo foi o grande responsável pelo crescimento do mercado, enquanto os planos individuais ficaram praticamente estagnados.

A grande disparidade na taxa de crescimento de cada segmento se deu porque existe uma diferença regulatória importante: enquanto os planos coletivos possuem reajustes definidos negocialmente entre as partes, de acordo com a variação de seus custos e despesas, os individuais possuem limites de reajustes fixados pela ANS. De 2009 a 2019, enquanto o aumento das despesas acumuladas das operadoras triplicou, os reajustes autorizados para os planos individuais ficaram significativamente abaixo disso. Com este descasamento, temos carteiras de planos individuais deficitárias e a total falta de incentivo na comercialização desta modalidade. Como consequência, poucas das principais operadoras e seguradoras do país comercializam esse tipo de plano e o mercado se foca na venda de planos coletivos.

Modelo atual: sinais de esgotamento e correções de rota

Das 1.400 operadoras de planos de saúde existentes no ano 2000, quase metade desapareceu. Hoje, existem pouco mais de 700, sendo diversas fragilizadas financeiramente.

Dois fatores explicam tal tendência. O primeiro, cultural: há uso indiscriminado do sistema com pouca atenção primária. No Brasil a saúde curativa e especializada predomina sobre o cuidado preventivo.

O segundo é a inflação médica, que encarece o preço do plano e que tem origem na incorporação de novos tratamentos e tecnologias, na falta de gestão e coordenação da assistência à saúde, na baixa produtividade e, provavelmente, na formalização do setor nos últimos anos – que passou a pagar mais impostos.

O modelo de remuneração existente em toda a cadeia do setor de saúde é um agravante relevante nesse contexto, pois gera incentivo ao desperdício. Tradicionalmente existem dois modelos de pagamento aos prestadores: o *fee-for-service*, que remunera cada serviço prestado pelo volume e o modelo *fee-for-value*, cujos pagamentos são por análise prospectiva, resolutividade e avaliação do desfecho clínico do paciente. Isto é, paga-se um valor fixo para resolver de forma efetiva e rápida o problema do paciente.

No Brasil, ainda predomina o *fee-for-service*. Na grande maioria dos casos a operadora de saúde funciona como fonte pagadora, reembolsando toda a rede de prestadores credenciada que, em geral, privilegia e remunera o volume de serviços prestados. Qualidade, resolutividade ou desfecho clínico não são variáveis-chaves da remuneração. Há uma dinâmica perversa de incentivos: profissionais de saúde são mais remunerados de acordo com o volume de consultas e exames realizados. Laboratórios, clínicas e hospitais tendem a ganhar mais de acordo com volume e complexidade dos procedimentos. É a frequência que remunera a base de ativos instalada, num jogo de quanto mais uso melhor.

Com a alta inflação e o descontrole de uso do sistema, as operadoras foram obrigadas a reajustar as mensalidades dos planos em 15% a 20% por ano, nos últimos anos. Com isso, o preço do plano de saúde dobrou em pouco tempo e virou despesa muito relevante para famílias e empresas. Com o agravamento da situação econômica e a escalada do desemprego no último governo Dilma, plano de saúde virou um artigo de luxo na cesta de consumo do brasileiro e a triste realidade foi que mais de 3 milhões de beneficiários deixaram o sistema de saúde suplementar e retornaram à rede pública.

A boa notícia é que sistemas complexos naturalmente se retroalimentam. O próprio setor, identificando as distorções e o prognóstico nada saudável, começou a se ajustar, buscando diversas alternativas para redução de custos.

O Grupo SulAmérica investiu na gestão e coordenação de toda a jornada do paciente, em atenção primária, na iniciativa do médico em casa e focou na gestão de compra direta de materiais e medicamentos hospitalares. O Grupo Bradesco Saúde lançou um programa de segunda opinião médica, motivado pela crença que muitos procedimentos de alta complexidade são desnecessários.

Várias seguradoras introduziram negociações de procedimentos por pacotes de serviço e diárias globais, acabando com incentivo ao desperdício e alinhando o prestador de serviço a resolver o problema do paciente de forma eficiente, rápida e resolutive.

As operadoras verticalizadas, discutidas a seguir, também tiveram que ganhar mais eficiência. A Hapvida, que possui índices elevados de verticalização, intensificou esse processo: internalizou lavanderia, telemarketing e tecnologia da informação. A Intermédica aumentou o processo de verticalização em exames clínicos e por imagem.

Todos esses movimentos foram na direção de aumentar eficiência, reduzir custos, aproximar operadoras a prestadores de serviço e usuários e compartilhar risco entre toda a cadeia.

Modelos vencedores

Operadoras de Saúde Verticalizadas

O grande diferencial entre um plano de saúde de abordagem tradicional para um verticalizado é o alinhamento de interesses em todos os elos da cadeia.

Como dito anteriormente, na abordagem tradicional, na maioria dos casos, a operadora de saúde funciona como fonte pagadora, reembolsando toda a rede de prestadores credenciada. Como o pagamento é feito por quantidade consumida, o sistema incentiva um maior uso dos recursos, estimulando o desperdício. Esse modelo não considera qualidade, resolutividade ou desfecho clínico.

Em um modelo verticalmente integrado, a maioria da estrutura de ativos é própria: hospitais, clínicas, laboratórios e profissionais da saúde. São custos fixos da operadora que possuem como finalidade resolver o problema do paciente no menor custo possível.

O modelo vertical possui um custo menor, pois tanto o uso de cada fator, como seu custo médio são menores. Tendo o prontuário médico digitalizado da base de beneficiários, a operadora verticalizada consegue desenvolver protocolos

otimizados para cada tipo de procedimento. Uma vez padronizados, tais procedimentos são aplicados em toda a sua rede de atendimento. Esse modelo de otimização gera um ganho de eficiência muito relevante, pois tem por princípio curar o paciente em menos tempo e com o menor uso de recursos possíveis, baseado no histórico de funcionamento dos tratamentos. Assim, evita desperdícios e utiliza melhor os ativos da operadora. Adicionalmente, essa padronização permite o ganho de escala na aquisição dos insumos utilizados.

O menor uso dos fatores e seu preço médio de aquisição mais baixo geram uma gigantesca vantagem para as operadoras verticalizadas quando comparado às não verticalizadas. A maior eficiência e controle dos gastos se traduzem em reajustes menores, preços mais acessíveis e margens maiores. Como consequência, as verticalizadas tiveram uma importante evolução na sua participação de mercado nos últimos anos. Tendência essa que deverá continuar nos próximos muitos anos.

Hospitais

Os hospitais foram grandes beneficiários desse sistema de desalinhamento nas duas últimas décadas. Acabaram por se aproveitar do crescimento da demanda por serviços de saúde das operadoras não verticalizadas ("NV"), conseguindo repassar seus custos através do sistema *fee-for-service*.

Porém, com a inflação médica, as NV tiveram que subir muito seus preços, perdendo competitividade. Pessoas e empresas começaram a buscar alternativas mais baratas, fazendo *downgrade* de planos, reduzindo coberturas e, no limite, não sendo mais atendidos pelo sistema privado de saúde. O modelo verticalizado, mais competitivo e que contrata pouco serviço hospitalar de terceiros, ganhou *share*.

Essa pressão de custos reduziu a rentabilidade das NV, forçando a saída de muitas delas do mercado e gerando uma forte consolidação do setor. Os hospitais, por sua vez, acabaram sendo obrigados a rever seu modelo de cobrança, passando a dar alternativas mais previsíveis e alinhadas para ajudar as NV no ganho de eficiência e, conseqüentemente, ganhando mais competitividade comercial. Com isso, surgiram os modelos de pacotes de procedimentos, em que a operadora paga um preço determinado para que o hospital resolva o problema do cliente, independentemente do uso dos recursos.

Hoje em dia vemos os principais grupos de hospitais com mais de 50% de suas receitas vindo de métodos de pagamentos diferentes do *fee-for-service*.

O uso desses novos modelos é um grande avanço, mas não resolve todo o problema do sistema. Existem diferenças relevantes entre os grupos de hospitais do país. Poucos são sofisticados o suficiente para trabalhar dessa forma e, mesmo que sejam não têm a escala necessária para ter sucesso.

Um grande grupo como a Rede D'Or é um dos principais consolidadores do setor. Sofisticado e eficiente, conta com um nível de escala muito superior aos demais players do mercado, aproximadamente 9 mil leitos contra 3 mil leitos do 2º colocado. Já os hospitais pequenos e sem escala têm enfrentado dificuldades e possivelmente serão vendidos para grupos maiores e mais capitalizados.

Outros modelos

Seguradoras/Operadoras Não Verticalizadas

Conforme já explicado, as seguradoras e operadoras não verticalizadas têm sofrido muita pressão nos últimos anos. Além da dificuldade do ganho de eficiência e escala, algumas ainda sofrem com carteiras deficitárias de planos individuais antigos.

A equação aqui é complexa e não há uma solução fácil. A melhoria passa por focar na atenção primária, com programas de qualidade de vida, monitoramento de pacientes críticos e melhor encaminhamento dos pacientes que realmente precisam de procedimentos cirúrgicos.

Além da mudança já ocorrida para modelos de cobrança diferentes do *fee-for-service*, que dão maior previsibilidade e alinham melhor os hospitais, há tentativas de “verticalização virtual”. Por exemplo, parcerias com hospitais onde os pagadores asseguram um volume grande em troca de custos mais baixos para os procedimentos. Esse tipo de parceria, se bem desenhada, pode trazer benefícios para ambas as partes, alinhando melhor os interesses.

Outra iniciativa que tem ocorrido é a criação de planos de saúde restritos ou regionais. Isso faz com que os custos sejam mais controlados, possibilitando que o preço a ser cobrado no plano seja mais em conta, aumentando o *affordability*.

A aplicação de tecnologia em geral, e de telemedicina em específico, está ajudando o sistema a ganhar eficiência. As primeiras experiências têm sido muito positivas, com a solução de grande parte dos casos na própria consulta online. Possivelmente todos serão beneficiados por esse efeito, ajudando a reduzir a utilização do sistema e controlando um pouco a inflação médica.

Startups de operadoras de saúde podem ter sucesso se conseguirem seguir o caminho das verticalizadas. Partindo de um prontuário eletrônico proprietário, que as permitam ter toda a base de uso de seus beneficiários. Essas informações poderão ajudá-las a criar seus próprios protocolos, gerando um sistema mais eficiente. Entretanto, acreditamos que, para serem competitivas, terão que verticalizar mais, controlando toda a cadeia de atendimento, de forma análoga ao que fazem as operadoras verticalizadas.

Estas são algumas tentativas para melhorar a rentabilidade e competitividade das NV. Porém, elas devem continuar tendo mais dificuldades, pela falta de controle da cadeia.

Finalmente, entendemos que para o segmento de alta renda essas operadoras são uma boa solução. Para um cliente que quer escolher seus prestadores de serviço, essas operadoras continuarão a ser importantes. Entretanto, esse tipo de serviço mais *premium* atende apenas uma pequena parcela da população, que tem renda para pagar por esse tipo de serviço, ainda que cada vez mais caro.

Unimeds

As Unimed são um capítulo à parte e vêm sendo os grandes doadores de mercado nos últimos anos. Elas são cooperativas, onde os médicos se juntam para prover um plano de saúde e eles mesmos atenderem os pacientes. Não existe uma única Unimed, apesar de todas usarem a mesma

marca. Os modelos operados também podem ser diferentes, pois algumas são parcialmente verticalizadas, possuindo hospitais e pronto atendimentos próprios.

Entretanto, não há, necessariamente, uma visão de lucro na cooperativa (e consequentemente de eficiência), pois muitas vezes o que mais interessa aos médicos é ter acesso aos pacientes (no caso beneficiários dos planos de saúde das Unimed). Com este desalinhamento, várias Unimed tiveram sérios problemas de gestão nos últimos anos. Em alguns casos os médicos tiveram que aportar capital na cooperativa, em outros não resistiram e acabaram vendendo suas carteiras ou saindo do mercado. Existem casos de boa gestão, mas são exceções.

Com isso, de um modo geral, as Unimed perderam muito espaço no país, especialmente em grandes centros, onde a competição é mais forte. No interior, pela falta de competição e devido à dificuldade de as maiores operadoras chegarem, elas ainda possuem um papel relevante. Porém é difícil vislumbrarmos um cenário em que as cooperativas ganhem eficiência e, por isso, devem continuar sendo doadoras de *market share* para os grupos mais profissionalizados.

Do que gostamos

Gostamos muito das operadoras verticalizadas. Somos investidores da Intermédica desde seu IPO, pois sempre acreditamos que o modelo verticalizado possui uma vantagem competitiva muito importante. Sempre acreditamos que a fusão com a Hapvida fazia sentido, pois assim teríamos uma empresa capaz de oferecer uma solução nacional competitiva para seus clientes. A inexistência de uma solução com bons custos e presença nacional sempre foi um problema para os clientes com presença em vários estados, pois demandam vários prestadores para o mesmo serviço. Isso aumenta a complexidade de gestão da contratação do serviço e gera uma perda de escala comercial para o cliente, pois se negocia menos vidas com cada operadora.

Finalmente, entendemos que uma Hapvida/Intermédica unificada cumpre um papel social importante, pois ocupa espaço na prestação de serviço médico para a base da população que não está sendo bem servida pelo Estado, e por um preço muito competitivo. Essa nova empresa terá muitos anos de crescimento com qualidade.

Gostamos também da Rede D’Or, uma conjugação de ativos estratégicos nos principais centros urbanos, muito eficiente e muito bem gerida. Acompanhamos a companhia de perto há muito tempo e acreditamos que continuará crescendo de forma eficiente por pelo menos outros 10 anos.

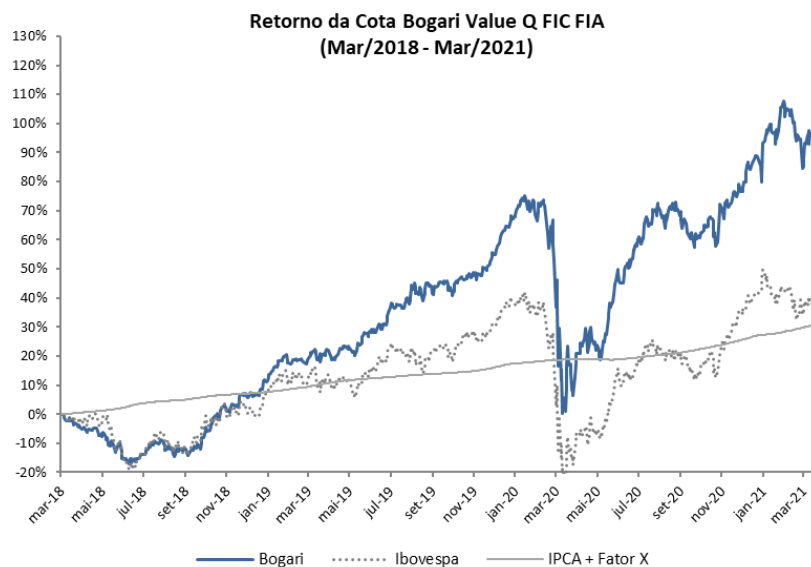
Finalmente, finalizamos nossa carta com a esperança de que a população seja vacinada o quanto antes. Assim diminuiremos o número de mortes e tentaremos voltar à “normalidade”. Cuidem de suas famílias e das pessoas próximas a vocês. Nos falamos novamente quando essa triste situação tiver passado.

Obrigado pela confiança.

BOGARI VALUE Q FIC FIA

Varição da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2021	Bogari	3,2%	-0,4%	1,6%										4,5%
	IPCA+Fator X	0,6%	1,1%	1,4%										3,1%
2020	Bogari	3,3%	-6,0%	-28,6%	10,7%	8,6%	11,9%	10,7%	0,2%	-6,3%	-0,9%	10,7%	7,9%	14,8%
	IPCA+Fator X	0,5%	0,5%	0,4%	0,0%	-0,1%	0,5%	0,7%	0,6%	1,0%	1,2%	1,2%	1,7%	8,4%
2019	Bogari	9,9%	-1,0%	1,8%	2,5%	3,7%	2,4%	5,7%	4,9%	0,4%	1,1%	2,5%	8,8%	51,1%
	IPCA+Fator X	0,8%	0,8%	1,1%	1,0%	0,6%	0,4%	0,6%	0,5%	0,3%	0,5%	0,8%	1,5%	9,1%
2018	Bogari			-2,9%	-2,2%	-7,3%	-3,7%	5,6%	-1,9%	1,7%	13,6%	5,4%	1,7%	8,7%
	IPCA+Fator X			0,3%	0,6%	0,8%	1,6%	0,8%	0,4%	0,8%	0,9%	0,2%	0,5%	7,5%



(1) O fundo teve início em 8/7/2008. O Patrimônio Líquido médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 598,1 milhões e o atual é de R\$ 896,0 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 21,8%.

Principais Características do Fundo

Informações sobre o produto

Administrador	BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A	Aplicação Mínima	R\$ 300.000,00
Gestor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Saldo Mínimo	R\$ 300.000,00
Distribuidor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Aplicação Mínima Inicial	R\$ 10.000,00
Custódia	Banco Bradesco S.A.	Resgate Mínimo	R\$ 10.000,00
Auditor	KPMG Auditores Independentes	Público-Alvo	Investidores Qualificados
Aplicação	D+1 (dias úteis)	Código Anbima	222593
Resgate	D+30 (dias corridos)	Tipo Anbima	Ações Ativo Valor/Crescimento
Liquidação	D+32 (30 dias corridos + 2 dias úteis)	Cota	Fechamento
Taxa de Administração	1,5%	Horário	9hs às 14hs
Taxa de Performance	20% do que exceder IPCA + Fator X*	Imposto de renda	15% sobre o ganho nominal

* Valor atual: 3,82%. O fator "X" é definido no último dia útil de cada semestre civil para o semestre subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias nos três últimos meses antecedentes ao fim do semestre, tendo em vista que a taxa indicativa diária é a média das taxas indicativas dos títulos que compõem o IMA-B 5+ (títulos com prazo para o vencimento igual ou superior a cinco anos) ponderadas pelo peso no próprio índice, divulgados pela ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, em seu website no endereço <http://www.anbima.com.br/ima/ima.asp> ("Parâmetro").

Este material de divulgação tem caráter unicamente informativo. 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.

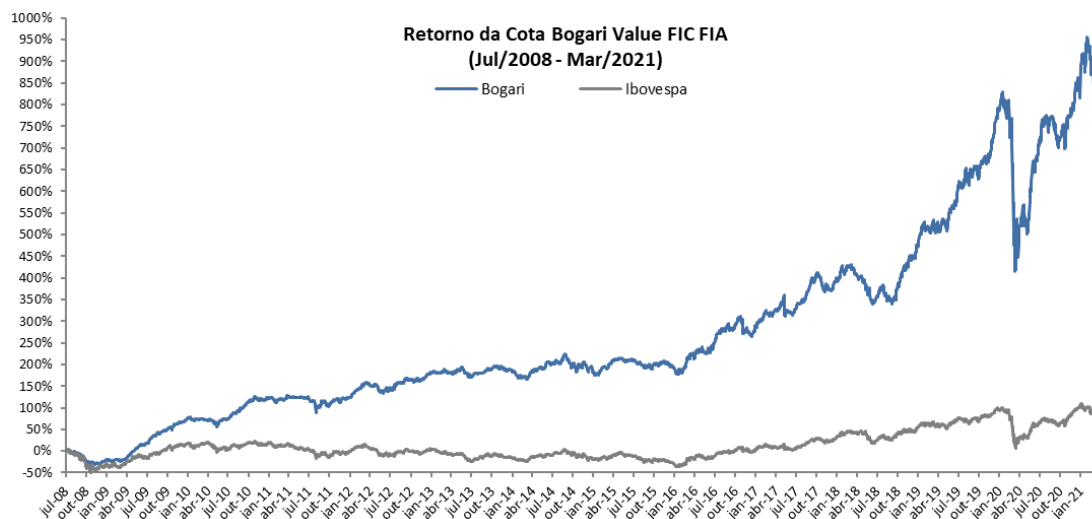


Rua Visconde de Pirajá, 433, sala 301 | Ipanema | Rio de Janeiro - RJ | Tel 55 21 2249-1500
www.bogaricapital.com.br
 BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S.A. (CNPJ: 02.201.501/0001-61)
 Av. Presidente Wilson, 231, 11º andar, Rio de Janeiro, RJ, CEP 20030-905
 Telefone: (21) 3219-2500 Fax (21) 3974-2501 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

BOGARI VALUE FIC FIA

Variação da Cota

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano
2021	Bogari	2,5%	-1,5%	3,3%										4,3%
	Ibov	-3,3%	-4,4%	6,0%										-2,0%
2020	Bogari	2,3%	-5,8%	-30,0%	10,5%	8,0%	12,1%	10,9%	-0,3%	-6,5%	-1,6%	10,1%	9,2%	10,4%
	Ibov	-1,6%	-8,4%	-29,9%	10,3%	8,6%	8,8%	8,3%	-3,4%	-4,8%	-0,7%	15,9%	9,3%	2,9%
2019	Bogari	11,6%	-2,2%	1,4%	2,8%	3,7%	3,0%	5,9%	4,6%	0,9%	1,6%	2,1%	10,3%	55,5%
	Ibov	10,8%	-1,9%	-0,2%	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	-0,7%	3,6%	2,4%	0,9%	6,8%	31,6%
2018	Bogari	6,5%	0,1%	-1,6%	-2,4%	-7,4%	-3,7%	5,3%	-4,3%	0,9%	13,3%	6,3%	1,6%	13,6%
	Ibov	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	-10,9%	-5,2%	8,9%	-3,2%	3,5%	10,2%	2,4%	-1,8%	15,0%
2017	Bogari	6,0%	4,2%	1,2%	3,6%	-3,4%	0,4%	4,1%	5,8%	5,4%	-0,8%	-3,7%	4,4%	29,9%
	Ibov	7,4%	3,1%	-2,5%	0,6%	-4,1%	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	-3,1%	6,2%	26,9%
2016	Bogari	-1,9%	3,3%	7,5%	3,5%	-2,8%	7,1%	9,0%	1,7%	-1,4%	8,1%	-6,4%	-1,4%	27,9%
	Ibov	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,1%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%
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							-3,7%	-0,8%	-12,9%	-13,0%	-0,6%	7,8%	-22,4%
	Ibov							-0,1%	-6,4%	-11,0%	-24,8%	-1,8%	2,6%	-36,9%



(1) O fundo teve início em 8/7/2008. O Patrimônio Líquido médio nos últimos 12 meses foi de R\$ 598,1 milhões e o atual é de R\$ 896,0 milhões. A rentabilidade nos últimos 12 meses foi de 21,8%.

Principais Características do Fundo

Informações sobre o produto

Administrador	BNY Mellon Serviços Financeiros DTMV S/A	Aplicação Mínima	R\$ 150.000,00
Gestor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Saldo Mínimo	R\$ 150.000,00
Distribuidor	Bogari Gestão de Investimentos Ltda.	Aplicação Mínima Inicial	R\$ 150.000,00
Custódia	Banco Bradesco S.A.	Resgate Mínimo	R\$ 10.000,00
Auditor	KPMG Auditores Independentes	Público-Alvo	Investidores em Geral
Aplicação	D+1 (dias úteis)	Código Anbima	212962
Resgate	D+30 (dias corridos)	Tipo Anbima	Ações Ativo Valor/Crescimento
Liquidação	D+32 (30 dias corridos + 2 dias úteis)	Cota	Fechamento
Taxa de Administração	2,0% (Taxa Máxima: 2,2%)	Horário	9hs às 14hs
Taxa de Performance	20% do que exceder Ibovespa (com marca d'água)	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 Visconde de Pirajá, 433, sala 301 | Ipanema | Rio de Janeiro - RJ | Tel 55 21 2249-1500

www.bogaricapital.com.br
 BNY Mellon Serviços Financeiros DTMV 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/br/
 SAC: sac@bnymellon.com.br ou (21) 3219-2600, (11) 3050-8010, 0800 725 3219
 Ouvidoria: ouvidoria@bnymellon.com.br ou 0800 7253219