



CSHG VERDE AM GLOBAL EQUITIES FIA – IE

Relatório de Gestão

Junho de 2020

Desempenho	Junho 2020	Acumulado 2020
Global Equities	2,77%	32,24%
MSCI ACWI em BRL	4,10%	26,48%

Para mais informações relevantes à análise da rentabilidade deste Fundo – tais como taxa de administração, taxa de performance, rentabilidade “mês a mês” ou PL médio, consulte o Resumo Gerencial ao final deste material.

O fundo CSHG Verde AM Global Equities FIA – IE teve uma rentabilidade positiva de 2,77 % em junho e acumula uma rentabilidade de 32,24% no ano. A estratégia de Ações em Dólar teve um impacto positivo de 1,90% e o câmbio impactou positivamente o resultado em 0,89% no período. Custos no mês acumularam um efeito negativo de 0,02%.

Na carta deste mês, discutiremos um pouco sobre **US Cables**, compartilhando nossa visão do setor e os motivos pelos quais este tema tem sido importante no nosso portfólio.

US Cables é uma tese de investimento relevante para nosso time nos últimos 5 anos. Neste período, tivemos posições em Comcast, Charter e Altice US. Atualmente, estamos comprados apenas em **Charter**, que é uma das maiores posições do fundo.

Antes de mais nada, vale esclarecer que classificamos como *Cables* os provedores de serviço de internet banda-larga, TV a cabo (*Pay-TV*) e telefonia, enquanto as *Telecoms* são empresas cujo produto primário é o serviço de telefonia móvel, apesar de também oferecerem os produtos das *Cables* em algumas regiões.

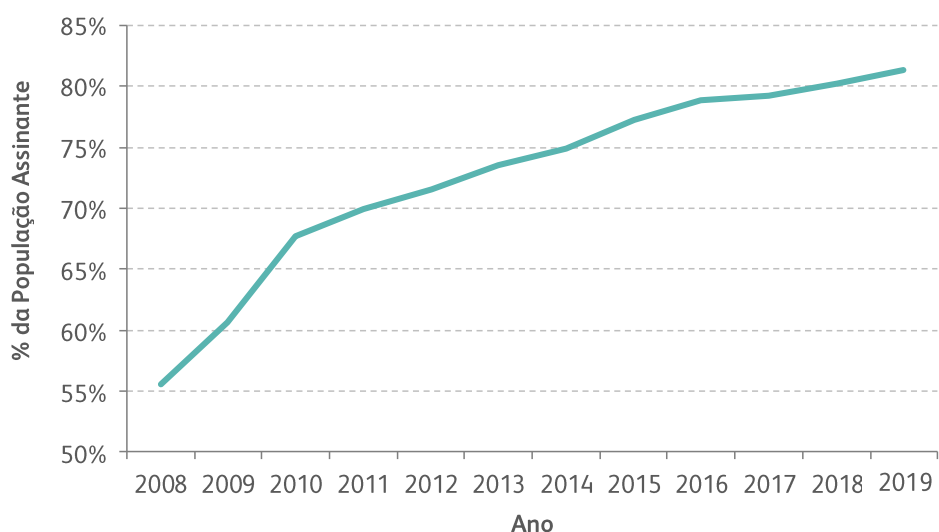
Mas por que isso é tão interessante e qual o motivo de enxergarmos valor nesse tipo de negócio? Quais os riscos envolvidos?



Banda-larga é um serviço necessário

A Banda-larga virou um item essencial na vida das pessoas. É difícil imaginar um mundo sem acesso à internet, fato esse que foi exacerbado pelo distanciamento social exigido pela crise da Covid-19. Atualmente 81% dos *households* americanos assinam um serviço de banda-larga, vindo de apenas 50% em um passado recente (2007), e acreditamos que ainda exista espaço para esse número crescer de forma consistente (~1% ao ano) nos próximos anos.

Penetração de Internet Banda-Larga



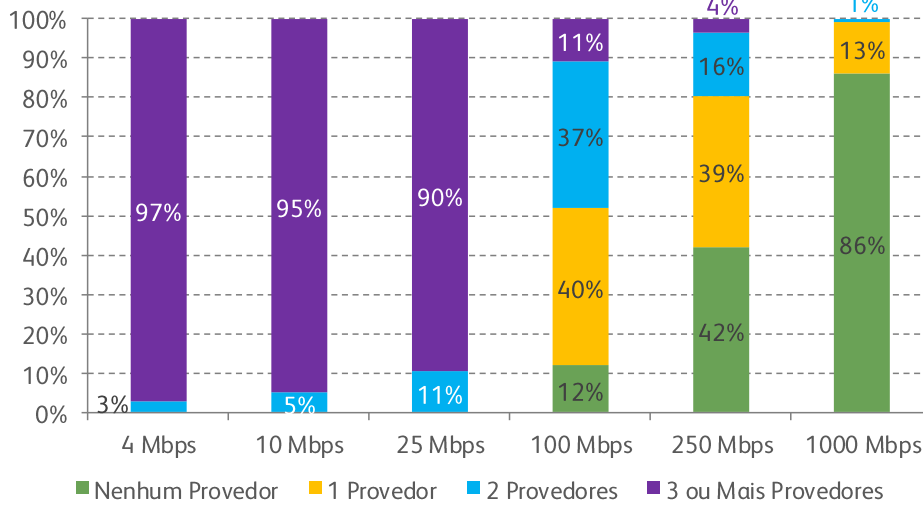
Fonte: UBS

Monopólios ou Duopólios Regionais

De acordo com a FCC (Federal Communications Commission), apenas 11% da população tem acesso a mais do que 3 provedores para assinar um plano de 100Mbps, que é tida como a velocidade de entrada oferecida pelas *Cables*; para um plano de 250Mbps, que é mais próximo à média de velocidade vendida, esse número se reduz para apenas 4%. Em outras palavras, em 90% dos casos, este business é um monopólio, ou duopólio regional, o que lhes garante um alto poder de precificação do produto. Além disso, a instalação da infraestrutura de fibra que permite atingir essas altas velocidades de conexão pode ser um processo caro e burocrático, o que dificulta muito a entrada de novos competidores.



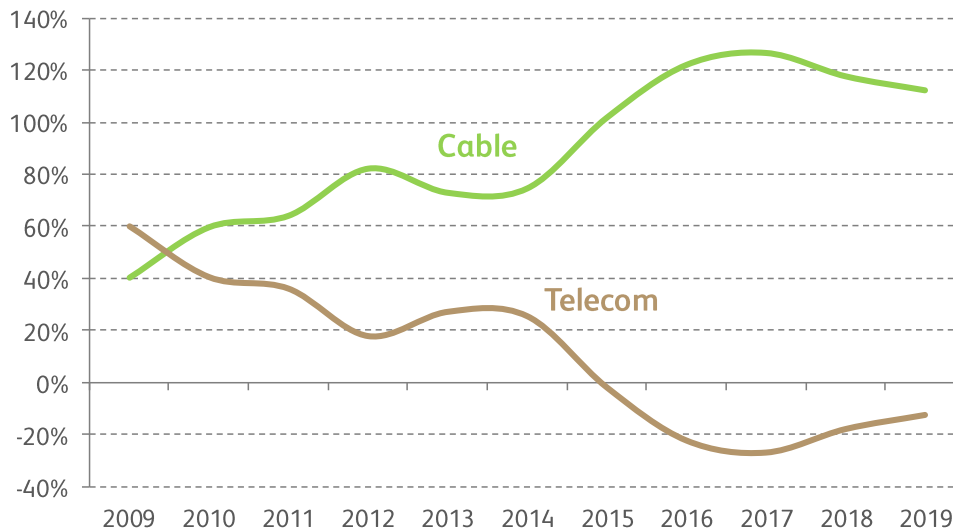
Acesso à Internet por Velocidade (% População Americana)



Fonte: FCC

Também é importante ressaltar como as *Cables* estão mais preparadas para competir com as *Telecoms* quando se trata de banda-larga. Por conta do produto superior que possuem, as *Cables* têm uma penetração de usuários de quase 50%, enquanto esse índice para as *Telecoms* integradas não chega nem a 25%. Nos últimos anos, como podemos ver no gráfico abaixo, as *Cables* puderam comprovar a superioridade do seu produto, capturando 100% ou mais das adições líquidas de usuários de banda-larga.

Adições Líquidas (%)



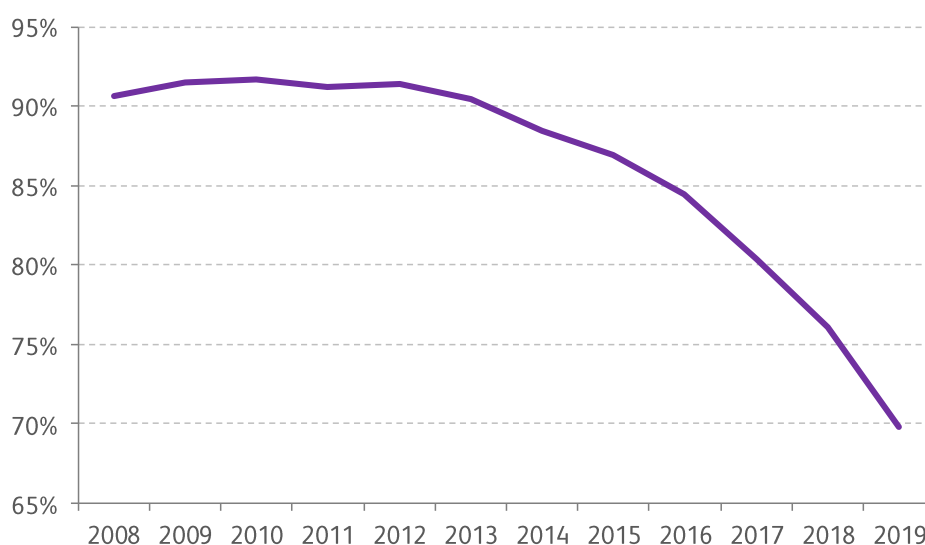
Fonte: Morgan Stanley



Risco de *Cord-cutting*

Historicamente, a principal fonte de receita das *Cables* veio do *business* de *Pay-TV*. No entanto, com a chegada da internet de alta velocidade e consequentemente os serviços de *streaming* (Netflix, Amazon Prime, Disney+, etc.), essa linha de negócios começou a sofrer consideravelmente. Esse movimento dos assinantes das *Cables* de deixarem de assinar o serviço de *Pay-TV* foi apelidado de *cord-cutting*. Em 2013, mais de 90% das casas assinavam algum serviço de *Pay-TV*, enquanto hoje esse número já é menor que 70%.

Penetração de Pay-TV



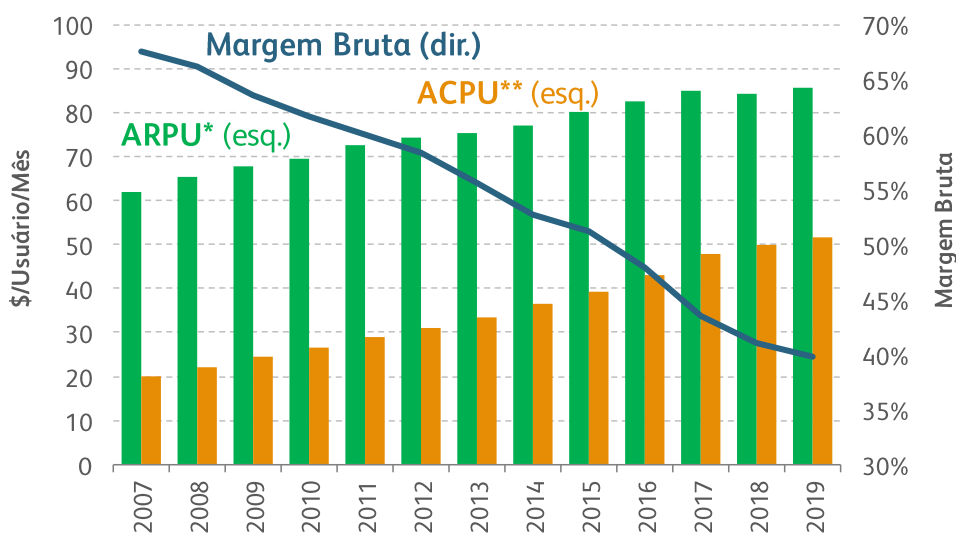
Fonte: Verde AM

Mas por que este risco tem tido um impacto cada vez menos relevante para a tese de investimento das *Cables*? Nós acreditamos em dois grandes fatores:

- 1) Margens de *Pay-TV* já estão consideravelmente comprimidas. Para compensar um número de usuários que parou de crescer nos últimos anos, as empresas de mídia precisaram aumentar o preço do conteúdo que proviam a um ritmo mais alto do que as empresas de *Cable* repassavam aos seus clientes, fazendo com que a margem bruta do *business* caísse de mais de 60% para menos de 40% nos últimos 10 anos.



Pay-TV



Fonte: Verde AM

* Receita Média por Usuário. ** Custo Médio por Usuário

- 2) O Impacto marginal de uma desconexão de *Pay-TV* é neutra ou até positiva no lucro dessas empresas.

Como as *Cables* vendem seus produtos em pacotes, quando um cliente deixa de assinar *Pay-TV* e passa a ser um assinante apenas de banda-larga, esse cliente perde o desconto do pacote, o que mais do que compensa o lucro que eles tinham vendendo o pacote, conforme a figura abaixo.

(+) Pay-TV ARPU	86
<i>Bundle</i> de Conteúdo	59
Aluguel de <i>Set Top Box</i>	15
Vídeo sob Demanda	5
Taxas	7
(-) Custo de Conteúdo	(51)
(=) Lucro Bruto	35
(-) Outros Custos	(24)
<i>Call Center</i>	(3)
Infraestrutura	(10)
Taxas	(7)
<i>Set Top Box</i>	(4)
(=) Lucro/Prejuízo de Pay-TV	11
Remoção do Desconto de <i>Bundle</i>	15
(=) Mudança Líquida no Lucro	4

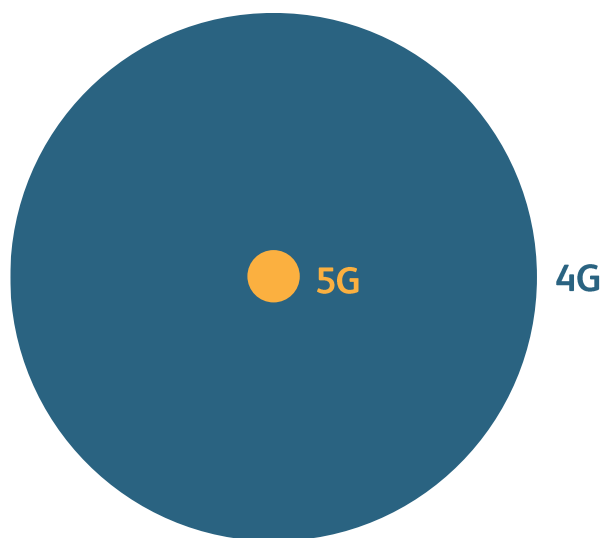
Fonte: Bernstein



Risco de competição vindo do 5G

Outro grande fator de risco discutido em relação às empresas de *Cables* é a chegada da tecnologia 5G na telefonia e o seu potencial de disrupção tecnológica. Na nossa visão, a principal dificuldade para implementar o 5G visando substituir uma conexão de banda-larga é a densidade de rede necessária para tanto, ainda mais quando se considera que o sinal tem dificuldade para atravessar objetos como árvores, vidros, paredes e até mesmo a chuva.

Para dar um contexto do que estamos falando, enquanto um sinal de 4G consegue percorrer em média dez milhas, um sinal de 5G de alta frequência (necessário para atingir velocidades mais altas) percorre no máximo uma milha. Quando falamos em área coberta, a diferença de alcance vai para 100 vezes, dificultando muito a expansão de cobertura. Para ter uma melhor noção do que estamos falando, a imagem abaixo compara o que seria uma área de cobertura assumindo a média de alcance de uma antena de 4G com o máximo alcance de uma antena 5G.



Alguns estudos recentes indicam que as empresas de *Telecom* nos Estados Unidos teriam que expandir sua capacidade numa magnitude de vinte vezes para atender a necessidade de tráfego de dados via rede 5G.



Consumo de dados residencial	
Lares com banda-larga	105
Consumo mensal/lar (GB, média)	269
Consumo total mensal (TB, média)	28,1
Consumo de dados na rede móvel	
Usuários de celular	283
Consumo mensal/celular (GB, média)	8,0
Consumo total na rede móvel (TB, média)	2,3
Rede móvel substituindo banda-larga com rede 5G	
Celulares/lar	2,6
Consumo mensal/celular (GB, média)	8,0
Capacidade requerida pelos celulares por lar (GB, média)	21
Capacidade requerida para substituir a banda-larga	396
Capacidade total requerida	417
Necessidade de expansão de capacidade	20,0

Fonte: Ericsson Mobility Report, Bernstein

Além disso, o 5G entrega velocidades em torno de 1Gbps, o que é um aumento de dez vezes em relação ao 4G. No entanto, segundo a Altice US (uma das empresas de *Cable*), a velocidade que o consumidor de banda-larga tem assinado, na margem, é acima de 200Mbps e esse número cresceu três vezes nos últimos três anos. Considerando que as empresas de Telecom façam uma expansão para o 5G que demore de 3 a 5 anos, a velocidade que o 5G entregaria já estaria muito próxima à demanda do consumidor, deixando de ser tão competitiva. Enquanto isso as *Cables* têm testado *upgrades* de rede com uma eficiência de custo superior que podem entregar velocidades de até 10Gbps para os seus consumidores.

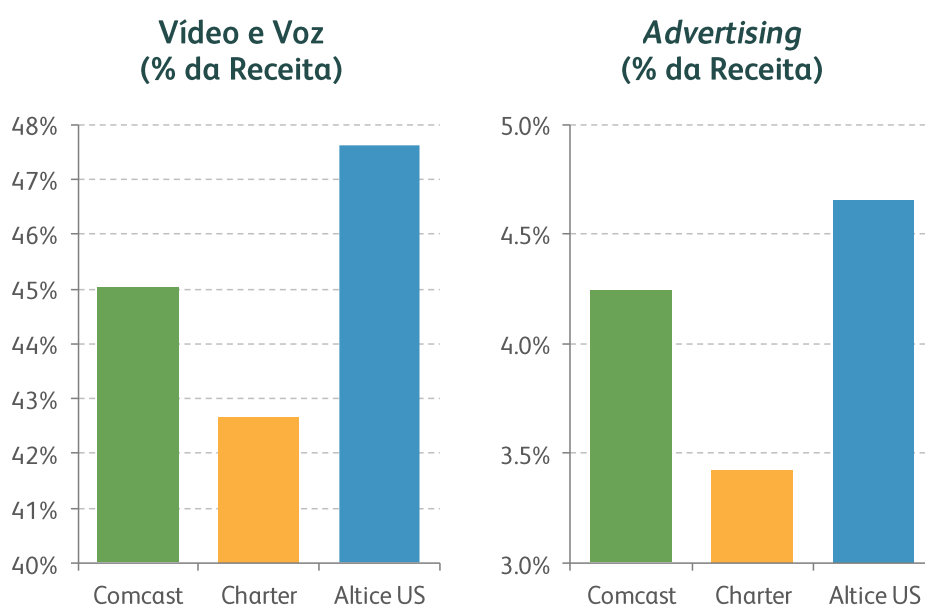


Charter Communications

Agora que já expusemos um pouco os pontos que achamos relevantes para há 5 anos carregarmos uma posição de *US Cables* no portfólio, vamos falar um pouco mais em detalhes sobre Charter Communications e porque acreditamos que esta é a tese de investimento mais bem posicionada para tirar proveito dos pontos mencionados acima.

A Charter é a segunda maior empresa de *Cable* do US. Em 2016 ela completou a aquisição da Time Warner Cable e da Bright House Networks, desta forma ela mais do que dobrou seu número de assinantes. Quatro anos depois, o *management* já passou pelo processo de integração, *turnaround* e esforço para simplificar a estrutura comercial e tornar o que antes eram três empresas, em de fato uma, com uma única estratégia alinhada e consolidada. Atualmente, Charter conta com quase 28 milhões de assinantes.

Cables é um segmento bastante resiliente, com a maior parte das receitas vindo do segmento residencial, que considera o serviço de banda-larga essencial. No entanto, momentos de crise e incerteza como o que estamos vivendo, nos faz lembrar de olhar para onde a demanda é mais defensiva e onde é mais cíclica. Nesse sentido, é importante lembrar que uma parte da receita das *Cables* vem de *advertising* e que, mesmo no segmento residencial, serviços como vídeo e voz já não são tão essenciais como já foram no passado – por conta de serviços de *streaming* e acesso quase universal a telefonia móvel. Portanto quanto menor for a exposição a esses segmentos, menor o risco. Olhando por este prisma, Charter é a *Cable* mais bem posicionada, com a menor exposição de receita aqui.



Fonte: Verde AM

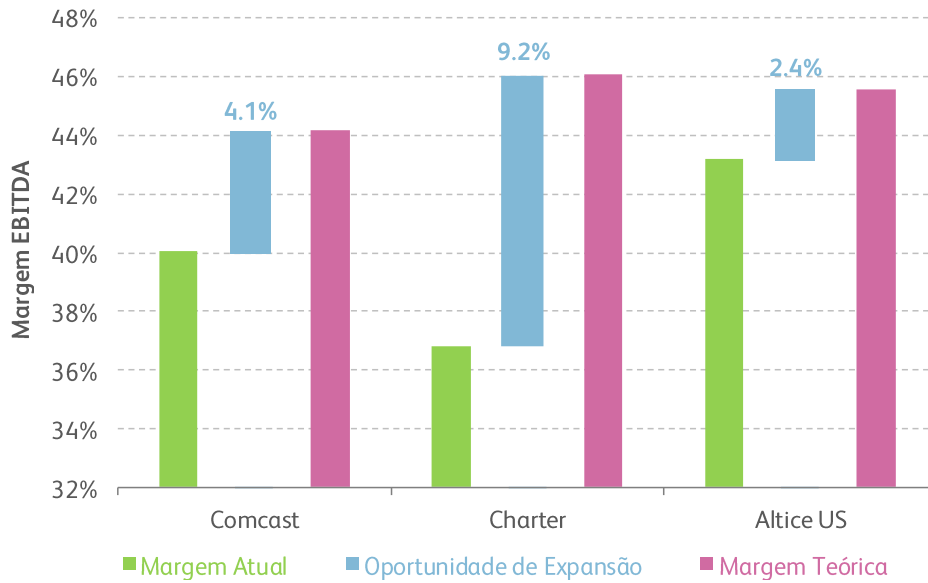


Quando falamos de margem EBITDA, acreditamos que existem mais oportunidades de crescimento na Charter.

Para entender melhor esta tese, realizamos um exercício simplificando e assumindo uma média de margem EBITDA para cada um dos segmentos do negócio. Baseados em estudos prévios, podemos assumir que a banda-larga entrega uma margem em torno de 75%, enquanto voz tem em média 60% e vídeo tem a mais baixa, em torno de 25%. Colocando a exposição de receita de cada uma delas e considerando essa margem teórica para cada segmento, vemos que Charter é a que mais tem expansão potencial para entregar. É claro que este exercício não leva em conta fatores como densidade de rede ou receita por assinante, mas em grandes números é bastante válido.

	Margem EBITDA Incremental	% da Receita		
		Comcast	Charter	Altice US
Vídeo	25%	38%	38%	41%
<i>Broadband</i>	75%	32%	36%	33%
Voz	60%	6%	4%	5%
<i>Business</i>	50%	13%	14%	15%
Margem Teórica		44,1%	46,1%	45,5%
Margem Atual		40,1%	36,8%	43,2%
Oportunidade de Expansão		4,1%	9,2%	2,4%

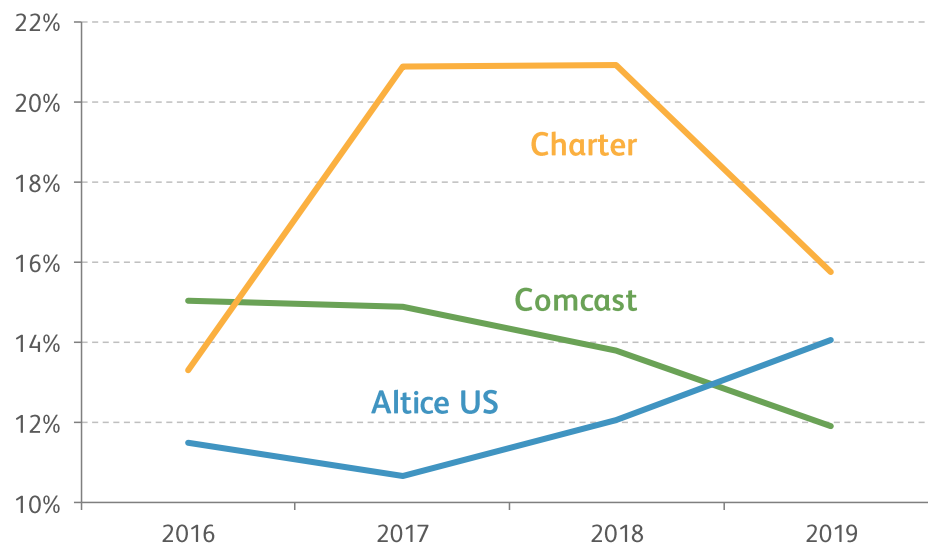
Fonte: Bernstein, Verde AM



Fonte: Verde AM

Em termos de fluxo de caixa, o que vemos é que além da oportunidade de margem operacional mencionada acima, a Charter também é a empresa que mais tem investido em infraestrutura e capacidade do seu negócio nos últimos anos (medido pelo *capex* em relação à receita). Isso deve-se ao fato de estarem passando pelo processo de *turnaround* operacional por conta das aquisições, bem como *upgrades* de rede para poder entregar velocidades de 1Gbps em todo o seu território. Esse investimento já desacelerou em 2019 e espera-se que os níveis sejam ainda menores daqui para frente, tendo em vista a capacidade da estrutura que construíram para os próximos anos. Comparando com Comcast e Altice US, vemos que mesmo após a redução em 2019, Charter tem potencial para reduzir em 2%–4% seu nível de *capex* como percentual da receita. Para uma empresa que converte aproximadamente 15% da sua receita em fluxo de caixa, isso seria um aumento em torno de 20% no fluxo de caixa.

Capex (% da Receita)



Fonte: Verde AM

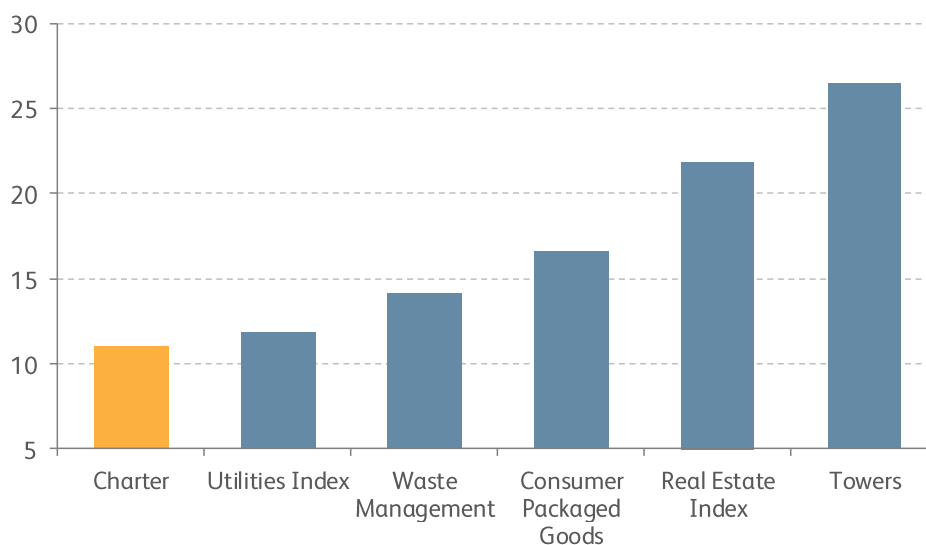


Além de entregar excelente trabalho operacional, a Charter conta com um histórico muito bom em termos de alocação de capital, fator que acreditamos que deve se manter no futuro. Com excelentes retornos nas aquisições feitas, a empresa agora mantém um nível de alavancagem em torno de 4x EV/EBITDA, recomprando ações para se manter nesse nível enquanto não encontra novas oportunidades de M&A para perseguir. A principal possibilidade de um novo *deal*, que é constantemente questionada para o *management*, é com a própria Altice US, que tem menos de 20% do Enterprise Value da Charter.

Valuation

Em resumo, as características que mais gostamos nas *Cables* é o fato de ser um *business* de subscrição, essencial para o consumidor, com altas barreiras de entrada para construir infraestrutura e um cenário competitivo favorável. Desta forma, acreditamos que poucos negócios conseguem oferecer esse conjunto de fatores reunidos em uma única tese de investimento. Com o intuito de avaliar o valor deste *business* e porque o achamos tão atrativo, gostamos de olhar para setores e empresas que oferecem características similares e verificar como Charter se compara com esses negócios (gráfico abaixo). Não podemos ignorar que existem *caveats* em todas as comparações, porém nos dá um bom entendimento de onde Charter se encontra.

EV/EBITDA - Próximos 12 meses

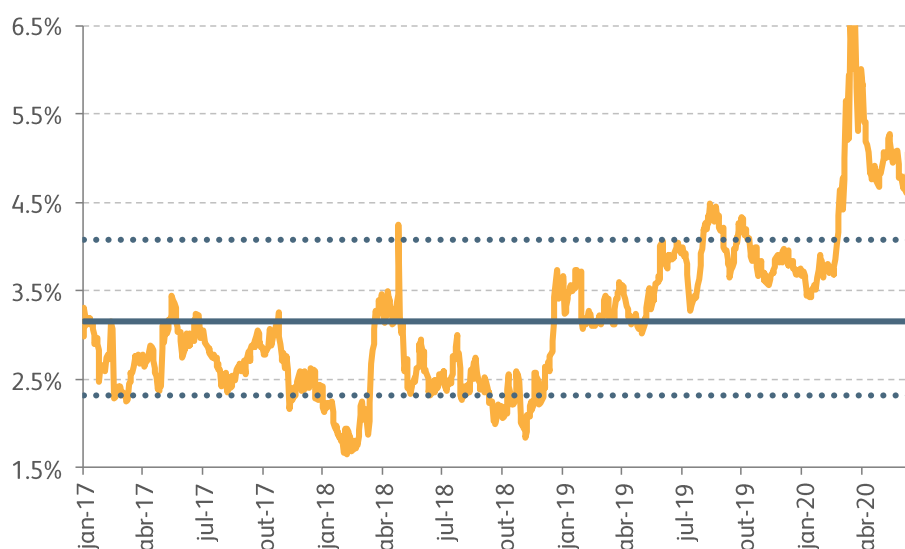


Fonte: Verde AM



Outra maneira de avaliarmos a atratividade de um *business* que desfruta desse tipo de resiliência é compará-lo com os retornos que poderíamos ter em ativos livres de risco, no caso, o juro de 10 anos do tesouro americano. Desde 2017 – que é quando podemos considerar os números de Charter ajustados pelas aquisições feitas – o juro americano se contraiu drasticamente, fazendo com que a busca por rentabilidade em ativos de mais risco, como ações, aumentasse. Com isso, apesar de o *Free Cash Flow Yield* de Charter estar próximo à média desse período (em torno de 5,5%), o gráfico abaixo mostra que a atratividade dele frente ao juro de 10 anos aumentou bastante, estando quase dois desvios padrões acima do que foi nos últimos anos.

Spread de FCFY de Charter sobre o Juros de 10 anos



Fonte: Verde AM

Esperamos através desta carta poder trazer vocês um pouco mais próximos ao nosso processo de investimento e como avaliamos as ações e setores que cobrimos. Nossa ideia é a cada final de trimestre apresentar uma nova tese de investimento, podendo compartilhar cada vez mais o nosso processo de análise.

CSHG VERDE AM GLOBAL EQUITIES FIC FIA – IE

Resumo Gerencial
30/jun/2020



Estratégia de ações global, com foco em análise 100% fundamentalista. O produto é local, denominado em Reais e aplica a expertise em gestão de ativos internacionais desenvolvida *in house* desde 2002.

Público-alvo

O FUNDO é destinado exclusivamente a receber aplicações de investidores profissionais, assim definidos nos termos da regulamentação em vigor da CVM, inclusive, mas não limitadamente às entidades fechadas de previdência complementar ("EFPC").

A descrição acima não pode ser considerada como objetivo do Fundo. Todas as informações obrigatórias estão disponíveis no formulário de informações complementares, na lâmina de informações essenciais (se houver) e/ou no regulamento, disponíveis em www.verdeasset.com.br

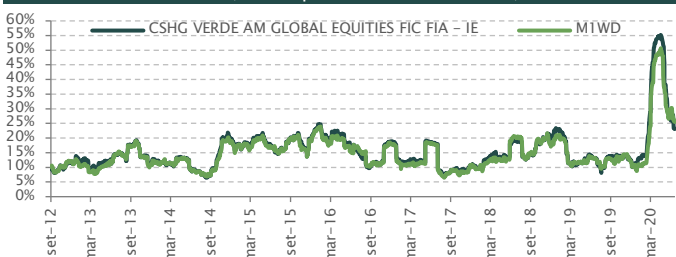
Características	
Data de início	16/jul/2012
Aplicação mínima	R\$ 25.000,00
Saldo mínimo	R\$ 25.000,00
Movimentação mínima	R\$ 5.000,00
Cota	Fechamento
Cota de aplicação *	D+1
Cota de resgate *	D+4
Liquidação de resgate *	D+7
Carência para resgate	Não há
Tributação aplicável	Ações
Taxa de saída antecipada	Não há
Taxa de administração	1,50% a.a.
Taxa de performance **	10% que exceder a 100% do M1WD

* Serão considerados dias úteis, em conjunto, na Capital do Estado de São Paulo, da Cidade de Nova York, NY, EUA e em Bermudas.
** O Fundo pagará, a título de taxa de performance, 10% (dez por cento) sobre a valorização da cota do FUNDO que exceder 100% (cem por cento) da variação do índice MSCI All Country World Index (M1WD Index "Bloomberg"), convertido em Reais pela Taxa de Câmbio Referencial divulgada pela BMFBovespa (www.bmfbovespa.com.br) - Indicadores Financeiros. Taxa de Câmbio Referencial com liquidação em 2 dias úteis.

Aberto para novas aplicações

Classificação ANBIMA:	Ações Investimento no Exterior
Admite Alavancagem:	Sim
Gestor:	Verde Asset Management S.A
Administrador:	Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora De Valores S.A.

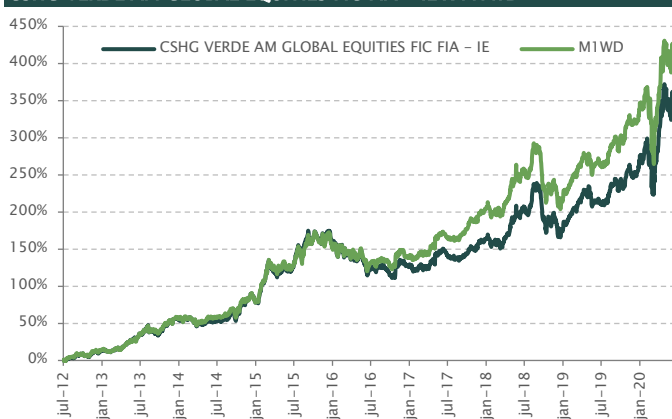
Volatilidade anualizada (Desvio padrão - média 40 dias)



Performance	Fundo	M1WD
Retorno anualizado	21,25%	23,42%
Desvio padrão anualizado *	16,95%	16,17%
Índice de sharpe *	0,71	0,88
Rentabilidade acumulada em 12 meses	46,53%	44,30%
Número de meses positivos	61	62
Número de meses negativos	34	33
Número de meses acima de 100% do M1WD	45	-
Número de meses abaixo de 100% do M1WD	50	-
Maior rentabilidade mensal	17,98%	16,23%
Menor rentabilidade mensal	-14,42%	-14,84%
Patrimônio líquido *	R\$ 167.036.415,92	
Patrimônio líquido médio em 12 meses	R\$ 89.723.848,71	

* Calculado desde sua constituição até 30/jun/2020

CSHG VERDE AM GLOBAL EQUITIES FIC FIA – IE x M1WD*



*O ticker M1WD corresponde ao índice MSCI ACWI. Calculado até 30/jun/2020.

Rentabilidades (%)

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Acum. Ano	M1WD	Acum. Fdo.	Acum. M1WD*
2012							2,10	0,88	3,47	-0,39	5,01	-1,54	9,76	11,30	9,76	11,30
2013	2,59	-0,19	4,03	1,58	7,78	1,37	6,18	2,77	-3,85	4,44	7,21	3,13	43,20	41,80	57,17	57,82
2014	-2,07	1,54	-2,28	-2,33	2,68	-0,54	0,52	1,08	6,89	1,83	7,11	2,66	17,87	17,27	85,26	85,07
2015	-1,48	13,01	10,65	-4,74	5,89	-4,72	13,46	-0,15	5,67	2,98	0,43	0,46	47,27	46,23	172,84	170,63
2016	-5,23	-1,75	-4,44	-3,51	6,42	-13,99	5,05	-0,27	-0,53	-4,50	8,06	-1,57	-16,82	-11,89	126,96	138,46
2017	-2,08	0,87	1,32	2,65	3,51	2,92	-4,48	0,81	0,91	4,11	1,49	2,02	14,63	25,74	160,17	199,83
2018	1,39	-2,32	-1,40	6,26	7,79	2,89	-0,13	10,27	-0,13	-14,42	5,98	-7,30	6,40	6,35	176,82	218,88
2019	2,07	5,22	5,38	4,45	-5,15	1,31	-1,72	8,43	1,71	-1,78	7,52	-3,19	25,86	31,50	248,40	319,32
2020	6,32	-1,90	1,47	17,98	3,06	2,77							32,24	26,48	360,72	430,35

* Calculado desde a constituição do fundo até 30/jun/2020