

Atribuição de performance

O fundo Bozano Fundamental FIA (“Fundo”) encerrou o mês de julho com valorização de 7,44% versus uma alta de 8,88% do Ibovespa. Em 2018, o Fundo desvaloriza 4,32% contra uma valorização de 3,69% do seu benchmark (Ibovespa). Os destaques positivos do mês foram as ações dos bancos, com Bradesco e Itaú subindo 14,4% e 11,6% respectivamente, do setor financeiro, com as ações da B3 se valorizando 16,3% e de Educação, com SER subindo 12,4%. Do lado negativo, as ações da Santos Brasil apresentaram retração de 3,2% no mês.

Comentamos abaixo os resultados referentes ao 2º trimestre de 2018 das principais posições do fundo: Bradesco, Itaú, Lojas Renner e Carrefour. Adicionalmente, analisamos também a atuação da Equatorial no leilão da Cepisa, uma das distribuidoras da Eletrobras, e nossa tese de investimento em Gerdau.

Os resultados dos bancos privados saíram no final do mês, com Itaú e Bradesco reportando crescimento de lucro (3,4% e 9,7% ano contra ano, respectivamente). O ritmo mais forte de crescimento do Bradesco é bem explicado pela maior queda de PDD, dado que o Itaú já vinha em um nível mais baixo de provisionamento, após ter sido mais conservador durante a crise. Ambos os bancos apresentaram uma leve aceleração no crescimento da carteira de crédito (3,7% e 6% trimestre contra trimestre para o Itaú e Bradesco, respectivamente), associado a um mix mais rentável, fruto da volta do apetite por risco dos bancos. Isso trouxe o esperado crescimento da margem de crédito (4,5% e 4% trimestre contra trimestre), a despeito da pressão nos spreads pela taxa de juros mais baixa. Por último, as duas empresas também tiveram nova melhora na qualidade da carteira, mostrando queda de inadimplência e aumento dos seus índices de provisionamento.

Olhando o ano como um todo e 2019, ainda esperamos resultados sólidos dos bancos (crescimento de lucro na ordem de 10%), cada vez mais impulsionados por crescimento de carteira e receitas de serviços do que pela queda do provisionamento e inadimplência, que estão próximos de chegar a níveis baixos históricos. Esse nível de lucro deve levar o ROE do Itaú e do Bradesco para 21,4% e 18,3%, respectivamente. Vemos a carteira de crédito dos bancos crescendo quase 10% em 2019, com crescimento ainda mais moderado de PDD e contração pequena da

NIM por continuada pressão nos spreads. Por conservadorismo, nas nossas estimativas não consideramos queda dos 5% de alíquota de CSLL, prevista em lei para voltar em 2019. Enxergamos o nível de valuation ainda atrativo com Itaú e Bradesco negociando a 10,4x e 8,7x PE para 2019.

Lojas Renner apresentou um sólido resultado de 2º trimestre que atendeu às altas expectativas de mercado em termos de rentabilidade, com EBITDA e lucro líquido crescendo 13% e 42%, respectivamente, mas com uma frustração em vendas, uma vez que as vendas mesmas lojas reportadas ficaram em “apenas” 2,5%. O número é significativamente superior ao apresentado pela concorrência e a leitura é de um bom ganho de participação de mercado, num trimestre extremamente turbulento para o varejo de vestuário, marcado por i) temperaturas muito mais altas do que a média histórica para o mês de abril; ii) greve dos caminhoneiros em maio/junho; e iii) Copa do Mundo em junho. Somente a greve dos caminhoneiros impactou as vendas mesmas lojas em 2,5%, de forma que o indicador teria sido de 5% excluindo os efeitos da greve. Diante de todas essas pressões não recorrentes, temos uma avaliação positiva da execução da companhia e das perspectivas para o restante do ano. Dado que tínhamos aumentado consideravelmente nossa exposição à empresa a um bom preço, e que o preço da ação teve boa apreciação recente, diminuimos no mês de julho nossa posição, chegando à divulgação do segundo trimestre com uma menor – mais ainda importante – exposição do fundo à empresa.

No mês de julho, aumentamos nossa exposição ao Carrefour, que divulgou seu segundo resultado do ano, com destaque para o excelente resultado da bandeira Atacadão, sua maior e mais rentável unidade de negócios. Com aceleração das vendas e expansão de margem, o Atacadão expandiu seu EBITDA em 20%, e esperamos que para o segundo semestre essa divisão de negócios mantenha a trajetória ascendente. Com uma contínua melhora das vendas, fruto da normalização da inflação de alimentos e da aceleração de seu plano de expansão, a empresa voltará a crescer acima de dois dígitos de vendas. A financeira do grupo continuou seu bom momento com a expansão da carteira do cartão Atacadão - lançado no segundo semestre de 2017, já representa 20% do faturamento da divisão de negócios -, aliado a uma melhor taxa de inadimplência, crescendo mais de 100% seu resultado. No entanto, a divisão do varejo decepcionou,

impactada pela greve dos caminhoneiros e por uma maior representatividade de produtos com margem mais baixa no mix de vendas, porém, esperamos maior estabilidade em seus resultados no segundo semestre. No mais, representando apenas 17% do EBITDA da companhia no trimestre, sua má performance não foi o suficiente para impedir que o EBITDA consolidado tivesse uma boa expansão de 13%, com o lucro líquido consolidado expandindo 39%.

No setor de utilities, em julho, ocorreu o leilão da Cepisa, empresa de distribuição do Piauí, sob gestão da Eletrobras. O leilão, no formato de um deságio à flexibilização tarifária permitida pela Aneel após a privatização (junto com uma outorga caso o deságio chegue a 100%), teve apenas um lance, da Equatorial, uma das investidas do fundo. Vimos com bons olhos a aquisição, dado: i) a expertise da companhia em realizar turnarounds em distribuidoras problemáticas; ii) o histórico de alocação de capital disciplinado da Equatorial; e iii) a proximidade de Piauí e sua capital ao Maranhão, cuja Cemar já está sob controle da Equatorial há quase 15 anos.

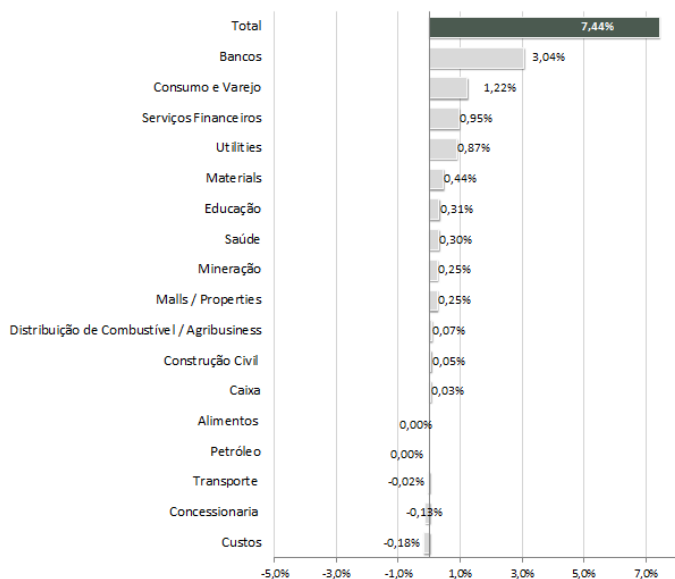
Embora a Cepisa seja pequena, com resultados problemáticos e balanço ainda desequilibrado (mas dentre as distribuidoras da Eletrobras a mais “arrumada”), acreditamos que a Equatorial deve gerar valor aos seus acionistas com o lance na ordem de 5% do seu valor de mercado. Esse valor adicionado, na nossa opinião, virá por algumas vertentes: i) levar custos a níveis condizentes com o da própria Cemar (que é uma das 5 distribuidoras mais eficientes do país); ii) reduzir o nível de perdas ao nível regulatório semelhante ao da Cemar (isso é possível porque a renda familiar do Piauí é maior que a do Maranhão), diminuindo custos e aumentando volume; e iii) investimentos na rede para atender mais consumidores e atingir indicadores de qualidade, melhorando o serviço aos consumidores já servidos, medida que aumenta a base de ativos regulatórios, assim elevando o nível de remuneração regulatória atual.

Em agosto, no dia 30, está previsto o leilão das outras distribuidoras da Eletrobras (fora a Ceal, de Alagoas, cuja privatização está suspensa por uma liminar). Vemos a Amazonas Energia - a mais problemática e a maior dessas distribuidoras a serem privatizadas - como um ativo com grande potencial de melhora, e a Equatorial como a melhor candidata a vencer o lance, dado o grau de

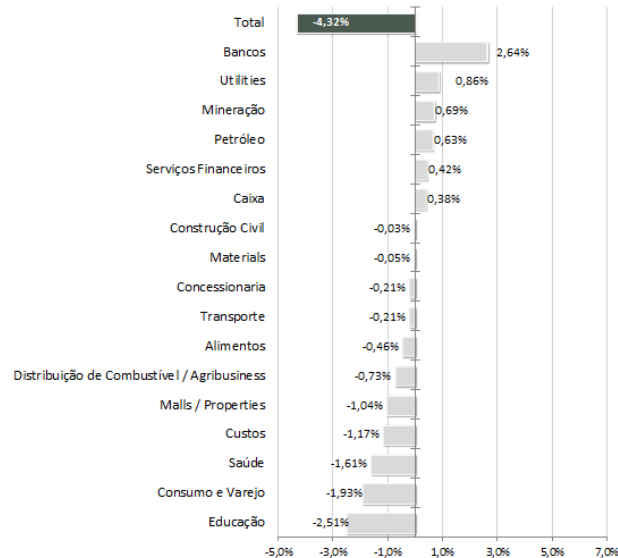
complexidade da distribuidora do Norte e sua proximidade ao Pará, onde a Equatorial já opera a Celpa. A Amazonas, na nossa visão, é a distribuidora da Eletrobras com a possibilidade de apresentar melhora mais expressiva, e, portanto, gerar mais valor ao seu comprador. O lado positivo dessa distribuidora é que seus consumidores são muito concentrados em Manaus, facilitando a operação. O difícil é que a Amazonas tem um número alto de sistemas isolados de energia, mas acreditamos que a Equatorial tenha diferencial por operar a Celpa, também com sistemas isolados. O potencial de geração de valor nesse caso seria bem maior que na Cepisa, dado o tamanho relativo e nível maior de complexidade, permitindo menos competição nesse leilão.

Após meses estudando Gerdau, adicionamos o ativo à carteira com um nível confortável de preço - dado o sell-off de maio/junho. A empresa é a maior produtora de aços longos das Américas e nossa tese baseia-se, principalmente, em i) alta alavancagem operacional, com a companhia operando em níveis baixos de utilização, ii) redução da base de ativos após os desinvestimentos de ativos não core, iii) ambiente macro favorável, com preços do aço internacional e câmbio em patamares elevados, e iv) aumento substancial na geração de caixa dos próximos trimestres.

Julho 2018



Acumulado 2018



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

A BP 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 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.

Atribuição de performance

No mês de julho de 2018, o fundo Bozano Alpha apresentou rentabilidade de -0,61%. Deste resultado, -0,96% foram provenientes das estratégias quantitativas do fundo, -0,19% dos custos operacionais e +0,54% do caixa. Do resultado das estratégias (Tabela 1), a parte Brasil teve rentabilidade de -0,63% e as estratégias internacionais tiveram rentabilidade de -0,33%.

No mês de julho, a bolsa brasileira subiu 8,9% e o real se valorizou em 3,22% frente ao dólar, mostrando um movimento inverso do que havia caracterizado o mês de junho. As taxas de juros locais seguiram o mesmo padrão, e caíram -0,16% nas taxas de 5 anos e -0,30% nas taxas de 10 anos. Após uma alta de 10,61% nos preços do petróleo no mês passado, o preço do óleo também reverteu, e caiu -7,27% em julho.

A perspectiva de candidatos reformistas mais fortes na disputa eleitoral no Brasil, reforçada em julho, pode ter aumentado o apetite para os trades de bolsa brasileira. Externamente, a atividade econômica avançou nos Estados Unidos e o índice S&P 500 se valorizou em 3,6%.

Entre os estilos de investimentos (Gráfico 2), as estratégias de Momento obtiveram lucratividade de 0,33%, puxada principalmente pelo Momento offshore, que lucrou 0,36% no mês. Apesar da alteração do cenário frente a junho, nossos modelos de Momento Brasil mostraram-se robustos, apresentando perdas de apenas -0,03%. Para Value, a contribuição foi positiva para os ativos brasileiros, mas negativa para os ativos internacionais. Fluxo e Padrões tiveram um mês difícil, apresentando perdas de -0,80% e -0,42% respectivamente.

Em termos de atribuição de performance por classes de ativos (Gráfico 3), o principal detratador dos retornos foram as estratégias de moedas, que apresentaram rentabilidade de -0,66%. Nos mercados de Renda Fixa e Equities, a rentabilidade foi de -0,04%, e em commodities foi de -0,21%. Nas estratégias de Equities, os ganhos no offshore foram prejudicados pela performance negativa das estratégias nos ativos brasileiros, que estavam ligeiramente vendidos em bolsa.

Tabela 1: Breakdown Rentabilidade

Tipo	Mês	Ano
Brasil	-0,63%	-0,60%
Offshore	-0,33%	-0,63%
Caixa	0,54%	3,73%
Custo	-0,19%	-1,58%
Total	-0,61%	0,92%
%CDI	--	24,70%

Gráfico 2: Atribuição por Teses de Investimentos - Jul 2018

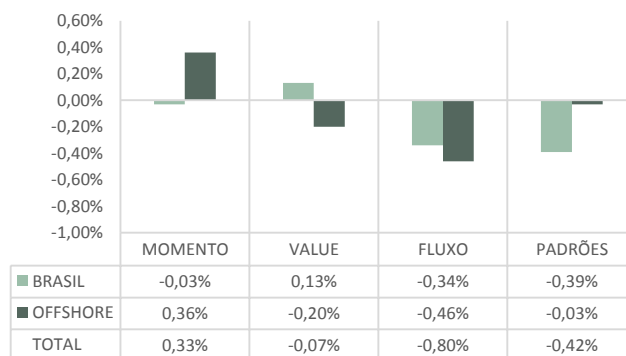
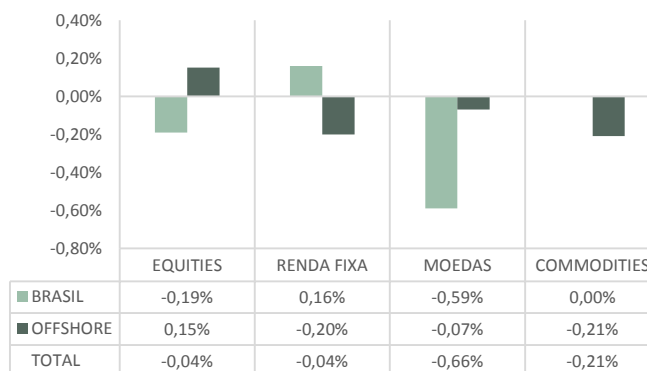


Gráfico 3: Atribuição por Classe de Ativos - Jul 2018



Atribuição de performance

No mês de julho de 2018, o fundo Bozano Quant apresentou rentabilidade de +0,13%. Deste resultado, -0,32% foram provenientes das estratégias quantitativas do fundo, -0,09% dos custos operacionais e +0,54% do caixa. Do resultado das estratégias (Tabela 1), a parte Brasil teve rentabilidade de -0,21% e as estratégias internacionais tiveram rentabilidade de -0,11%.

No mês de julho, a bolsa brasileira subiu 8,9% e o real se valorizou em 3,22% frente ao dólar, mostrando um movimento inverso do que havia caracterizado o mês de junho. As taxas de juros locais seguiram o mesmo padrão e caíram -0,16% nas taxas de 5 anos e -0,30% nas taxas de 10 anos. Após uma alta de 10,61% nos preços do petróleo no mês passado, o preço do óleo também reverteu, e caiu -7,27% em julho.

A perspectiva de candidatos reformistas mais fortes na disputa eleitoral no Brasil, reforçada em julho, pode ter aumentado o apetite para os trades de bolsa brasileira. Externamente, a atividade econômica avançou nos Estados Unidos e o índice S&P 500 se valorizou em 3,6%.

Entre os estilos de investimentos (Gráfico 2), as estratégias de Momento obtiveram lucratividade de 0,13%, puxada principalmente pelo Momento offshore. Apesar da alteração do cenário frente a junho, nossos modelos de Momento Brasil mostraram-se robustos, não apresentando perdas no mês. Para Value, a contribuição foi positiva para os ativos brasileiros, mas negativa para os ativos internacionais. Fluxo e Padrões tiveram um mês difícil, apresentando perdas de -0,28% e -0,15% respectivamente.

Em termos de atribuição de performance por classes de ativos (Gráfico 3), o principal detrator dos retornos foram as estratégias de moedas, que apresentaram rentabilidade de -0,21%. Nos mercados de Renda Fixa e Equities a rentabilidade foi de -0,02%, e em commodities foi de -0,07%. Nas estratégias de Equities, os ganhos no offshore foram prejudicados pela performance negativa das estratégias nos ativos brasileiros, que estavam ligeiramente vendidos em bolsa.

Tabela 1: Breakdown Rentabilidade

Tipo	Mês	Ano
Brasil	-0,21%	-0,60%
Offshore	-0,11%	-0,18%
Caixa	0,54%	3,73%
Custo	-0,09%	-1,00%
Total	0,13%	1,95%
%CDI	24,00%	52,34%

Gráfico 2: Atribuição por Teses de Investimentos - Jul 2018

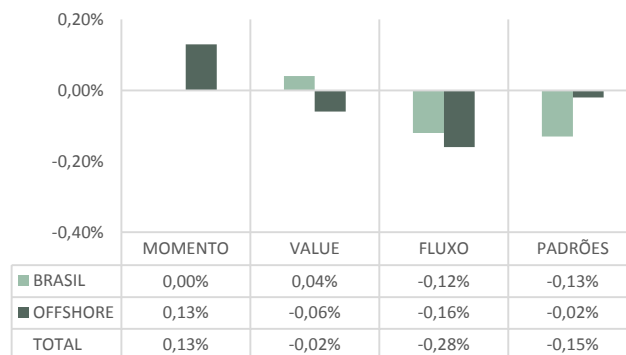


Gráfico 3: Atribuição por Classe de Ativos - Jul 2018

