



CARTA AO INVESTIDOR
1º TRIMESTRE DE 2026



CARTA AO INVESTIDOR

Tese de Investimento em LOG: Renda e Crescimento

“There is nothing more deceptive than an obvious fact” - Arthur Conan Doyle

John Maynard Keynes, ao avaliar os obstáculos ao progresso, observou que “a dificuldade não está em aceitar novas ideias, mas em escapar das antigas”. Ao analisar empresas em mercados maduros, essa observação é particularmente pertinente. Muitas vezes os ativos mais importantes de uma economia são justamente aqueles que passam despercebidos pelo nosso dia a dia e sobre os quais as análises são baseadas em premissas antigas. Abandonar velhos paradigmas e construir novos modelos para companhias maduras é um grande desafio.

Infraestruturas raramente fazem parte do noticiário enquanto funcionam. Estradas, redes elétricas, portos e centros de distribuição são elementos fundamentais para a sociedade, mas parecem invisíveis à maioria da população até o momento em que falham. Em nossa visão, o setor logístico brasileiro parece carregar essa característica. À primeira vista, galpões de armazenagem parecem um negócio maduro e estagnado. Uma observação mais aprofundada, no entanto, revela algo diferente: apesar do tamanho da economia brasileira, a infraestrutura logística moderna está em processo intenso de crescimento.

À medida que o consumo brasileiro se expandiu ao longo dos anos 2000, tornou-se cada vez mais evidente que a infraestrutura logística do país não era suficiente. O varejo crescia em volume e em sofisticação, com novas redes de comércio surgindo e o comércio eletrônico ganhando relevância, motivados pelos novos hábitos de consumidores e a praticidade de entregas em domicílio cada vez mais comuns. Ainda assim, boa parte dos centros de distribuição usavam estruturas de galpões industriais antigos, sem a capacidade de suportar operações logísticas modernas que grandes players, especialmente o e-commerce, demandam.

Novos galpões logísticos passaram a ditar a evolução da qualidade do varejo em sua região. Um novo galpão não é apenas um imóvel isolado, mas a integração entre cadeias de suprimento, centros de consumo e polos produtivos. À medida que essas redes se expandem, os galpões tornam-se mais relevantes. Cidades inteiras passam a dispor de entregas rápidas e preços mais baratos de comércio eletrônico quando um grande galpão é construído ao seu redor.

Essa dinâmica faz com que o setor logístico tenha características que lembram ativos de infraestrutura, como recorrência e previsibilidade de receita, porém com o potencial de crescimento do varejo e da tecnologia. Além disso, ainda há uma baixa penetração de ativos de qualidade, especialmente fora do Sudeste.

O Brasil possui aproximadamente 170 milhões de m² de área logística para galpões, sendo que menos de 20% dessa área corresponde a galpões de padrão Classe A: aqueles projetados para operações modernas de distribuição. Essa proporção é inferior a países como Argentina e México, que possuem 73% e 78% dos galpões já nesse padrão, ou mesmo Índia com 45%. Além disso, a maior parte do estoque de galpões brasileiros está concentrada na região Sudeste, deixando grande parte do território nacional com oferta limitada de infraestrutura logística de qualidade.

CARTA AO INVESTIDOR

Este mercado vem crescendo, em média, 2,5 milhões de m² por ano, ou aproximadamente 1,5% ao ano, com preços de aluguéis por m² subindo marginalmente acima da inflação. A LOG Commercial Properties (LOGG3) tem sido responsável por quase 20% das novas entregas em nível nacional, focando justamente nos galpões Classe A fora do eixo RJ / SP. A LOG não apenas é um parceiro crítico para expansão de grandes varejistas como Mercado Livre, Amazon e Shopee, mas também é o maior desenvolvedor de galpões logísticos do Brasil. A companhia é atualmente uma posição relevante tanto no 4UM Small Caps quanto no 4UM Marlim Dividendos, refletindo a combinação entre crescimento e previsibilidade que detalhamos ao longo deste material.

A companhia foi criada em 2008 pela família Menin, um grupo familiar com DNA empreendedor e bem-sucedido histórico de empreitadas, como a MRV Engenharia e o Banco Inter. Ao longo de décadas construindo empreendimentos residenciais em escala nacional, o grupo desenvolveu capacidades importantes, como a de aquisição de terrenos em diferentes regiões do país, de execução de projetos imobiliários em grande escala e da gestão de processos construtivos complexos. Ao identificar a crescente demanda por galpões, foram inclinados a testar suas capacidades e aproveitar essa oportunidade.

Durante seus primeiros anos, o negócio de galpões funcionou como uma unidade dentro da própria MRV. A proposta inicial era simples e direta: identificar terrenos em localizações estratégicas, desenvolver condomínios logísticos modernos e locar esses ativos para empresas de diferentes setores. Desde o início, a companhia adotou um modelo integrado, participando de todas as etapas do desenvolvimento, desde a aquisição de terrenos até a construção, locação e administração dos galpões. Esse período inicial serviu sobretudo para estruturar a operação, formar equipes e validar o modelo de negócios.

Ao longo da primeira década de operação, o sucesso fez com que um projeto dentro de um grupo imobiliário fosse gradualmente transformado em uma plataforma própria de desenvolvimento logístico. No caso da LOG, o ponto de inflexão ocorreu em 2018, com a estrutura societária própria da LOG cindida da MRV, e em 2019 com sua listagem na bolsa.

Com o tempo, a LOG passou a desenvolver e operar condomínios logísticos em diferentes regiões do país, especialmente fora do eixo RJ / SP. A companhia passou a atuar como uma plataforma completa de desenvolvimento logístico, identificando terrenos, construindo os ativos, realizando a locação e administrando empreendimentos em regiões onde até então havia pouca ou nenhuma oferta de galpões de qualidade.

Hoje a companhia possui 1,0 milhão de m² de galpões alugados, e administra, entre galpões próprios e de terceiros, um total de 2,6 milhões de m² em todas as regiões do Brasil. Além disso, nos últimos três anos, a LOG construiu 1,0 milhão de m² de novos galpões e vendeu mais de 1,3 milhão de m² para investidores, reciclando o capital com margens brutas acima de 30%.

O modelo de negócios da empresa é pautado principalmente por duas grandes fontes de receita: os serviços de aluguel e gestão, e a construção e venda de galpões. Esse modelo integrado, no qual a companhia atua como administradora dos ativos, mas também como incorporadora, permite que a LOG capture valor em diferentes momentos do ciclo imobiliário.

CARTA AO INVESTIDOR

Em alguns casos, os ativos permanecem no portfólio por períodos mais longos, gerando receita recorrente de locação e gestão. Em outros, podem ser vendidos, permitindo a reciclagem de capital para novos projetos, sem necessariamente perder a receita de serviço de gestão condominial.

O racional econômico desse negócio é claro. No caso do aluguel, a companhia gasta entre 12 e 18 meses para construir um galpão, auferindo uma receita de aluguel mensal, por m², de aproximadamente 1,2% do custo da construção. Com baixos custos de operação e uma vacância quase nula – resultado tanto da qualidade dos ativos quanto do relacionamento construído com seus clientes – o retorno sobre o capital investido da operação de aluguel supera 14% ao ano, nos valores atuais. Ao longo do tempo, a companhia foi capaz de reajustar as receitas de aluguel acima da inflação, aumentando margens e retornos recorrentemente.

No caso da incorporação, a empresa revende o ativo após sua estabilização para investidores que buscam receitas recorrentes e que estão dispostos a pagar um prêmio sobre o custo desse ativo. Esses investidores, muitas vezes fundos imobiliários que gozam de isenção tributária, podem comprar o ativo maduro por 12 a 14 vezes o valor da receita anual de aluguel, o que significa um retorno de aproximadamente 8% ao ano para o comprador. Essa diferença entre os 14% de retorno sobre o custo e os 8% de retorno exigido pelo comprador justifica a valorização do ativo e consequente resultado da incorporação.

Quando a companhia consegue fazer a boa gestão de custos da obra em terrenos atrativos e manter baixa vacância, ela consegue auferir receita de aluguel por um período e revender o ativo em menos de cinco anos após sua construção. O retorno total sobre o capital investido, somando aluguel e incorporação, é entre 20% e 30% anualizado, a depender da velocidade da reciclagem e do nível de preço da venda. Quando a companhia usa recursos de empréstimos com custos abaixo disso, os retornos aos acionistas são ainda maiores. Essa dinâmica tem sido absolutamente ignorada pelo mercado, que ainda vê na LOG apenas uma administradora e locadora de galpões.

Nos últimos três anos, aproximadamente metade da geração de caixa da LOG foi proveniente das atividades de locação, enquanto outra metade já foi gerada pela incorporação. Isso representou, na média desse período, R\$ 290M de geração de caixa da operação de aluguel e R\$ 270M fruto da reciclagem – já líquido do capex de construção. No consolidado, a empresa gerou, na média anual, R\$ 560M de caixa, sendo R\$ 310M de lucro líquido aos acionistas após pagamento de juros e tributos. Avaliada atualmente em R\$ 2,5B de valor de mercado, com um lucro líquido de R\$ 365M nos últimos doze meses, vemos a empresa negociada a apenas 6,8 vezes lucro.

A tese de investimentos fica ainda mais interessante diante das boas perspectivas de crescimento para ambos os segmentos do negócio, por vários motivos. Em primeiro lugar, há uma demanda crescente de galpões logísticos para atender a penetração do comércio digital, com poucas empresas com capacidade de construir ativos de qualidade em escala. Não à toa a LOG se tornou o maior desenvolvedor de galpões no Brasil e é responsável por um a cada cinco novos galpões em todo o país. Em segundo, há um movimento de substituição de galpões antigos por novos mais eficientes.

CARTA AO INVESTIDOR

Além do crescimento das linhas de negócio de aluguel e incorporação, a LOG vem desenvolvendo também uma terceira fonte de receita de serviços de apoio à gestão condominial. Através de uma plataforma chamada LOG Shop, a companhia conecta prestadores de serviços aos locatários, para atender suas necessidades do dia-dia como reformas, manutenção, e softwares de segurança e acessos. Em conjunto com as receitas de administração condominial, essa linha de serviços é mantida mesmo após a venda do galpão, de forma que tem potencial de crescimento muito acima da receita de aluguel, que por sua vez depende da LOG se manter como proprietária dos ativos.

Estas receitas de serviços – LOG Shop e administração condominial – cresceram 40% nos últimos dois anos, alcançando aproximadamente R\$ 30M em 2025. Embora representem uma parcela menor do resultado consolidado, acreditamos que essas linhas de negócio tendem a ganhar espaço à medida que o portfólio amadurece e a base de clientes se expande.

Um parâmetro óbvio para avaliar o valor justo de uma empresa como LOG deve ser o valor de mercado dos seus imóveis, líquido de todos os passivos da empresa. Os imóveis da LOG são caracterizados como “propriedades para investimento” pela contabilidade e, portanto, são avaliados anualmente por avaliadores externos com base em fluxos de caixa descontados e comparativos diretos com outros imóveis situados nas mesmas regiões. Esses valores das avaliações são refletidos no balanço patrimonial da empresa. Historicamente, a LOG demonstrou que o real valor de mercado dos seus ativos é muito similar ao valor dessas avaliações, dado que os valores de venda efetiva dos galpões têm sido muito próximos dos seus respectivos valores contábeis.

É natural imaginar que o valor patrimonial contábil da LOG, isto é, o valor dos ativos menos o valor dos passivos, seria uma boa estimativa de valor justo de mercado para a companhia. Os preços das suas ações, no entanto, oscilam e ignoram isso, de tal maneira que fizemos nosso primeiro investimento em LOG, por meio do 4UM Small Caps, em meados de 2020, por menos da metade do seu valor contábil. Em 2021 desinvestimos por valores marginalmente superiores ao valor contábil, auferindo expressivos ganhos em um curto espaço de tempo.

Em 2023 voltamos a investir na companhia, aproveitando novamente da ineficiência nos preços de mercado, quando a companhia voltou a ser negociada por aproximadamente 50% do seu valor contábil. Em 2026, mesmo após crescimento, distribuição de dividendos e reciclagem de ativos, a companhia ainda é avaliada em R\$ 2,5B, equivalente a apenas 70% do seu valor contábil.

Em nossa visão, esse múltiplo ainda sugere uma avaliação pessimista para a companhia, subestimando em demasia sua capacidade de entregas e crescimento.

Mesmo com projeções conservadoras, ao assumirmos que a empresa não tenha ganhos significativos com incorporação e se mantenha focada apenas na geração de caixa das operações de aluguéis, encontramos espaço para valorização das suas ações. Em um cenário no qual a empresa reduz significativamente a velocidade de crescimento, ao não focar na reciclagem e incorporação, a LOG aumentaria sua base de ativos em apenas 100 mil m² de ABL anualmente pelos próximos dez anos, atingindo estabilidade com 2.000 mil m² em portfólio próprio.

CARTA AO INVESTIDOR

Nesse cenário, onde o único vetor de crescimento e retorno seja as linhas de aluguel e serviços, vemos a companhia gerando de R\$ 560M a R\$ 650M de caixa, crescendo sua receita 4,5% acima da inflação.

Nessa situação a própria razão de existir da empresa passaria a ser questionada, uma vez que seria mais eficiente para os controladores transformar a LOG em um veículo de renda, como um fundo imobiliário. Ainda assim, o valor presente desses fluxos de aluguel justificaria um valor de mercado de aproximadamente R\$ 2,7B, ou 10% acima do valor atual de mercado.

Já num cenário mais realista, onde refletimos não apenas o crescimento da receita tradicional de aluguel, mas também as ambições de crescimento do negócio de incorporação, vemos potencial muito superior de valorização. A empresa já demonstrou capacidade e intenção de aumentar a base de ativos em mais de 100 mil m² anualmente, desenvolvendo aproximadamente 500 mil m² e reciclando 400 mil m², na média, a cada ano, a depender do nível de juros da economia. Este retorno incremental do negócio de incorporação, cuja capacidade a LOG já comprovou, justificaria uma avaliação entre R\$ 3B e 4B para a companhia, ou 50% acima do valor atual de mercado.

Enquanto o mercado não reflete o valor justo da LOG nos preços de suas ações, a empresa aproveita para fazer recompra de ações e ainda distribui robustos dividendos que nos permitem também adquirir mais participação. Desde nosso investimento em 2023, a LOG distribuiu, anualmente, aproximadamente 10% do seu valor de mercado em dividendos e ainda recomprou aproximadamente 5% das suas próprias ações com desconto. A recompra de ações, quando negociadas com tamanho desconto, é uma excelente alocação de capital para a companhia. Em vez de investir R\$ 1 em novos galpões, ela recompra, indiretamente, esse mesmo R\$ 1 em galpões já existentes por R\$ 0,70. Os acionistas agradecem.

Nos parece que o mercado ainda vê na LOG apenas uma empresa de aluguel de galpões. Ao precificar a companhia majoritariamente como um portfólio estabilizado de ativos logísticos, o mercado tende a capturar apenas a parcela mais visível e recorrente do negócio: a renda proveniente das locações. Fica menos evidente, contudo, a capacidade da companhia de originar, desenvolver e reciclar ativos com retornos significativamente superiores ao custo de capital.

Acreditamos que na medida em que as reciclagens aconteçam e a companhia distribua proventos aos acionistas, a tese de investimentos se tornará evidente para o mercado em geral e o preço de suas ações passarão a refletir a realidade. Até lá, vemos na LOG uma exposição ao crescimento de infraestrutura e do comércio digital com previsibilidade e recorrência de receita, aliando grande potencial de valorização a recorrente distribuição de dividendos. É um caso em que o valor econômico criado pelo negócio parece caminhar em um ritmo diferente daquele refletido na precificação de suas ações, um tipo de desencontro que, não raramente, traz as melhores oportunidades para investidores pacientes de longo prazo.

DTVM

4UM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
CNPJ: 76.621.457/0001-85
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

GESTÃO

4UM Gestão de Recursos Ltda.
CNPJ: 03.983.856/0001-12
Rua Visconde do Rio Branco, 1488, 4º andar
Curitiba – Paraná
CEP: 80420-210
Telefone: (41) 3351-9966
atendimento@4um.com.br
www.4um.com.br

Ouvidoria: 0800 645 6094

Este é um material de divulgação com fins informativos e não deve servir como única base para tomada de decisões de investimento, nem deve ser considerada uma oferta para aquisição de cotas. Leia a lâmina de informações essenciais, o regulamento e o material técnico denominado como "Informativo Mensal" antes de investir, os quais podem ser obtidos no site do administrador/gestor, 4UM Investimentos, bem como os selos ANBIMA em www.4um.com.br. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Principais fatores de risco: Risco de Crédito, caracterizado pela possibilidade de que os emissores de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO ou as contrapartes do FUNDO nas operações realizadas com seus títulos e valores mobiliários não cumpram suas obrigações; Risco de Mercado, caracterizado pela possibilidade de variação do preço ou rendimento dos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO, em função de alterações nos fatores de mercado que os determinam; Risco de Liquidez, caracterizado pela possibilidade de haver pouca ou nenhuma demanda pelos títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do FUNDO nos mercados em que são negociados, devido a condições específicas desses títulos e valores mobiliários ou dos mercados em que são negociados. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

Signatory of:

