



## 4UM SMALL CAPS FIA

No mês de maio de 2020, o 4UM Small Caps apresentou rentabilidade de 5,4%, amenizando a queda do ano, que acumula -22,2%. Para comparação, o Índice Small Caps SMLL apresentou alta de 5,1% no mês, e ainda acumula queda de -30,7% no ano.

Seguindo o intuito de dar visibilidade ao racional e fundamentos da gestão dos fundos, compartilhamos aqui mais uma tese de investimento adicionada recentemente ao 4UM Small Caps, a LOG Commercial Properties (LOG).

A LOG é essencialmente uma companhia imobiliária, com modelo de negócios verticalizado de construção e exploração de galpões logísticos. Negociada sob o código LOGG3, está listada no Novo Mercado, o maior nível de governança corporativa na Bolsa.

A LOG iniciou suas atividades em 2008 com a construção de seus primeiros galpões logísticos no estado de Minas Gerais, ainda como controlada de capital fechado da MRV, a maior incorporadora do Brasil. Ao final de 2018, a MRV realizou o *spin-off* da LOG, distribuindo 0,07 ações da LOG para cada ação da MRV. Neste momento, a LOG passou a contar com toda uma estrutura operacional, executiva e de governança independentes.

Apesar da independência, a LOG manteve alguns dos diferenciais competitivos do antigo controlador, como, por exemplo, times próprios de engenharia e gestão de obras e time de prospecção de terrenos. Tais fatores são essenciais pelo modelo de negócios verticalizado que a LOG se propõe a fazer.

A companhia hoje é responsável por todo o processo produtivo, desde a prospecção dos terrenos, engenharia, gestão das obras até a captação de clientes e administração dos condomínios de galpões logísticos prontos. Em um segmento com baixas barreiras de entrada, essa verticalização das atividades permite que a companhia tenha um diferencial competitivo nos custos e qualidade dos produtos.

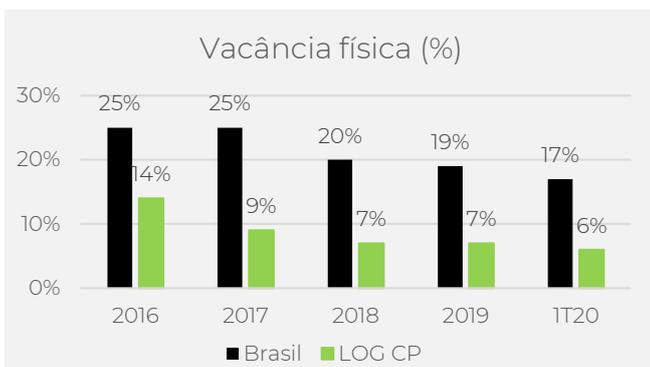
Diferentemente da concorrência, a LOG efetivamente busca modernizar a logística brasileira. Os galpões logísticos tradicionais no Brasil são estruturas obsoletas e pouco flexíveis, como barracões chamados de “*big box*”, caracterizados pela alta metragem, estrutura feita de concreto e baixa adaptabilidade. A LOG, por outro lado, oferece galpões logísticos modulares, que podem ser moldados às necessidades de cada cliente, além de contarem com um pé direito mínimo de 12m e mais de 25m de distância entre pilares, o que possibilita maior mobilidade e eficiência na gestão de estoques.

Em conjunto com as qualidades internas, os galpões são construídos dentro de condomínios logísticos, com vigilância 24h, portaria blindada, vestiários e refeitório, com administração feita pela própria LOG. Além da maior segurança, essa estrutura possibilita a presença de mais de um cliente dentro do mesmo condomínio, dividindo os custos administrativos.

Além de construir bons produtos, a LOG também se dedicou a encontrar as melhores localizações de atuação,



também contrariando a concorrência. Atualmente, cerca de 80% dos galpões logísticos do Brasil estão concentrados na região sudeste, atendendo 42% da população brasileira, enquanto os 58% restantes da população das demais regiões não são atendidos por logística adequada. A LOG, ao identificar o potencial fora do Sudeste, se propôs a expandir suas operações para outras regiões com menor concorrência, apostando no desenvolvimento da logística distribuída. Atualmente, sua vacância física encontra-se consideravelmente inferior à registrada pela indústria de galpões.



Fonte: Colliers, LOG, 4UM

Um último diferencial competitivo que merece destaque é a eficiência operacional da LOG. Apesar das obras serem normalmente terceirizadas com construtoras parceiras, toda a engenharia e gestão de custos é realizada por um time de engenheiros próprio. Enquanto a concorrência da LOG tem um custo de construção estimado em R\$ 1.300/m<sup>2</sup>, a LOG consegue desenvolver seus galpões por aproximadamente R\$ 1.000/m<sup>2</sup>, além de ter menores custos na aquisição dos terrenos fora do Sudeste.

Dado que os custos de construção são baixos, os preços de locação do m<sup>2</sup> da LOG chegam a representar retornos de 12% ao ano, medindo o retorno do aluguel sobre o custo de construção por m<sup>2</sup>

(“yield on cost”). Com estruturas de custo fixo baixas, contratos de longo prazo com os clientes e receitas recorrentes saudáveis, a LOG pode alavancar seus resultados usando capital de terceiros. Atualmente, a companhia conta com uma dívida inteiramente indexada ao CDI, com custo médio de CDI+1,0% a.a. e um prazo médio de 3,5 anos.

Prospectivamente, vemos duas tendências positivas para a companhia. Em primeiro lugar, uma migração esperada de locatários de galpões antigos para os mais novos. Em segundo, o desenvolvimento do ecommerce e consequente demanda por distribuição logística mais próxima dos centros urbanos.

Dos 160 milhões de m<sup>2</sup> de galpões logísticos no Brasil, somente 10% são classificados como alta qualidade, ou AAA. Os 90% restantes podem ser classificados como tradicionais, sem modularidade e com a grande maioria fora de uma estrutura de condomínio. É natural que a demanda por galpões de qualidade aumente. Estes são mais eficientes e geram menores custos operacionais, o que compensa o preço de aluguel mais elevado.



Fonte: CBRE, LOG, 4UM

A segunda tendência pode ser melhor exposta através do exemplo mais claro, o notório desenvolvimento da Amazon.



Cotada em bolsa desde 1997, a Amazon demorou mais de 20 anos para se transformar de uma varejista de livros e música para uma gigante da tecnologia e varejo. Além de todos os investimentos digitais, a Amazon investiu fortemente no seu sistema logístico, prometendo entregas rápidas e custos de transportes baixos, definindo um novo padrão da indústria global.

O sistema de entregas foi totalmente baseado na última etapa, entre o centro de distribuição e a casa do consumidor, conhecido como *“last-mile”*. A Amazon percebeu que grandes centros de distribuição em poucas localidades eram ineficientes, e fez investimentos consideráveis na sua rede de distribuição, aumentando de 17 para 170 centros de distribuição nos últimos dez anos, além de diminuir a distância dos seus centros de armazenagem até o consumidor em mais de 70%. Atualmente, todo cidadão americano está a menos de 100 km de um centro de distribuição da Amazon, permitindo a evolução e dominância desta empresa no varejo online americano.

A história menos conhecida que nos chama mais atenção, porém, é a de como o principal arrendador de imóveis da Amazon se beneficiou neste período. A Prologis Inc, gigante do ramo imobiliário, é atualmente a maior companhia de galpões logísticos do mundo e o principal locador de galpões para a Amazon. Nos últimos 10 anos, a receita da Prologis cresceu 300% e seu lucro líquido mais de 800%, saltando de US\$ 237 milhões em 2010 para US\$ 2.164 milhões em 2019.

No caso brasileiro, não sabemos quem será o grande vencedor dessa corrida pelo varejo digital, se é que haverá um

grande vencedor entre Magazine Luiza, B2W, Via Varejo, Mercado Livre, ou a própria Amazon. O que sim sabemos é que a LOG é fornecedora de galpões para todas essas companhias e muito provavelmente será uma das grandes vencedoras desse processo de digitalização. A crise do COVID-19 acelerou um movimento de crescimento que já estava caminhando a passos largos.

Essas vantagens e teses de crescimento não são segredo no mercado. Nos dois anos subsequentes ao spin-off de 2018, a companhia mais que dobrou de valor, chegando a ser avaliada no mercado por R\$ 3,5 bilhões em janeiro de 2020. Em nossa avaliação, essa precificação já refletia as perspectivas de crescimento e proporcionava baixa margem de segurança, razão pela qual, apesar de reconhecer o potencial da companhia, não fizemos o investimento.

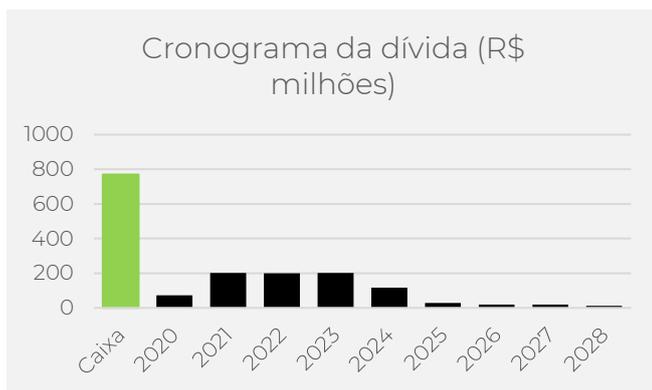
O colapso das bolsas nesse início de 2020, porém, nos deu uma oportunidade. A LOG, assim como diversas outras empresas saudáveis, acabou sendo penalizada de forma indiscriminada pelo mercado e sofreu uma queda de mais de 50% em sua cotação. Após analisarmos os principais fundamentos que poderiam levar a essa queda, como inadimplência, vacância, alavancagem e deterioração do plano de crescimento, não identificamos uma explicação plausível para essa queda que não um momento de irracionalidade do mercado.

Quando analisamos a carteira de clientes da LOG, percebemos que pelo menos 40% deles teriam impactos limitados da crise, pois participam de setores como alimentos, farmácias e e-commerce. Além disso, nenhum cliente representa mais



do que 8% da carteira e 80% dos contratos tem prazo de duração superior a um ano, prevendo multa em caso de antecipação. Os riscos de vacância e inadimplência deteriorando a geração de caixa estavam praticamente descartados.

Após visualizarmos a saúde do balanço da companhia, ficamos ainda mais seguros do investimento. A LOG realizou um aumento de capital em 2019 que reforçou em R\$ 640 milhões o caixa da empresa, visando projetos de expansão e otimização da estrutura de capital. Os atuais R\$ 770 milhões que a LOG possui de disponibilidades são suficientes para cobrir mais de 4 anos de dívidas e despesas fixas.



Fonte: LOG, 4UM

Vimos, então, uma tese pouco impactada pela pandemia sendo oferecida com 50% de desconto. Em nossas estimativas, ao ser negociada por menos de R\$ 2 bilhões em março, o mercado precificava apenas a geração de caixa dos projetos já operacionais, atribuindo nenhum valor ao potencial de crescimento da companhia.

Todo esse potencial é pavimentado por um detalhado plano de expansão que dá as diretrizes do tamanho que a companhia pode alcançar. A LOG possui atualmente 876mil m<sup>2</sup> de área bruta locável (ABL), com possibilidade de

expansão de galpões adicionais em mais de 150mil m<sup>2</sup>.

Os galpões adicionais são grandes geradores de valor para o acionista, pois proporcionam projetos com ROIC marginal crescente. No início de um projeto de condomínio, a LOG realiza todo o investimento referente a estrutura, terraplanagem, além da construção do primeiro galpão. A medida em que novos galpões são adicionados, o ROIC do projeto cresce exponencialmente, dado que não se faz necessário repetir o capex com infraestrutura. Além da expansão dos projetos existentes, a LOG possui hoje mais 530mil m<sup>2</sup> de ABL potencial em terrenos já adquiridos, mas que ainda necessitam realizar a construção, e outros 580mil m<sup>2</sup> que estão em processo de negociação ou prospecção do terreno. Temos então um crescimento potencial de 140% em relação ao portfólio atual, atingindo mais de 2 milhões de m<sup>2</sup> de área bruta locável nos próximos cinco anos.

Ao nos tornarmos sócios da LOG, adquirimos participação em uma companhia com baixos riscos operacionais da pandemia, liquidez robusta, alto nível de governança, estrutura eficiente, competente time de profissionais com longa experiência e que incrivelmente negociava somente pela geração de caixa dos seus projetos já existentes e abaixo do seu preço de liquidação. De brinde, levamos uma das melhores histórias de crescimento que o dinheiro poderia comprar.