

LOG CP

Uma opção defensiva em meio à volatilidade do setor imobiliário.

Highlights

> Estamos iniciando cobertura da LOG CP com TP de R\$ 37,00. Enxergamos um upside de 42% nas ações da LOG a partir de nossa avaliação de preço justo através do fluxo de caixa descontado para os próximos anos. Vemos a #LOGG3 atualmente negociada a um múltiplo P/FFO 2023 de 16,1x (Yield de 6,21%) e 11,0x (Yield de 9,1%) considerando projeções para 2024.

> **Crescimento acelerado.** A LOG está expandindo a um ritmo que deve adicionar até 1,5 milhão de Área Bruta Locável ao seu portfólio até 2024, mais do que dobrando sua capacidade operacional ao atingir 2,2 milhões de m² em ABL entregue. Um crescimento que não ocorre em detrimento de rentabilidade, considerando que a empresa foi capaz inclusive de repassar preços 0,6% acima da inflação no 4T21.

> **Demanda resiliente, com uma taxa de vacância melhor que a média nacional.** Dos projetos em construção e que serão entregues em 2022, a companhia já conta com cerca de 83% de pré-locação, uma taxa bastante elevada considerando a magnitude de sua expansão. A taxa de vacância de 3,3% (superior à média nacional de 11%) corrobora a qualidade dos ativos.

> **Estratégia e diversificação chave para o sucesso.** Fugindo do convencional e da intensa competição no eixo RJ-SP, a LOG CP tem uma estratégia atualmente pautada na busca por oportunidades em outras regiões (Norte e Nordeste). Paralelamente, sua exposição a uma carteira de clientes de diversos setores, tende a reduzir a volatilidade e a dependência de determinado grupo econômico.

Compra

Empresa: LOG CP

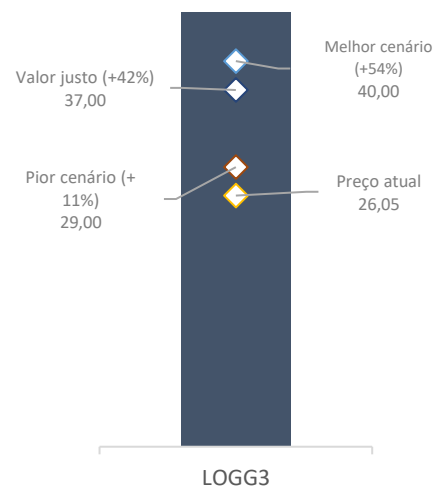
Ticker: LOGG3

Cap. Mercado: R\$ 2,67 bilhões

Preço atual: R\$ 26,05 - 14/04/2022

Preço alvo: R\$ 37,00 (+42,03%)

Cenários



Desempenho Financeiro & Premissas

(R\$ Milhões)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
Receita Líquida	149	222	344	439	515	595	681
Crescimento %	5,5%	49%	55%	28%	17%	16%	14%
EBITDA	121	168	271	346	406	469	536
Margem EBITDA	81%	76%	79%	79%	79%	79%	79%
Lucro Líquido*	121	99	165	235	276	319	364
Margem Líquida	81%	45%	48%	54%	54%	54%	54%

*Lucro Líquido referente à atividade de Locação

(R\$ M)	2021	2022E	2023E
EPS	1,2	1,0	1,6
P/E*	22,0	27,0	16,2
Dív. Líq. /EBITDA	0,2x	0,9x	0,8x
EV/EBITDA*	25,1	18,1	11,2
Dividend Yield*	1,1%	0,2%	0,4%

* Com Base na cotação de 14/04/22

Sumário

Histórico da Empresa	3
Segmentos de atuação	4
Concorrentes	6
Desempenho (Cenário) atual da empresa	7
Receitas / Desempenho Financeiro	7
Endividamento, Caixa e Liquidez.....	10
ESG	11
Nossa tese de investimento	13
Visão sobre a empresa	13
Catalisadores Positivos.....	17
Riscos.....	17
Valuation	18
Cenário Base.....	19
Worst Case	19
Best Case	19
Premissas utilizadas	19
Disclaimer.....	20

Histórico da Empresa

A LOG Commercial Properties S.A. teve sua origem em um ano não tão agradável para o setor. Foi há 14 anos, durante a crise imobiliária americana em 2008, que a companhia surgiu como uma subsidiária do grupo MRV voltada para a incorporação, construção e administração de galpões logísticos e loteamentos Classe A.

O primeiro galpão, localizado em Contagem, Minas Gerais, foi entregue apenas em 2009 com uma ABL (Área Bruta Locável) de 13 mil m². No começo da última década, a companhia concluiu o primeiro projeto fora do estado de origem, partindo para Jundiaí, São Paulo.

Para financiar as suas operações, a LOG teve um aporte inicial referente a 35% do capital social da empresa pela Autonomy Investimentos S.A, que posteriormente alienou a sua participação para a Conedi Participações, que tem como sócios administradores os filhos do controlador Rubens Martins e ainda está presente como um dos acionistas mais relevantes da LOG CP.

Após um longo ciclo de expansão, a companhia passou por um processo de reorganização societária em 2018. Foi neste período que a LOG iniciou um processo de grandes mudanças em sua governança para deixar de ser uma subsidiária da MRV e ter as suas ações listadas de forma independente na B3 sob o código de negociação LOGG3.

A partir de 2019, ampliou seu escopo de atuação para além da construção de galpões logísticos, passando a incluir a atividade de administração de ativos de terceiros e de consultoria imobiliária. No mesmo ano, dois eventos marcaram sua história: 1) A realização de um Follow-On de R\$ 638 milhões e; 2) O anúncio de um ambicioso plano de expansão que visava dobrar o portfólio da LOG ao acrescentar 1 milhão m² de ABL.

Ao perceber uma demanda ainda maior por suas soluções, a companhia revisou por duas vezes o seu plano de expansão. Em 2020, o plano inicial, chamado de Todos por 1, passou a se chamar todos por 1.4, que acrescia em 40% a área inicialmente projetada.

Em 2021 houve uma nova revisão do plano, chegando a um incremento que deve ser de até 1,5 milhão de ABL até o final de 2024, dos quais a companhia já adquiriu 89,2% dos terrenos necessários. Dessa forma, a LOG terá um ABL total de 2,264 milhões de m². Atualmente, a companhia está presente em 39 cidades dentre 18 estados mais o Distrito Federal. Seguindo seu plano de expansão, 2022 promete ser um ano histórico para a LOG. Neste período a companhia deve acrescentar mais 414 mil m² de ABL, dos quais 83% deste portfólio já estão pré-locados.



Segmentos de atuação

A LOG CP atua de forma nacional na construção e locação de galpões industriais, shopping centers, *Strip Malls*, loteamentos com infraestruturas para polos industriais e serviços de consultoria imobiliária. De forma verticalizada, está presente em todas as etapas de seus projetos, inserida desde a aquisição de terrenos, regulamentação de alvarás e licenças, construção, desenvolvimento, até a comercialização e administração dos empreendimentos.

Por atuar na etapa de aquisição de terrenos, a LOG CP conta com alguns desafios particulares à burocracia brasileira. Um projeto típico da LOG é realizado em até 28 meses, sendo em média 14 meses para o processo completo de legalização junto aos órgãos federais, estaduais, municipais e ambientais, e outros 06 meses após a conclusão da obra para obter o Habite-se.

Parte da execução das obras da companhia são realizadas por meio da contratação de empresas prestadoras de serviços de construção. Ainda que a LOG esteja sempre com construções ativas, esse modelo contribui para um quadro de funcionários mais enxuto na companhia. Vale ressaltar que os empregados dessas empresas terceirizadas são remunerados de acordo com a produtividade, o que se traduz em maior eficiência operacional.

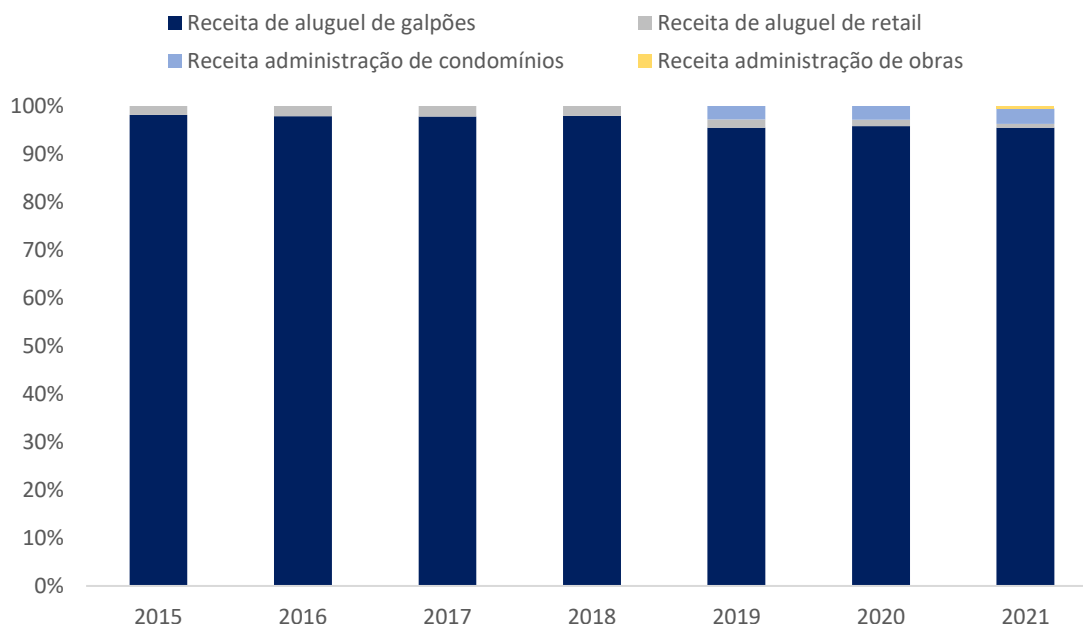
Imagem 1 Ciclo de produção de um projeto típico da LOG CP



Fonte: Apresentação Institucional LOG CP

A operação da LOG pode ser subdividida em três grandes grupos de geração de receita: I) Locação de Imóveis; II) administração de condomínio e; III) Consultoria Imobiliária. Em 2021 a companhia teve uma quarta fonte de receita, mas de pouca relevância, referente à administração de obras, que contribuiu com R\$ 831 mil no faturamento bruto. A seguir, detalharemos as três principais.

Imagem 2 Evolução do perfil da Receita Operacional Bruta da LOG CP (2015-2021).



Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

Receita de locação de imóveis – Arrendamento Operacional (Leasing) – Este é o segmento operacional mais representativo para a LOG, responsável por 95% do faturamento bruto da companhia em 2021. O desenvolvimento de galpões industriais está pautado em instalações do tipo Classe A, que vão além da infraestrutura de armazenamento tradicional - possuem o pé direito maior ou igual a 12 metros de altura, nivelamento do piso a laser, maior suporte a cargas, pátios de manobras mais amplos e espaços modernos de conveniência. Esse tipo de estrutura convém para agregar maior valor percebido pelos locatários, além de serem mais eficientes na capacidade de armazenamento (permitem o dobro de posições de paletes por metro quadrado).

Podemos classificar o segmento de galpões em quatro subtipos:

Galpões modulares: Empreendimentos do tipo classe A padronizados e adaptáveis a qualquer segmento do mercado. São projetados para atender múltiplos inquilinos com galpões prontos para serem alugados e variam de 950 a 2.000 m² de ABL por módulo;

Galpões Built-To-Suit (BTS): São projetados e arrendados de modo a atender as necessidades específicas de um único cliente. Esse tipo de projeto está atrelado a contratos mais longos;

Parques industriais: Construção de loteamentos com infraestrutura para condomínios logísticos e centros empresariais, podendo desenvolver de forma concomitante projetos do tipo BTS e galpões modulares com unidades disponíveis acima de 5 mil m². O Parque Industrial de Betim (PIB) foi o primeiro ativo desenvolvido pela LOG para essa finalidade;

Shopping Centers: Esse tipo de construção envolve o desenvolvimento de centros de compras e serviços do tipo *Strip Mall* (shopping de rua), voltado para atender a demanda ao entorno de

grandes empreendimentos residenciais. É desenvolvido através da marca “Plazza CP”, e possui em seu portfólio os imóveis Plazza Toplife (ES), Plazza Mirante Sul (SP), e Plazza Tapajós (MG).

Receita de serviços de Administração de Condomínio: A LOG CP também atua na prestação de serviços de administração condominial para os seus inquilinos, com um amplo portfólio de serviços através da LOG ADM, incluindo: manutenção, segurança, vigilância patrimonial e serviços gerais dos empreendimentos. A LOG ADM participa da administração de condomínios correspondente a 88% da ABL entregue da LOG CP com base em informações do 4T21.

Serviços de Consultoria Imobiliária: Segmento no qual a companhia atua desde 2019, quando foi adicionado em seu objeto social a prestação de serviços de consultoria imobiliária, prestados diretamente à administração de fundos imobiliários como o FII LOG CP Inter. Para este fim, a empresa acordou em contrato uma remuneração de 0,30% do Patrimônio Líquido do fundo, sendo que em 2020 houve um desconto de 100% e, para 2021, foi concedido um desconto de 50% sobre o valor da consultoria em função da pandemia de COVID-19.

Essa estratégia complementa novas formas de *funding* (financiamento) para a empresa, sendo capaz de indicar a compra de participação minoritária em condomínios logísticos de seu próprio portfólio e, em paralelo, a consequente reciclagem desses ativos para o fundo. Anteriormente a esse fato, a Administração da LOG CP estabeleceu como uma estrutura ótima de capital para financiar os projetos da companhia em 40% recursos de terceiros e 60% recursos próprios. Dessa forma, a reciclagem de ativos vem como estratégia complementar (e sustentável) para o financiamento da companhia.

Um exemplo desse benefício pôde ser observado ao final de 2019, quando a LOG realizou a primeira venda para o FII LGCP11, reciclando frações de 3 dos ativos (LOG Contagem I, LOG Goiânia e LOG Viana). Em novembro de 2020, foi vendida a participação minoritária de 5 ativos (Gaiolli, Rio Campo Grande, Goiânia, Viana e Contagem I) para o mesmo fundo. Considerando as duas tranches, foram levantados cerca de R\$ 270 milhões, com 80.620 mil metros quadrados.

Concorrentes

O primeiro ponto positivo a se destacar sobre a concorrência da LOG é a singularidade da companhia como empresa que atua exclusivamente no setor de galpões logísticos com capital aberto na B3. Ainda que a exposição via Fundos de Investimento Imobiliário (FIIs) seja uma alternativa, a LOG se beneficia perante a seus concorrentes com a sua maior capacidade de obtenção e valorização de capital.

Entretanto, fora da bolsa de valores, há uma competição relevante que envolve players nacionais e internacionais. Desde 2012 é possível observar uma aceleração de empresas estrangeiras consolidando seus modelos de negócio em terrenos brasileiros. Dentre os principais nomes, que incluem empresas de capital fechado, temos: GLP - Global Logistic Properties, Brookfield Properties, Prologis, Golgi Condomínios Logísticos e BR Properties.

O grupo **GLP** é um dos maiores players internacionais do segmento de condomínios logísticos, operando em países como o Brasil, Estados Unidos, China, Índia, Japão, Vietnã, além de participações na Europa. No Brasil o grupo já é o maior do segmento e ocupa cerca de 50 galpões do tipo classe A nas quatro regiões do país com aproximadamente 5.050 mil m² de ABL total. O modelo de negócios está pautado na construção de galpões modulares, projetos *Built-to-Suit* e *Sale-and-Leaseback*, além de um modelo de administração e prestação de serviços próprios.

A escala e capilaridade global da operação do GLP se traduzem em um notório poder de negociação frente a outros players na aquisição de terrenos estratégicos, aliado ao fato de reter clientes importantes (a companhia é a principal locatária da Amazon no Brasil).

A **Brookfield Properties – BP** - é um braço da Brookfield Asset Management, com grande prestígio internacional no mercado imobiliário. A empresa possui operações no mercado brasileiro de incorporação e desenvolvimento de shopping centers, escritórios e condomínios logísticos. Atualmente, a BP possui 4 empreendimentos voltados para o segmento industrial no estado de São Paulo, com uma ABL aproximada de 300 mil m².

A **Prologis** é um dos grandes nomes internacionais do setor de condomínios logísticos e possui capital aberto na Nova York Stock Exchange sob o código de negociação “PLD”. As operações no Brasil começaram através de uma *joint venture* da subsidiária brasileira em conjunto com a Cyrela Commercial Properties (CCP) e desde então, já consolidam cerca de 25 empreendimentos do tipo industrial entre São Paulo e o Rio de Janeiro, acumulando cerca de 1.000 m² de ABL.

Já a **Golgi** é uma *joint venture* formada pela Cadillac Fairview e a Autonomy Investimentos com foco na participação de todas as etapas da incorporação a gestão de condomínios logísticos. Atualmente, a sociedade possui apenas quatro ativos localizados em São Paulo e Rio de Janeiro. Os projetos possuem cerca de 650 mil m² de ABL projetada.

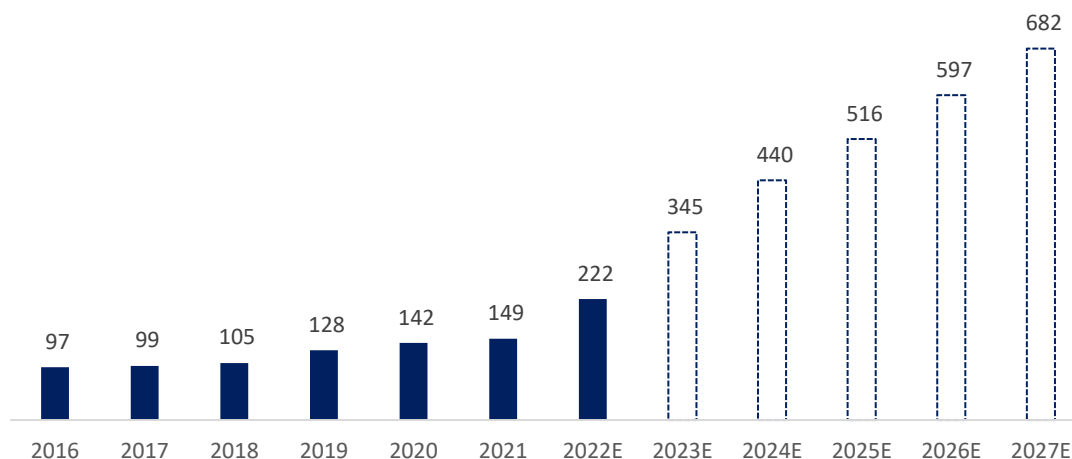
A **BR Properties** (B3: BRPR3) é uma companhia aberta listada na B3 com enfoque na aquisição, incorporação, administração e desenvolvimento de propriedades comerciais, residenciais, escritórios e industriais nos estados do Rio Grande do Sul, Rio de Janeiro, São Paulo e Minas Gerais. Dentro do segmento industrial, a companhia apresenta 5 empreendimentos (cerca de 230 mil m² de ABL próprios) exclusivamente no estado de São Paulo. A companhia é controlada pelo fundo norte-americano GP Real Properties.

Desempenho (Cenário) atual da empresa

Receitas / Desempenho Financeiro

A LOG CP se encontra num estágio de crescimento elevado, sustentado pelo forte ritmo de expansão de sua Área Bruta Locável (ABL). Em 2021, sua Receita Líquida chegou a R\$ 149 milhões, valor apenas 5,5% superior a 2020, mas que deve dobrar nos próximos dois anos de acordo com nossas estimativas financeiras.

Imagem 3 Evolução do histórico e da projeção da Receita Líquida da LOG CP.

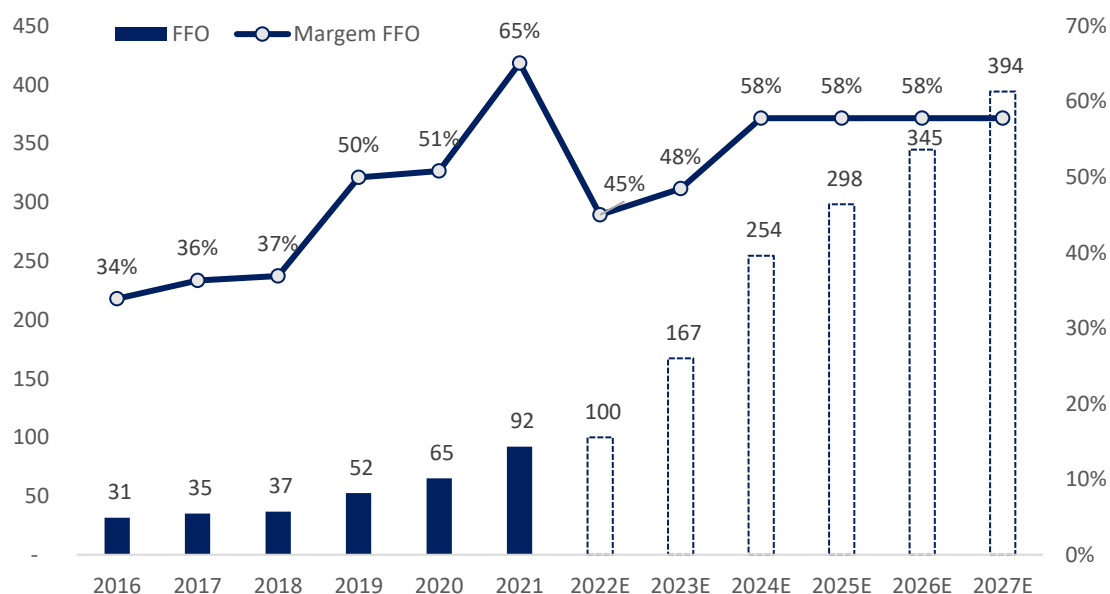


Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Projeções Alkin Research.

Destacamos que o crescimento da LOG não ocorre em detrimento de sua rentabilidade. Como é possível observar no gráfico abaixo, o FFO da companhia deve chegar a R\$ 167 milhões em 2023, representando um FFOPS (FFO por ação) de R\$ 1,64, um yield de 6,3% considerando a cotação atual de LOGG3 (R\$ 26,05). A margem FFO por sua vez deve se sustentar acima de 45% a partir de um 2022 mais desafiador no cenário de custos para a companhia.

**FFO: Funds From Operations (Fluxo de Caixa Proveniente das Operações) – É um indicador bastante utilizado no setor imobiliário e que reflete o caixa gerado pelos empreendimentos.*

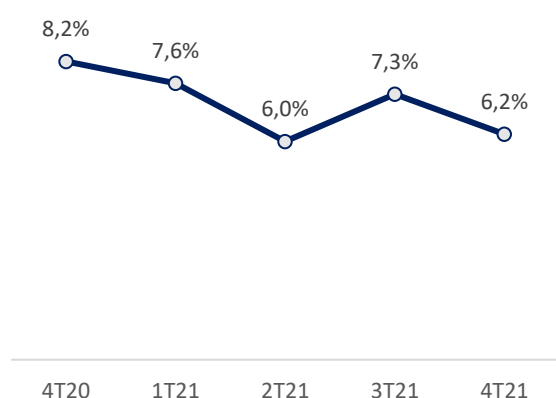
Imagem 4 Evolução e projeção do FFO e da margem FFO da LOG CP



Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Projeções Alkin Research.

Outra característica interessante observada nas demonstrações financeiras da companhia está relacionada à diversificação de clientes em sua carteira. Além da exposição a diversos setores, a qual comentaremos adiante, a companhia não possui um cliente que seja unicamente responsável por mais de 6,2% de sua receita bruta, o que reduz o risco de impactos materiais em seu desempenho no caso de não renovação.

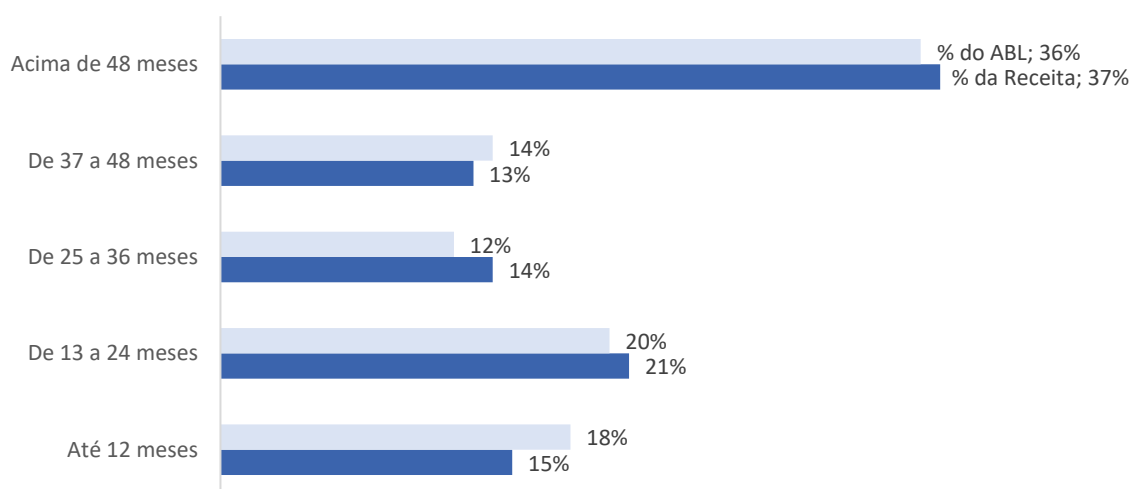
Imagem 5 Evolução da representatividade do maior cliente sobre a receita bruta da LOG CP



Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

Paralelamente, mais de 1/3 dos contratos da LOG (em % do ABL e da Receita) apresentam vencimento superior a 48 meses e cerca de 2/3 acima de 24 meses. Na média, os contratos vigentes possuem uma duração de 98 meses. A longevidade dos contratos, aliado a um percentual elevado de renovação (95% em 2021), agrega maior previsibilidade ao negócio e traz consigo maior segurança ao investimento.

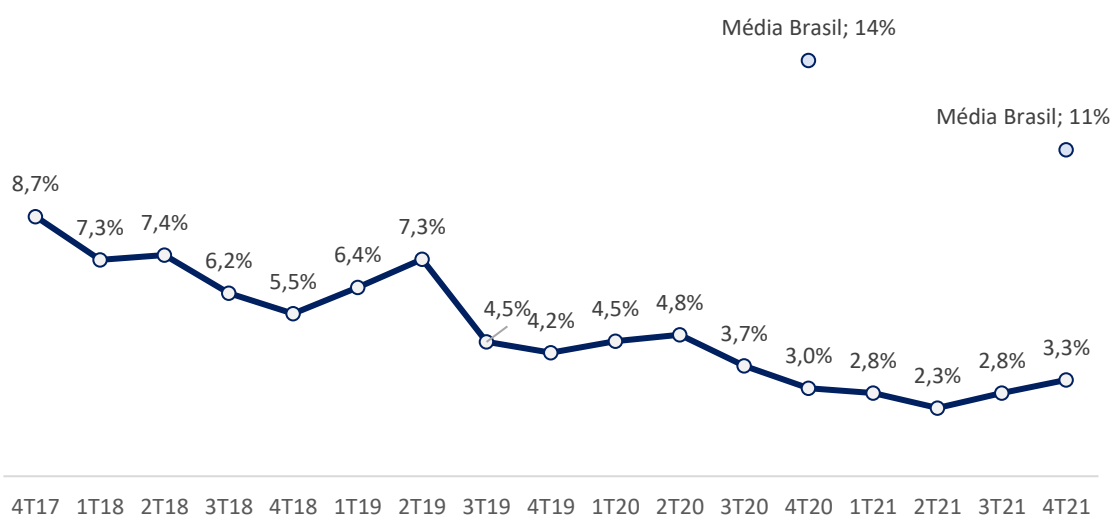
Imagem 6 Perfil do vencimento dos contratos com inquilinos da LOG CP



Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

Um último e não menos importante fator a ser observado no desempenho financeiro da LOG CP, está relacionado à taxa de vacância, que sinaliza o nível de absorção da demanda por seus empreendimentos. Mesmo durante o período da pandemia (2020-2021), a empresa foi capaz de sustentar uma vacância estabilizada abaixo de 5,0%, encerrando 2021 a 3,3%, valor substancialmente abaixo da média nacional, de 11,0%.

Imagem 7 Evolução da Vacância Estabilizada da LOG CP por trimestre vs Média Nacional.



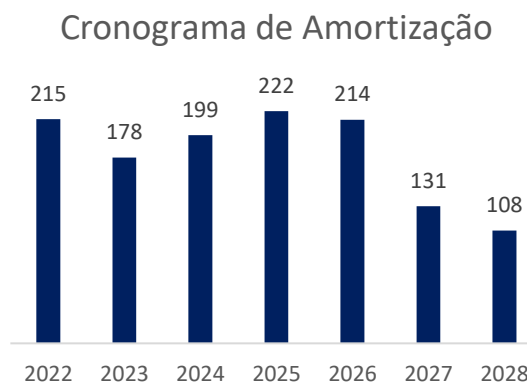
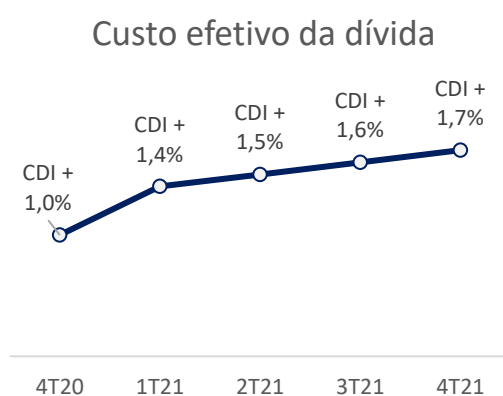
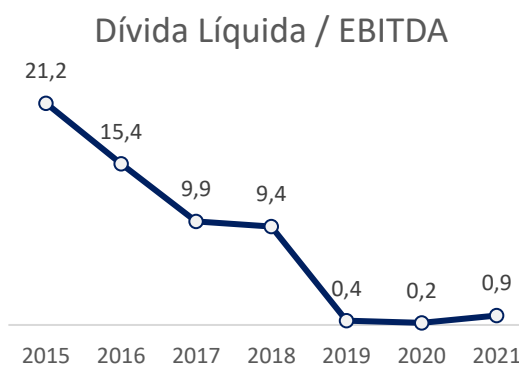
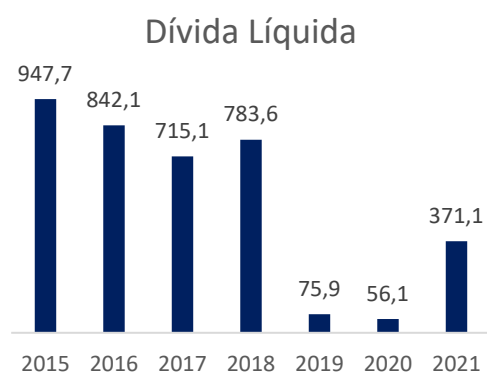
Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

Proventos → Nos termos do Estatuto Social da LOG CP, os acionistas das ações #LOGG3 fazem jus a um dividendo anual mínimo obrigatório correspondente a 25% do lucro líquido da companhia. Entretanto, trata-se de uma empresa atualmente focada em alocar recursos para expandir sua capacidade operacional, o que não deve trazer retornos elevados via dividendos no curto prazo. De acordo com nossas estimativas, o dividend Yield projetado para 2023 é de apenas 0,4% considerando a cotação atual de R\$ 26,05.

Endividamento, Caixa e Liquidez

A LOG CP possui 3 fontes de *funding* (captação de recursos): I) Reciclagem de ativos; II) Captação de Dívida; III) Emissão de Equity. No primeiro pilar, a companhia declara já ter reciclado 159 mil m² de ABL nos últimos 3 anos, uma área equivalente a 10% do portfólio previsto para 2022.

Após um período de alavancagem elevada de 2015 a 2018 (pré-listagem na bolsa de valores), a LOG tem apresentado níveis confortáveis de endividamento. A companhia encerrou o ano de 2021 com uma dívida líquida de 371 milhões, configurando um múltiplo de apenas 0,9x o EBITDA dos últimos 12 meses. Salientamos que desde 2019 a companhia tem sua dívida 100% exposta ao CDI, o que resultou em um efeito negativo no atual ciclo de alta de juros no Brasil. Atualmente, o custo efetivo da dívida da LOG é de CDI +1,7% a.a., patamares que julgamos condizentes com os níveis observados em outras empresas do mercado.



Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

ESG

E (Environmental / Meio ambiente) –A LOG CP é filiada ao GBC - *Green Building Council* - organização composta por entidades e empresas engajadas na prática de construção sustentável. Dentro de suas atividades operacionais, os galpões logísticos possuem limites mínimos de iluminação controlados. Sendo este um dos principais gastos na manutenção dos galpões, a companhia compromete em utilização de iluminação a base de LED em seu projeto. A companhia destaca ainda que está estudando a possibilidade de geração própria de energia (usinas solares), além de planos para mensurar seu nível de emissões de CO2.

Ações sustentáveis que identificamos na concepção de seus projetos:

- Telhas e fachadas brancas que reduzem a absorção de calor no interior das edificações e uso de manta específica para estabilização da temperatura;
- 77% dos ABL administrados abastecidos com fonte de energia renovável;
- Coleta seletiva e terraplanagem sem descarte de resíduos;
- Organização do tráfego de carros e caminhões na região metropolitana dos condomínios logísticos visando reduzir a emissão de CO2 na atmosfera;

- Uso de sensores de presença e lâmpadas de LED;
- Otimização do layout para usufruir de iluminação e ventilação naturais;
- R\$ 582 mil reais investidos em energia renovável;
- Plantio de 38 vezes mais árvores do que a quantidade suprimida no Parque industrial de Betim.

S (Social) – Atualmente 60% da população brasileira mora em um raio de até 100 km de distância de um empreendimento da LOG CP, o que amplifica o potencial do impacto social gerado pela companhia. Representado pela LOG Social, a LOG conduz um projeto idealizado para dar suporte às comunidades vizinhas aos condomínios logísticos através de doações. A base deste projeto reside principalmente na assistência educacional, mas em 2020 se estendeu à área da saúde contribuindo com doações de R\$ 1,2 milhão em equipamentos hospitalares e cestas básicas durante a pandemia de COVID-19.

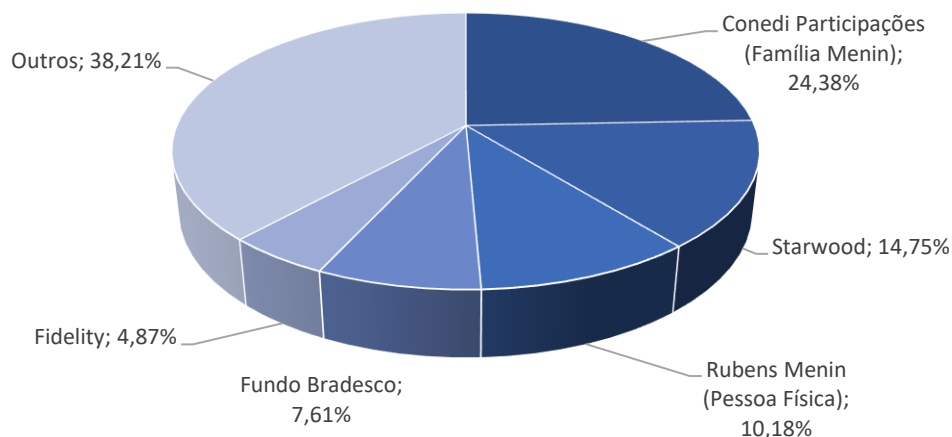
A empresa ressalta ainda que durante a pandemia, não reduziu o quadro de funcionários, jornada de trabalho, salários e nem quaisquer benefícios que eram ofertados no período prévio, sinalizando uma preocupação com seu quadro de trabalhadores em um período de dificuldades.

G (Governança) – Como a LOG CP nasceu no berço da MRV & Co, a parcela majoritária da estrutura executiva da companhia é de profissionais com histórico conhecido antes mesmo da criação da empresa. Desde a sua abertura de capital a companhia está inserida no Novo Mercado, o mais alto nível de governança corporativa da B3.

Dentre outras práticas de governança, a companhia destaca: I) Presença de membro independente no Conselho de Administração; II) Diversidade na Liderança e Alta Gestão e; III) Canal de ouvidoria operado por uma empresa externa.

Sua estrutura acionária é composta, sobretudo, pelo controle da família Menin através de seu *Family Office*, a Conedi Participações, com 24,38% do capital da companhia, além de 10,18% atrelados à pessoa física de Rubens Menin. Nos 65,44% restantes de sua composição acionária, a LOG conta com uma parcela de investidores institucionais relevantes, com fundos representativos como Starwood Brasil e do Bradesco, além da presença de outros fundos e 18.688 acionistas que investem diretamente na empresa e correspondem a 19,74% do capital.

Imagem 8 Principais acionistas de LOGG3



Fonte: B3; Base 6 de dezembro de 2021.

Ressaltamos um destaque negativo presente no formulário de referência da empresa e relacionado a um inquérito da Polícia Federal (SRPF) instaurado em 30 de setembro de 2014. O processo envolve um dos inquilinos da LOG CP: a Companhia Brasileira de Correios e Telégrafos, denunciada pelo TCU por improbidade administrativa em superfaturar contratos de locação com uma subsidiária da LOG CP (LOG Viana I). Até o presente relatório, a empresa não se apresenta como ré e está isenta de responsabilização, mas tais fatos podem ser alertas para futuras rupturas de diligências contratuais que a empresa pode enfrentar. Não esperamos impactos financeiros materiais para a empresa neste evento caso seja consumado em seu pior cenário, mas destacamos o risco de deterioração na reputação da empresa e possível impacto negativo no preço das ações.

Nossa tese de investimento

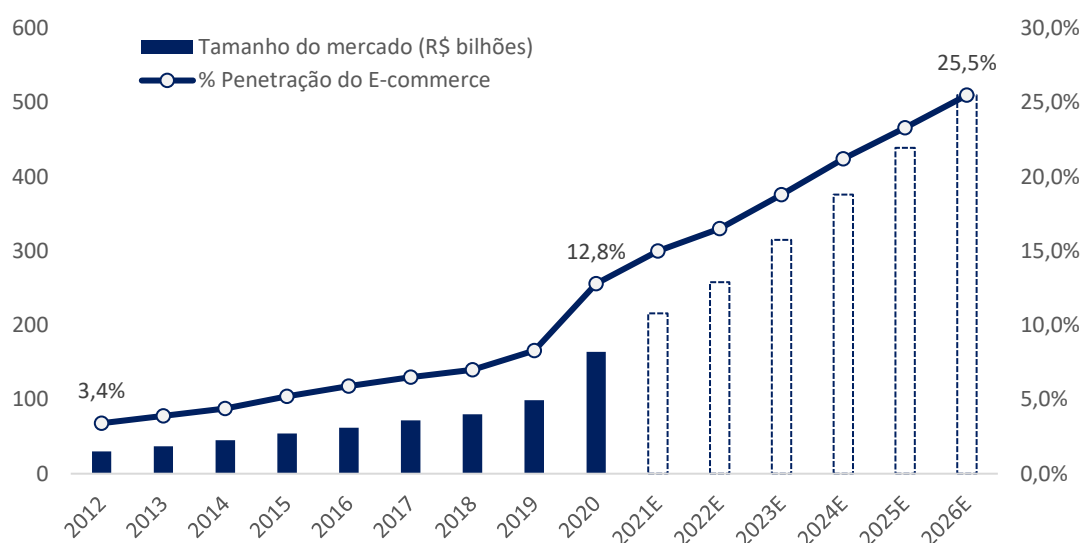
Visão sobre a empresa

Após uma extensa análise, identificamos na LOG algumas características que a tornam um player singular na bolsa de valores. Nossa tese se sustenta em três pontos principais: I) Exposição ao crescimento do e-commerce com retornos superiores às varejistas do setor, previsibilidade (mediante à locação via contratos longos) e diversificação (uma vez que os clientes da LOG se enquadram em diferentes setores na economia); II) Demanda crescente pelo espaço logístico de qualidade oferecido pela companhia (Flight to Quality) via migração de galpões obsoletos e; III) Capacidade de repasse de preços como proteção inflacionária (93% dos contratos da companhia possuem reajustes atrelados ao IPCA, e os 7% restantes, ao IGP-M).

Em virtude de sua exposição estratégica aos players de e-commerce (63% do ABL está ligado diretamente ou indiretamente ao setor), a companhia tende a se beneficiar da tendência secular de penetração das vendas online sobre o varejo, que deve atingir os níveis observados na China (25%) a partir de 2025, um crescimento de quase 100% sobre os níveis observados em 2021.

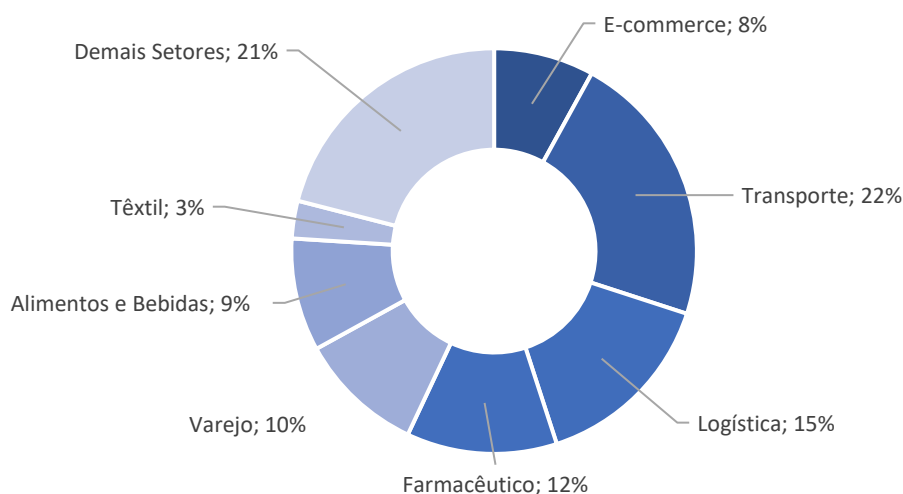
Estima-se que, para cada US\$ 1 bilhão adicional em vendas de e-commerce, sejam necessários 100 mil novos metros quadrados para armazenamento, o que pode se refletir em uma demanda superior a 150 milhões de m² em armazenamento nos próximos 5 anos.

Imagem 9 Crescimento do faturamento do e-commerce (em R\$ bilhões)



Fonte: Apresentação Institucional LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

Imagem 10 Distribuição por setor dos clientes da LOG CP ao final do 4T21.



Fonte: Demonstrações Financeiras LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

Conforme mencionamos, uma das estratégias de captação de recursos da companhia consiste na reciclagem de ativos. Ainda que haja menor *momentum* para os fundos imobiliários diante de uma taxa básica de juros Selic em dois dígitos, a companhia reitera a percepção de uma demanda ainda resiliente. Para o longo prazo, espera-se uma reciclagem de cerca de R\$ 500 milhões por ano em ativos.

Acreditamos que a LOG tenha a capacidade de reconhecer quando determinado empreendimento atingiu sua maturidade em termos de valorização e, portanto, obter dados precisos para determinar o melhor momento de venda (reciclagem). De forma complementar, a companhia ainda é capaz de vender ativos não desenvolvidos caso chegue à conclusão de que o retorno financeiro da venda desses empreendimentos será maior do que o retorno do investimento em sua pretendida exploração.

Outro fator que deve ser levado em conta é o ciclo de construção de um galpão logístico, que difere substancialmente de outros tipos de empreendimento. Enquanto um empreendimento residencial ou corporativo pode levar de 2 a 3 anos apenas para a construção, um galpão logístico pode ser finalizado em apenas 6 meses. Essa característica é importante uma vez que se torna muito mais fácil atender a uma demanda imediata, planejamento que se torna muito mais complexo para as incorporadoras tradicionais. Acreditamos que esta singularidade agrega uma diferencial ainda maior à LOG perante seus pares do setor imobiliário na bolsa de valores.

Uma demanda próspera e resiliente. Acreditamos que o mercado brasileiro de galpões logísticos apresenta um potencial de crescimento relevante no Brasil. A título de comparação, o mercado mexicano, por exemplo, possuía em 2018 um inventário de galpões classe A de 75,2 milhões de m² de ABL (vs 15,5 milhões de m² de ABL no Brasil). Um portfólio quase 5 vezes maior para um território 4 vezes menor que o do Brasil.

Paralelamente ao potencial de crescimento do setor, há uma tendência relacionada ao perfil de qualidade do empreendimento oferecido pela LOG. Estima-se que apenas 15% dos 172 milhões de m² de galpões logísticos no país, sejam do tipo Classe A. O percentual reduzido de penetração sinaliza o quão obsoleto está o portfólio de empreendimentos existente, o que se traduz em uma oportunidade de atualização e migração para ativos de qualidade (Flight to Quality).

Mas por que haveria uma busca por ativos de qualidade? Dois fatores resumem e justificam a nossa percepção e confiança nesta tendência: I) Redução de custos através da otimização de espaços e; II) Flexibilidade, rapidez e segurança na locação de um portfólio com uma ampla capilaridade geográfica.

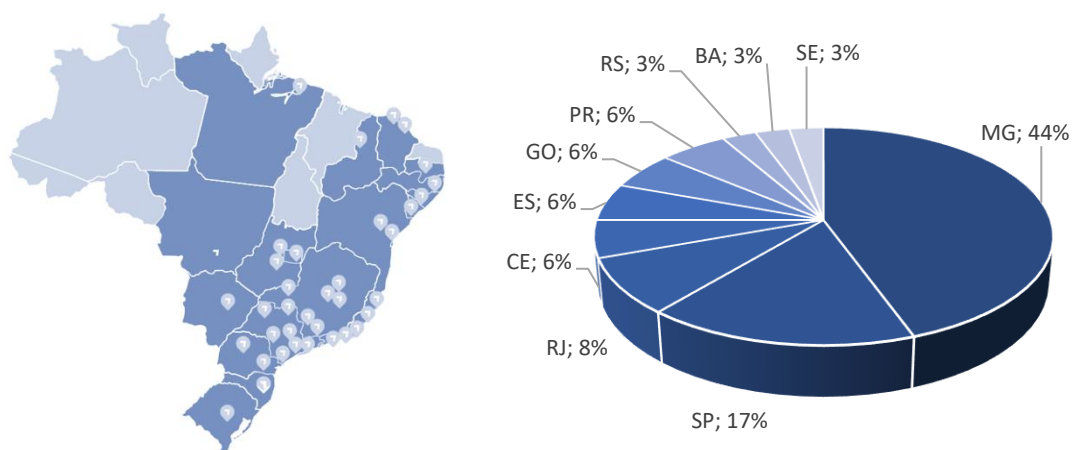
Apesar do preço de aluguel por m² da LOG ser em média 72% superior aos galpões obsoletos, a companhia permite o dobro de paletes por m², o que permite que o custo por paleta armazenado seja cerca de 5% menor. Dessa forma acreditamos que o perfil de galpões modulares da LOG CP seja atraente em função de sua otimização por m², que resulta em um menor custo final por paleta armazenado pelos clientes.

Proteção contra a inflação. Os ativos imobiliários possuem uma alta correlação histórica com a inflação, característica cada vez mais importante diante do cenário atual de custos elevados com

poucas empresas tendo a capacidade de repassar seu aumento de custos integralmente ao consumidor. Conforme mencionado anteriormente, a LOG possui uma renovação tarifária periódica atrelada à inflação estabelecida diretamente via contrato com os locatários.

Um outro diferencial da companhia consiste em sua diversificação geográfica. Considerando que 74% do total de galpões logísticos Classe A estejam concentrados no eixo Rio de Janeiro – São Paulo, é notável a ampla concorrência na região. Não só pelos custos elevados para aquisição dos terrenos, mas também pela maior opcionalidade para os clientes em um mercado já saturado. Como forma de capturar novas oportunidades, a LOG CP realizou nos últimos anos uma grande expansão para outras regiões, chegando a 39 cidades e 19 estados do Brasil. Dessa forma, a companhia tem sido capaz de adquirir terrenos em regiões com menor concorrência, e atender uma demanda crescente, mas que ainda conta com poucos galpões logísticos de qualidade.

Imagem 11 Mapa de distribuição das operações da LOG CP por região no Brasil



Fonte: Apresentação Institucional LOG CP; Elaborado por: Alkin Research

Expectativas para 2022. Segundo dados da revista Buildings, especializada em pesquisa imobiliária corporativa, o Brasil teve no quarto trimestre de 2021 mais de 1 milhão de metros quadrados de construção de galpões logísticos, o maior nível desde o primeiro trimestre de 2016, quando o incremento foi de 795 mil m². Ainda segundo a pesquisa, para 2022, mais de 4 milhões de metros quadrados já estão em construção, o que deve manter a média recorde de 1 milhão por trimestre.

Apesar da crescente oferta apresentar um risco no que tange à saturação do mercado, ressaltamos que 83% dos projetos ao final de 2021 estavam concentrados na região sudeste, mercado que já possui pouca representatividade na estratégia de crescimento da LOG CP. Dentre os projetos da companhia que estão em construção, cerca de 83% encontram-se pré-locados. Trata-se de um número relevante considerando que tais projetos não foram nem concluídos, e que sustenta a forte demanda por seus empreendimentos.

O mercado imobiliário tem sofrido de forma global com o aumento do custo de construção, e no Brasil não é diferente. O INCC, índice que representa a inflação do custo da construção,

apresentou uma alta superior a 25% nos últimos 12 meses. Apesar do desafio, a LOG CP mostrou sua força sustentando um *Yield on Cost* de cerca de 12% e um repasse de preços 0,63% acima da inflação mesmo em um cenário desafiador. Com a expectativa de normalização do custo de matérias-primas relevantes nos próximos trimestres, a companhia deve ser capaz de entregar retornos ainda maiores em seus empreendimentos.

Catalisadores Positivos

Identificamos dois catalisadores macro relevantes que devem ser acompanhados e que podem destravar valor significativo para a empresa. São eles: **I)** Migração de empresas que atualmente armazenam em galpões obsoletos para ativos Classe A e; **II)** Crescimento das empresas que já são clientes da LOG e podem vir a demandar ainda mais espaço para a companhia. Este segundo item engloba ainda: O potencial de crescimento do e-commerce em relação ao varejo e; Crescimento do PIB, Indústria e Serviços do Brasil.

Riscos

Identificamos alguns riscos que possam impactar os resultados da LOG CP e se traduzir em um revés para as ações da companhia. São eles:

- i) Desaceleração econômica, resultando em uma vacância superior ao esperado e impactando no custo por metro quadrado vago (R\$ 3,50/m²/mês).
- ii) Aumento da concorrência através do lançamento de empreendimentos próximos aos ativos da LOG, reduzindo o poder de barganha e resultando em menores tíquetes médios;
- iii) Aumento das taxas de juros, reduzindo o retorno sobre o capital investido pela companhia;
- iv) Maior custo de matérias-primas utilizadas na construção dos empreendimentos e inflação no custo de aquisição dos terrenos.
- v) Atraso na obtenção das licenças municipais necessárias para a construção e operação de novos galpões logísticos, impactando seu plano de crescimento.

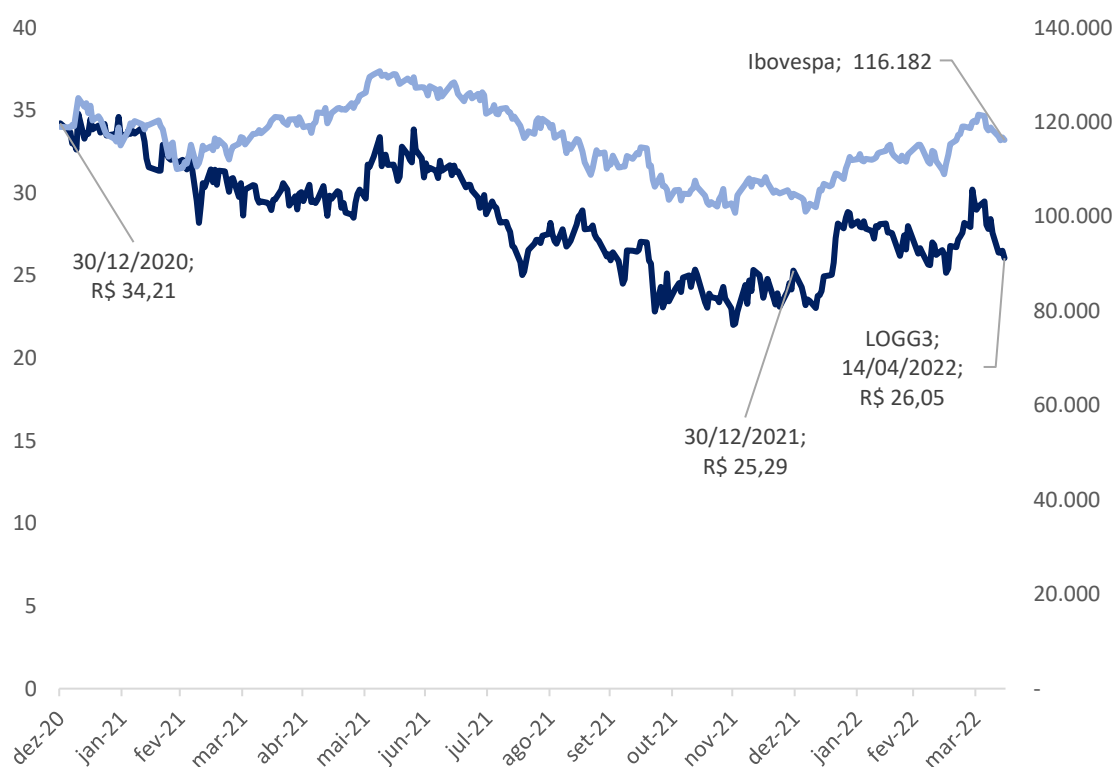
Acerca do item iv), identificamos um risco reduzido para o curto prazo no que tange ao preço de aquisição dos terrenos uma vez que a companhia já adquiriu 89% do landbank para atingir sua meta do plano “Todos por 1.5”. Por outro lado, a escassez no fornecimento de estrutura metálica, que representa aproximadamente 17,5% do custo médio dos projetos, pode vir a impactar o prazo de construção dos novos empreendimentos.

Ainda que em menor impacto e probabilidade, consideramos um sexto risco, que engloba direitos trabalhistas dos funcionários das empresas terceirizadas pela LOG CP. Ainda que a companhia terceirize a força de trabalho para a construção de seus empreendimentos, por estar na condição de tomadora de serviços, está exposta ao risco de contingências trabalhistas e previdenciárias caso as empresas contratadas não honrem com suas obrigações. Ressaltamos que caso um evento desse tipo venha a acontecer, a LOG CP ainda possui um direito de ação de

regresso contra as empresas prestadoras de serviços. Entretanto, ainda que esse conjunto de eventos possua baixa previsibilidade e probabilidade, pode vir a afetar adversamente o desempenho financeiro da companhia.

Valuation

As ações da LOG CP, negociadas sob o código #LOGG3, apresentaram uma queda de 26% em 2021, com ligeira estabilidade em 2022 (+3,01% até o fechamento deste relatório). O desempenho aquém do índice Ibovespa pode ser atribuído principalmente à sensibilidade da companhia à inflação e às taxas de juros, que apresentaram uma curva crescente nos últimos meses.



Fonte: B3; Elaborado por: Alkin Research

Entretanto, a queda recente nas ações, aliada à maior previsibilidade no cenário econômico, despertaram nosso interesse em busca de identificar o posicionamento de seu preço de mercado em relação à seu valor intrínseco. A conclusão, após uma extensa análise de valuation foi de que há um grande potencial a ser destravado sobre a cotação atual de LOGG3. Assumindo premissas conservadoras e aderentes às projeções econômicas para o Brasil e para o setor, chegamos a um valor justo de R\$ 37,00 por ação LOGG3, um potencial de +42,03% sobre o fechamento de 14 de abril de 2022 (R\$ 26,05).

Cenário Base

Em nosso cenário base, temos o valuation mencionado de R\$ 37,00 para as ações da LOG CP. Consideramos nesse modelo que a empresa terá sucesso em seu plano de expansão “Todos Por 1.5”, atingindo um CAGR (crescimento anual composto) de 29% em sua Receita Líquida entre 2021 e 2027. Assumimos ainda que a LOG CP será capaz de manter seu nível de vacância abaixo de 7% nos próximos anos, margem EBITDA acima de 75% e margem FFO superior a 50%.

Para sustentar tais margens em níveis elevados, consideramos como premissa a normalização da cadeia logística global, com normalização da oferta e do custo com os materiais para a construção dos galpões a partir de 2023.

Worst Case

Em nosso pior cenário de análise para a LOG CP, contemplamos tanto um ambiente mais desafiador no que tange aos custos de construção (com um potencial prolongamento dos desafios na cadeia de suprimentos) quanto um cenário mais competitivo, resultando em maior taxa de vacância e em um crescimento menos acelerado.

Diante de tais circunstâncias, a empresa teria um crescimento 10% inferior no ABL projetado e uma taxa de ocupação de 85%, valor inferior ao cenário base e à média nacional. A margem bruta, também passa a ter um decréscimo de 300 bps em relação ao cenário base, resultando em um preço-alvo de R\$ 29,00 (ainda 11,3% superior à cotação atual – R\$ 26,05).

Best Case

Sob a ótica do melhor cenário que enxergamos para a LOG CP na Alkin Research, consideramos um upside de 42,0% vs o valor atual de mercado da empresa, valendo R\$ 3,7 bilhões, ou R\$ 40,00 por ação #LOGG3. Para justificar tal valuation, as circunstâncias devem contemplar uma taxa de vacância ainda melhor do que o atual, inferior a 5,0%, além de um crescimento mais acelerado com a manutenção do diferencial dos ativos Classe A da LOG CP permitindo um repasse no ticket médio consistentemente acima da inflação.

Premissas utilizadas

Dentre nossas premissas, consideramos um WACC (custo médio ponderado de capital) de 10,4% a partir de um título de juros de 10 anos de 8,5% projetado para 2023, com uma inflação média anual de 5,4% (IPCA) entre 2022 e 2024. Assumimos também a manutenção do custo da dívida da LOG em 8,5% ao longo dos próximos anos, junto a um crescimento na perpetuidade de 3,5%, baseado nas expectativas de crescimento econômico do país.

Tabela 1 Matriz de Sensibilidade do Preço Alvo em diferentes cenários de crescimento na perpetuidade (G) e WACC

		G (Crescimento na Perpetuidade)				
		2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
WACC	11,4%	26,65	28,32	30,19	32,32	34,75
	10,9%	29,25	31,17	33,36	35,86	38,74
	10,4%	32,18	34,43	37,00	39,96	43,43
	9,9%	35,53	38,17	41,22	44,78	48,99
	9,4%	39,38	42,51	46,17	50,50	55,71

Fonte: Projeções e Valuation Alkin Research

Disclaimer

Este relatório foi elaborado e distribuído pela Alkin Research para uso exclusivo de de seus assinantes com o objetivo de informar e auxiliar os investidores em suas decisões de investimento, não constituindo oferta de compra ou venda de nenhum título ou valor mobiliário contido neste relatório.

Todo o conteúdo, análise e elaboração deste relatório foi feito sob a ótica da Instrução 598 da CVM, que regulamenta a atividade do analista de valores mobiliários e estabelece as diretrizes necessárias para que este produto seja transparente e imparcial.

Conforme o artigo 20, parágrafo único da ICVM 598/2018, o analista responsável, Anderson de Almeida Meneses, detentor da certificação CNPI nº 2362, declara-se responsável pela recomendação proferida neste relatório de análise.

De acordo com a exigência regulatória do artigo 21 previsto na ICVM 598, de 18 de abril de 2018, o analista de valores mobiliários, responsável principal por este relatório, declara:

(i) que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente sua opinião pessoal sobre a companhia analisada e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e (ii) que as informações, opiniões, estimativas e projeções contidas neste documento referem-se à data presente e estão sujeitas às mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação no sentido de atualização ou revisão com respeito a tal mudança.

Nos termos da CVM, o analista responsável por este relatório o faz respeitando às normas estabelecidas pela Comissão de Valores Mobiliários na Instrução 598, Artigo 13.

Todas as informações utilizadas nesta publicação foram baseadas em informações públicas e de fontes consideradas fidedignas. Embora tenham sido tomadas todas as medidas razoáveis de diligência para verificar a qualidade e veracidade das informações reportadas, a Alkin Research e os seus analistas não se responsabilizam por futuras e eventuais reapresentações de informações contábeis e financeiras das instituições.

A Alkin Research reserva-se ao direito de atualizar seus relatórios e preços-alvos em periodicidade que julgar apropriada, com base nos desenvolvimentos com a empresa em questão, o setor ou o mercado que possam ter um impacto material nas visões ou opiniões de pesquisa aqui expressas.

Reforçamos que o referido preço-alvo mencionado neste relatório não constitui promessa ou garantia, por parte do analista responsável e da Alkin Research, de que este será alcançado em qualquer período de tempo. A instituição provedora deste conteúdo busca a proteção de capital e maximização do patrimônio em suas recomendações, mas exime-se da responsabilidade pela tomada de decisão no investimento, a qual deve ser restrita ao investidor.

Este relatório é destinado exclusivamente aos assinantes da Alkin Research. A sua reprodução ou distribuição não autorizada, sob qualquer forma, no todo ou em parte, implicará em sanções cíveis e criminais cabíveis, incluindo a obrigação de reparação de todas as perdas e danos causados, nos termos da Lei nº 9.610/98 e de outras aplicáveis.