

Atribuição de performance

O Bozano Fundamental FIA (“Fundo”) encerrou o mês de março com desvalorização de 0,53%, sendo 0,55% inferior ao Ibovespa. Ao longo de 2018, o fundo acumula 6,54% de valorização, 5,18% abaixo do seu *benchmark* (Ibovespa).

No mês de março, os destaques positivos do portfólio foram as ações do Banrisul (+11,7%), Lojas Americanas (+11,6%), Energisa (+6,8%) e Aliansce (+4,8%). Do lado negativo, sofremos com nossa exposição ao setor de Educação, com desvalorização de 35% em Ser Educacional e 6,4% em Anima.

Seguimos otimistas com o cenário econômico (juros baixos, inflação controlada e fraca base de comparação para um bom crescimento de PIB em 2018 e 2019). As empresas devem surfar bem esse cenário, com alavancagem operacional e financeira se traduzindo em forte crescimento de lucro. No campo político, estamos marginalmente mais preocupados. O governo não deve emplacar mais nada relevante este ano e as eleições entram cada vez mais no radar. Não acreditamos em um cenário de cauda com retrocesso na agenda reformista, mas o risco de um candidato de centro-direita não se eleger pode trazer volatilidade.

O Bozano Fundamental está *underperformando* o Ibovespa na janela recente (2017 e 2018), basicamente em função da nossa menor exposição, versus o Ibovespa, em Commodities e Bancos. Em 2018, as ações da Petrobras sobem mais de 30%, com peso de 10% no Ibovespa, contra 3% no fundo. Adicionalmente, os bancos, com peso de 30% no Ibovespa, sobem mais de 20% (Itaú e BB). Começamos o ano com exposição de 25% em bancos e reduzimos para 15%.

Recentemente, concentramos mais nossa exposição em Shoppings (Multiplan e Aliansce com TIR real de 7,5% e 9,4%), Consumo (Renner, LAME, Alpargatas e Carrefour) e Energia (Equatorial, Energisa e Transmissão Paulista).

Seguimos 90% investidos e acreditando em uma boa geração de alfa ao longo do tempo. Na nossa visão, os ativos cíclicos (Bancos e algumas empresas de Commodities) já estão muito bem precificados em relação ao nosso portfólio, que apresenta um retorno interessante com risco substancialmente menor do que Ibovespa. Estimamos que o portfólio do Fundo, ponderado pelo peso de cada ativo, tem uma TIR Real de 9,5%.

No campo microeconômico, comentamos abaixo alguns destaques das nossas investidas.

A SER Educacional divulgou o resultado referente ao 4º trimestre de 2017. Os números, de maneira geral, vieram abaixo da nossa expectativa. Apesar do bom controle de custos com professores, que cresceram apenas 5,9% ano contra ano, as despesas relacionadas ao plano de expansão e, principalmente, a piora na PDD (provisão para devedores duvidosos), resultaram em queda da margem EBITDA de 11p.p.. Já esperávamos uma pressão nos custos em função do plano de expansão, mas a piora na PDD nos surpreendeu negativamente.

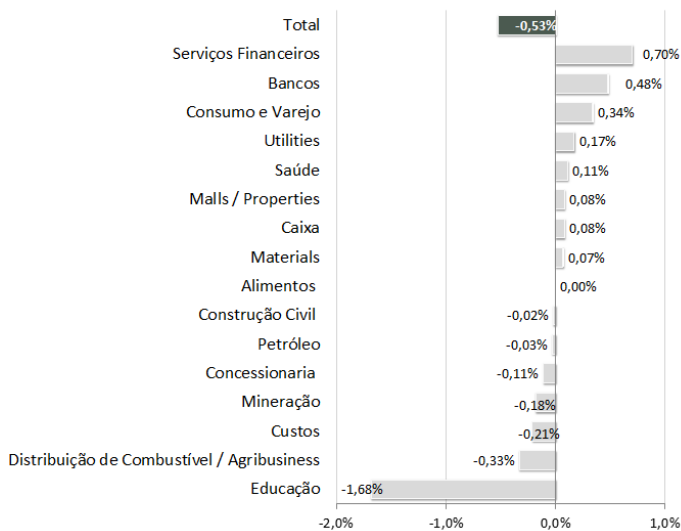
A companhia também divulgou a prévia do vestibular referente ao 1º semestre de 2018. Até 19 de março, a SER verificou queda de -13,2% na captação de graduação presencial e crescimento de 144,8% na captação de graduação à distância. Os números parciais, no presencial, foram muito abaixo da nossa expectativa. A SER tem um plano de expansão ambicioso e, como observado no resultado do 4º trimestre, as despesas relacionadas ao plano já impactam negativamente. No entanto, mesmo com 15 novas unidades, a captação presencial recuou -13,2%. Acreditamos que a queda ocorreu em função do atraso no sistema do FIES, que retardou todo o processo de captação. Normalmente os alunos esperam o resultado do FIES para decidir sobre a efetivação da matrícula, logo, a captação acelera após esse resultado, que ainda não ocorreu. Porém, como as aulas já começaram, o prazo para o aluno se matricular é pequeno, e muitos não devem fazê-lo, empurrando a demanda para os próximos semestres. A combinação desses fatores, resultados e prévia de captação abaixo do esperado, resultaram em forte correção no preço das ações da SER, que recuaram 35% em março. Acreditamos que a piora seja pontual e que a demanda reprimida por educação superior nos mercados onde a SER atua sejam estruturais, no entanto, optamos por reduzir nossa exposição de 4% para 2% até que tenhamos mais conforto e visibilidade quanto ao plano de expansão da empresa e eventuais desdobramentos da frustração inicial deste plano.

No setor de shoppings, Aliansce divulgou um bom resultado do 4º trimestre de 2017, surpreendendo o mercado, que esperava dados operacionais mais fracos do que os apresentados no trimestre anterior, seguindo a dinâmica das demais empresas listadas do setor. Com um

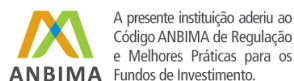
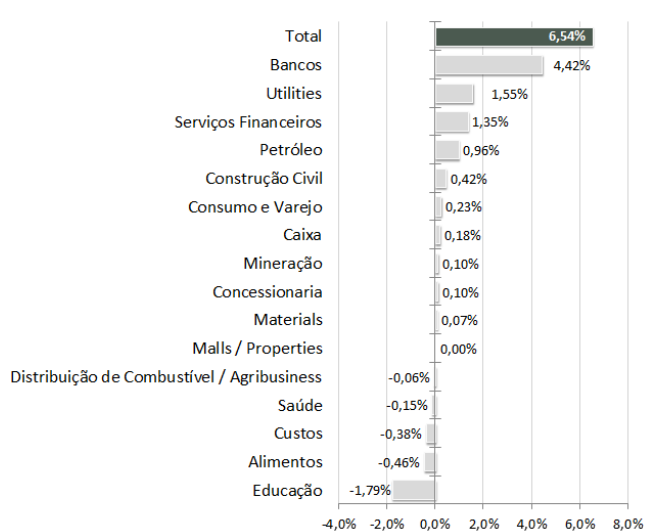
portfólio mais exposto a um público de baixa renda, nossa leitura é a de que seus ativos tiveram a performance menos “inflada” pelo consumo com recursos sacados do FGTS nos trimestres anteriores: enquanto indivíduos de baixa renda teriam usado os recursos para o pagamento de dívidas, os de média/alta renda teriam alocado a folga no orçamento em consumo. Acreditamos que essa dinâmica continuará nos próximos resultados. Em um ambiente inédito de baixas taxas de juros, estamos vendo a tese em shopping como uma das melhores relações de risco/retorno da bolsa: uma taxa de retorno bem atrativa, com um risco muito menor do que a média dos investimentos disponíveis.

No setor de Bancos, o Banrisul comunicou ao mercado que estuda fazer o IPO de sua divisão de cartões. A possível captação do Governo do Estado do Rio Grande do Sul com esta oferta mitigou o risco de o Estado vender parte de suas ações do banco no curto prazo, eliminando o *overhang* das ações. Acreditamos que o sucesso desta operação possa ajudar a reprecificar o múltiplo de Banrisul que negocia apenas 1,1x *book value* com ROE de 15%.

Março 2018



Acumulado 2018



A BOZANO GESTÃO DE RECURSOS LTDA. NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO. OS FUNDOS PODEM UTILIZAR 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, PODENDO INCLUSIVE ACARRETTAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. OS MÉTODOS UTILIZADOS PELO GESTOR PARA GERENCIAR OS RISCOS A QUE O FUNDO SE ENCONTRA SUJEITO NÃO CONSTITUEM GARANTIA CONTRA EVENTUAIS PERDAS PATRIMONIAIS QUE POSSAM SER INCORRIDAS PELO FUNDO. RENTABILIDADE PASSADA NÃO É GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. ESTE DOCUMENTO NÃO SE CONSTITUI EM UMA OFERTA DE VENDA E NÃO CONSTITUI O PROSPECTO PREVISTO NO CÓDIGO DE AUTOREGULAÇÃO DA ANBIMA PARA A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO. LEIA O PROSPECTO, OFORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. ESTES FUNDOS NÃO CONTAM COM A GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC. RENTABILIDADES MENSIS DIVULGADAS SÃO LÍQUIDAS DE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO E PERFORMANCE. AS RENTABILIDADES DIVULGADAS NÃO SÃO LÍQUIDAS DE IMPOSTOS. A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS ENCONTRA-SE DISPONÍVEL NO SITE DO ADMINISTRADOR WWW.INTRAG.COM.BR

Atribuição de performance

No mês de março de 2018, o fundo Bozano Quant apresentou rentabilidade de 0,63% (118% do CDI). Deste total, +0,26% foram provenientes das estratégias quantitativas do fundo; -0,16% dos custos operacionais; e +0,53% do caixa. Do resultado das estratégias (Tabela 1), a parte Brasil teve rentabilidade de +0,20% e as estratégias internacionais tiveram rentabilidade de +0,06%.

Em uma análise de atribuição de performance do fundo entre os estilos de investimentos (Gráfico 1), o mês de março foi marcado, principalmente, por uma correção da expectativa de encerramento do ciclo de queda da taxa de juros brasileira, com um novo corte da taxa SELIC, e crescentes inquietações com a possibilidade de *Trade War*, seguindo o anúncio de aumento de impostos em alguns itens de importação no mercado norte americano. No mercado brasileiro, as estratégias do estilo Momento se beneficiaram do movimento de taxa de juros brasileira terminando o mês com uma rentabilidade de +0.14%. As estratégias de Detecção de Fluxo e Value também apresentaram contribuição de performance positiva de 0.07% e 0.06%, respectivamente, enquanto as estratégias de Padrões de Curto Prazo apresentaram rentabilidade negativa de -0.06%. Nos mercados internacionais, a principal contribuição de performance foi das estratégias do estilo Value, com rentabilidade positiva de +0.17%. Os principais detratores foram as estratégias dos estilos Momento e Detecção de Fluxo que apresentaram rentabilidade negativa de -0.09% e -0.03% respectivamente.

Em termos de atribuição de performance por classes de ativos (Gráfico 2), as principais contribuições positivas foram provenientes das estratégias de renda fixa (+0,36%), principalmente na parte Brasil (+0,41%) em DI futuro, que estavam vendidas em taxa, e commodities nos mercados internacionais (0,23%). Os principais detratores do mês foram as estratégias de moedas (-0,25%) e renda variável (-0,08%).

Tabela 1: Breakdown Rentabilidade

Tipo	Mês	Ano
Brasil	0,20%	0,58%
Offshore	0,06%	0,03%
Caixa	0,53%	1,59%
Custo	-0,16%	-0,50%
Total	0,63%	1,70%
%CDI	118%	107%

Gráfico 1: Atribuição por Teses de Investimentos - Mar 2018

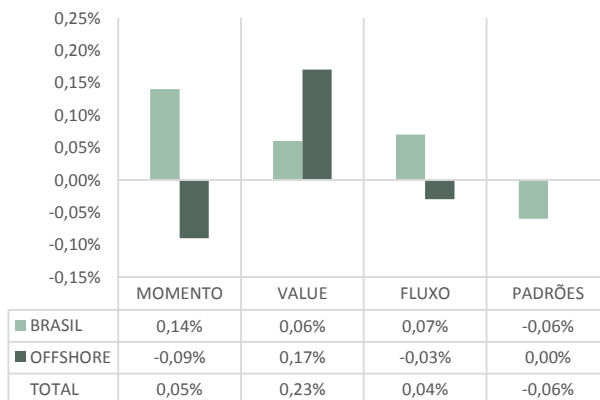
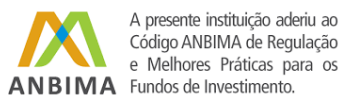
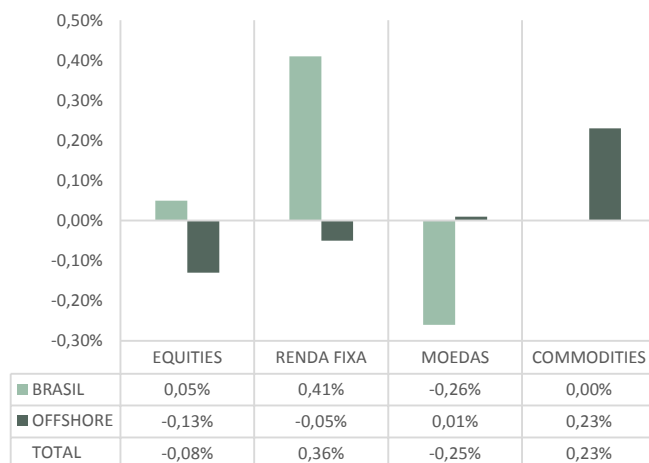


Gráfico 2: Atribuição por Classe de Ativos - Mar 2018



A BOZANO GESTÃO DE RECURSOS LTDA. NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO.
 OS FUNDOS PODEM UTILIZAR ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUA POLÍTICA DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOPTADAS, PODEM RESULTAR EM SIGNIFICATIVAS PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS COTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO.
 OS MÉTODOS UTILIZADOS PELO GESTOR PARA GERENCIAR OS RISCOS A QUE O FUNDO SE ENCONTRA SUJEITO NÃO CONSTITUEM GARANTIA CONTRA EVENTUAIS PERDAS PATRIMONIAIS QUE POSSAM SER INCORRIDAS PELO FUNDO.
 RENTABILIDADE PASSADA NÃO É GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. ESTE DOCUMENTO NÃO SE CONSTITUI EM UMA OFERTA DE VENDA E NÃO CONSTITUI O PROSPECTO PREVISTO NO CÓDIGO DE AUTOREGULAÇÃO DA ANBIMA PARA A INDÚSTRIA DE FUNDOS DE INVESTIMENTO. LEIA O PROSPECTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR. ESTES FUNDOS NÃO CONTAM COM A GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO FGC.
 RENTABILIDADES MENSIS DIVULGADAS SÃO LÍQUIDAS DE TAXAS DE ADMINISTRAÇÃO E PERFORMANCE. AS RENTABILIDADES DIVULGADAS NÃO SÃO LÍQUIDAS DE IMPOSTOS.