META
Asset Management

Carta Mensal

Março 2025

Março/2025 – Carta Mensal – Brasil: "Contra fluxo não há argumento" / o fim do "excepcionalismo dos EUA"? / Estudo de caso: LOG Properties

O mundo assistiu desde 2009 até o final de 2024, um movimento quase que unidirecional, de alta das bolsas americanas (S&P: média de 13,4% a.a) e de valorização do dólar ante a uma cesta de moedas (DXY: média de 1,7% a.a). Esse ficou conhecido como o período de "excepcionalismo dos EUA". Bolsa forte, moeda valorizada, com forte fluxo de recursos para ativos americanos. Será que estamos assistindo ao fim desse movimento com a nova política comercial de Donald Trump? Mais tarifas = mais inflação, mais juros e menos crescimento.

No primeiro trimestre de 2025, tanto o S&P (-4,8%) quanto o índice Nasdaq (-8,4%) caíram, enquanto o dólar se desvalorizou (DXY: -4,6%).

As pessoas "perderam a conta" do que foi o mês de março em relação às ameaças de todos os lados em relação às tarifas, sobretudo vindas de Donald Trump. A guerra comercial está apenas começando. Em grande parte dos casos, observou-se até recuos, mas se espalhou uma inevitável insegurança, sobretudo para os ativos norte-americanos. Aqui apresentamos apenas alguns poucos recortes:

- *"Trump ameaça com tarifa de 200% sobre champanhe e outras bebidas da União Europeia." (EUA)*

- *"União Europeia (UE) ameaça com 80% de tarifas sobre whisky e bebidas alcóolicas dos EUA." (UE)*

- *"Trump impõe 25% de tarifas no aço e alumínio sobre todos os países." (EUA)*

- *"Trump impõe 10% (depois ameaçou com 20%) de tarifas para todos os produtos chineses." (EUA)*

- *"China coloca 10-15% de tarifas sobre carne bovina, frango e produtos agrícolas dos EUA." (China)*

- *"Trump determina tarifas recíprocas para todos os países" (EUA)*

- *"Trump ameaça com 25% de tarifas sobre todos os produtos da UE" (EUA)*

- *"Governo de Ontário ameaça com 25% de tarifas sobre energia exportada para os EUA" (Canadá)*

- *"Trump impõe 25% de tarifas sobre os automóveis e componentes não americanos" (EUA)*

- "União Europeia propõe tarifa de 50% sobre as motos Harley-Davidson importadas dos EUA" (UE)

- "Todos prometem retaliar caso as tarifas de confirmem" (o mundo inteiro)

Esses foram apenas alguns exemplos. No dia 02/04, Trump confirmou as tarifas recíprocas diferentes de acordo com o país.

Interessante notar que, no primeiro trimestre do ano, houve um movimento de fluxo para as bolsas dos emergentes e Europa, que tiveram desempenho muito superior aos mercados dos EUA:

Figura 1: Bolsas Europa e emergentes – Desempenho em US$ no primeiro trimestre do ano

Ativos	Retorno no ano em USD
S&P 500 (EUA)	-4,6%
NASDAQ COMPOSITE (EUA)	-10,4%
RUSSELL 2000 (EUA)	-9,8%
FTSE (REINO UNIDO)	5,0%
DAX (ALEMANHA)	11,3%
KOSPI (CORÉIA DO SUL)	3,4%
HANG SENG (HONG KONG)	15,3%
BOLSAA (MÉXICO)	-4,2%
IBOVESPA (BRASIL)	12,4%
SMLL (BRASIL)	8,9%
IPSA (CHILE)	8,3%
COLCAP (COLÔMBIA)	16,2%

Fonte: Quantum

Note-se que em todos os casos (com exceção do México, dado que o peso foi muito afetado pelas tarifas de Trump), notou-se performances positivas versus a derrocada nas bolsas americanas.

No caso brasileiro, houve a entrada de R$ 12 bilhões de investidores para as bolsas entre janeiro e março de 2025. Nada fundamentalmente mudou no Brasil (sobretudo a perigosa trajetória da relação Dívida/PIB) entre dezembro/24 (quando o mercado chegou no auge do stress) e março/25, apenas a percepção de que os preços dos ativos ficaram bastante descontados. Mas há uma velha máxima que cabe nesse momento: "Contra fluxo não há argumento".

Nesse ambiente mais tenso no exterior, o FED se reuniu e decidiu manter a taxa de juros básica na faixa de 4,25%-4,5% a.a. A maioria dos dirigentes esperam uma queda acumulada adicional de mais meio ponto percentual ainda em 2025. O presidente Jerome Powell voltou a afirmar que o banco central dos EUA não tem pressa e vai observar os dados para tomar futuras decisões, constatando que o efeito das tarifas na inflação ainda é incerto.

Já na China e na Alemanha foram anunciados pacotes fiscais relevantes para tentar estimular as respectivas economias, o que sustentou os preços das commodities. Os PMIs sugerem uma economia no limiar entre a expansão e a recessão na Europa, com destaque para uma maior fraqueza do segmento industrial. O BC do Japão manteve os juros em 0,5% a.a, mas indicou que pode elevá-los nas próximas reuniões.

No Brasil, destaque para o COPOM e o Relatório de Política Monetária (RPM), que seguiram na mesma direção em termos de tom. O BC, conforme amplamente esperado, elevou a taxa SELIC em 1%, para 14,25% a.a, indicando um "ajuste de menor magnitude" para a próxima reunião. Para os encontros subsequentes, a previsão ficou em aberto. Há um claro incômodo com as expectativas de IPCA desancoradas – FOCUS: 2025 (5,65%); 2026 (4,50%) e 2027 (4,0%). Já há um certo conformismo pelo fato de o presidente Gabriel Galípolo ter que escrever mais uma carta no meio do ano, tentando justificar mais uma vez o estouro do teto da meta de inflação.

O BC, apesar de afirmar que vê "sinais ainda incipientes" de desaceleração do PIB, assistiu a mais um mês (o terceiro consecutivo) onde os principais indicadores – relativos ao mês de janeiro/25 – vieram estáveis ou negativos: Produção industrial (0%), serviços (-0,2%) e vendas do varejo (-0,1%). O RPM rebaixou a expectativa de crescimento do PIB 2025 de 2,1% para 1,9%.

Outra citação foi uma indireta ao governo, quando o COPOM escreveu sobre a necessidade de "desobstruir os canais da política monetária", em uma clara referência às recentes medidas para incentivar a atividade (em uma incoerente contraposição à política monetária contracionista):

- ✓ Crédito consignado privado com a garantia de 10% do FGTS;
- ✓ Liberação do FGTS total para os desempregados que já tinham optado pelo FGTS saque-aniversário;
- ✓ Proposta de isenção do IR para quem ganha até R$ 5 mil (faixa onde a propensão a consumir é maior - só a partir de 2026);
- ✓ Proposta de antecipação do décimo-terceiro salário para o funcionalismo público; e
- ✓ Proposta de elevação nos tetos do programa Minha Casa, Minha Vida (MCMV).

Figura 1: Retorno dos ativos em março/25

Indicadores	fev/25	mar/25	Variação mês x mês
Bolsas			
Ibovespa	122.799	130.260	6,08%
IBX	52.040	55.131	5,94%
SMLL	1.799	1.920	6,73%
S&P 500	5.955	5.612	-5,75%
Russell 2000	2.163	2.012	-6,99%
Câmbio			
Dólar/Real	5,85	5,74	1,92%
DXY	107,61	104,21	-3,16%
Curva de Juros e Risco-País			
DI Janeiro 2035	15,00%	14,82%	-0,18%
NTN-B 2030	8,05%	7,94%	-0,11%
NTN-B 2055	7,57%	7,40%	-0,17%
Swap DI x Pré 12 meses	14,59%	14,89%	0,30%
CDS Brasil 10 anos	2,81%	2,83%	0,02%
Treasury 2 anos	3,99%	3,89%	-0,10%
Treasury 10 anos	4,24%	4,23%	-0,01%
Commodities			
Petróleo Brent	74,76	74,74	-0,03%
Minério de Ferro	103,90	103,85	-0,05%
Soja US$ (CBOT)	1.026	1.015	-1,07%

Fonte: Quantum Axis, S&P Platts, B3, elaboração própria

No mercado de renda variável, tal qual ocorreu em janeiro/25, houve um movimento de "risk on" no Brasil, muito puxado pela entrada de investidores estrangeiros no país. O IBX encerrou março/25 subindo +5,94%, enquanto o índice SMLL valorizou-se em +6,73%. Nos EUA, o movimento foi na direção contrária, com a tensão instalada pela guerra comercial iniciada por Donald Trump. Tanto o S&P (-5,75%) como o Russell 2000 (-6,99%) terminaram o mês em pronunciada queda.

Dos vinte e dois índices setoriais calculados pela Meta Asset Management, nada menos que dezenove experimentaram variação positiva no mês, enquanto apenas três ficaram no terreno negativo.

No mercado de renda fixa local, a queda do dólar e a entrada de recursos estrangeiros levou a um fechamento da curva na parte mais longa, prosseguindo o movimento mais forte observado desde o início do ano. No entanto, o segmento mais curto apresentou alta, com o discurso mais duro do COPOM. Enquanto o *swap* de doze meses subiu de 14,59% para 14,89% a.a. (+30 pontos-base), a taxa do DI de dez anos se moveu de 15,0% para 14,82% a.a. (-18 pontos-base), desinclinando a curva.

No mercado de NTN-Bs, a direção foi também de leve alívio nos cupons, tanto nos títulos mais curtos (2030: -11 pontos-base, de 8,05% para 7,94%

a.a.), como nos papéis mais longos (título 2055: -17 pontos–base, de 7,57% para 7,40% a.a.).

A curva de juros das *treasuries* dos EUA manteve-se praticamente estável, com uma expectativa de queda de mais 50 pontos-base no FED fund rate ainda em 2025. Enquanto o rendimento da *Treasury* de 2 anos decresceu levemente de 3,99% para 3,89% a.a, a taxa do título de 10 anos ficou praticamente constante em 4,23% a.a.

No mercado de câmbio, o Real continuou sua trajetória positiva em 2025, a partir de um deslocamento de capitais dos EUA para emergentes, se valorizando em +1,92% perante o dólar norte-americano em março/25. O DXY (-3,16%), que mede o comportamento do dólar perante uma cesta de moedas, corroborou essa percepção.

Nos mercados de *commodities* que mais interessam ao Brasil, observou-se variações sem um movimento unidirecional: minério-de-ferro (estável em US$ 103,85/tonelada), petróleo Brent (estável em US$ 74,74/barril) e a soja (-1,07%).

O Risco-Brasil, representado pelo *Credit Default Swap* (CDS de 10 anos), seguiu o mercado de juros e apresentou estabilidade em março/25, no patamar de 2,83% a.a.

CARTEIRA META VALOR E META 11 SMALL CAP FIA

O Meta Valor FIA atingiu desempenho de 5,95% versus 5,94% do IBX em março/2025.

O Meta 11 Small Cap FIA alcançou rentabilidade de +4,02% versus +6,73% do benchmark SMLL em março/25. No ano de 2025, o desempenho do fundo foi de 2,25% vis a vis 8,87% do SMLL no primeiro trimestre. Em 12 meses, a performance do produto chega a -13,43% versus -14,90% do SMLL. Desde o início do Governo Lula – janeiro/23), a cota sobe +14,85% versus -4,41% do SMLL.

O mercado acionário brasileiro registrou desempenho bastante positivo em março/25. Apesar de nada ter mudado em termos de fundamentos desde o final de 2024 (quando o mercado atingiu o pico de instabilidade), a percepção de ativos baratos mais a entrada de fluxo estrangeiro levaram a um otimismo generalizado nos pregões.

Destaque para papéis de setores mais ligados às empresas endividadas, as beneficiadas pela queda do dólar (ações com maior Beta em geral) e alguns papéis de baixa qualidade que haviam sido praticamente dizimados em preço em 2024.

Além disso, apesar da elevação de juros pelo BC, algumas ações do Governo vão na direção contrária para incentivar a economia (o que beneficia a bolsa) – crédito consignado privado, liberação total do FGTS para quem já tinha aderido ao FGTS saque-aniversário, proposta de isenção de IR para quem ganha até R$ 5 mil, proposta de antecipação de décimo-terceiro para o funcionalismo público e sugestão de elevação do teto para o programa Minha Casa, Minha Vida.

O bom humor continuou, sobretudo com o forte volume de investimentos estrangeiros que beneficiou a maioria dos países emergentes (saída de recursos dos EUA), prevalecendo a tese de que o mercado havia exagerado na precificação negativa no final de 2024.

Com isso, repetindo o movimento de janeiro/25, houve forte rebote mensal nos preços dos ativos brasileiros, dessa vez mais concentrado em ações e no Real. A curva de juros não teve fechamento expressivo, sobretudo pelo discurso ainda duro do COPOM. Cabe monitorar, no entanto, com mais atenção, os próximos números de produção industrial, serviços e vendas no varejo (todos vieram negativos por três meses consecutivos, de novembro/24 até janeiro/25), além de indicadores antecedentes. Agregue-se os números de inflação, que continuam bastante resistentes à queda. Além da atividade e IPCA, importante observar os dados fiscais, que parecem ter sido relevados a segundo plano pelo mercado, pelo menos nesse momento. Tudo isso vai influenciar nos próximos passos da política monetária, lembrando que seria muito positivo para o mercado enxergar um "teto" para a taxa SELIC.

No âmbito externo, atenção total aos próximos passos de Donald Trump em relação às tarifas, a escalada de uma guerra comercial pelo mundo e como isso direcionará fluxos de investimentos. Por outro lado, os pacotes fiscais anunciados por Alemanha e China podem ajudar a contrabalançar algum impacto potencial em atividade econômica mundial.

O mês de abril começa e nossa recomendação é a de uma composição equilibrada de carteira. Não é hora de ficar nem extremamente conservador (receio dos fundamentos brasileiros) e nem muito agressivo (dada a precificação atraente dos ativos). No entanto, se a tendência do fluxo estrangeiro permanecer, o movimento de alta do mercado deve continuar. Devemos buscar ações de boas empresas, que estejam claramente descontadas e com margem de segurança em termos de valuation. Companhias com elevada alavancagem e muito expostas ao dólar ainda devem ser ainda evitadas, dadas as incertezas.

Figura 3: Índices setoriais – Meta Asset – Mês de março/25

Índices Meta Asset	março/2025
Meta Índice Frigoríficos	29,4%
Meta Índice Construção Civil	16,5%
Meta Índice Varejo	15,8%
Meta Índice Locação de Veículos	12,9%
Meta Índice Tecnologia	11,5%
Meta Índice Supermercados	10,8%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	9,2%
Meta Índice Serviços Financeiros	7,0%
Meta Índice Shoppings Centers	6,3%
Ibovespa	6,1%
Meta Índice Exploração de Imóveis	6,1%
IBX	5,9%
Meta Índice Bancos	5,7%
Meta Índice Energia Elétrica	4,7%
Meta Índice Mineração	4,3%
Meta Índice Saúde	3,3%
Meta Índice Logística	2,8%
Meta Índice Siderurgia	2,8%
Meta Índice Agricultura	2,7%
Meta Índice Açúcar e Álcool	2,5%
Meta Índice Industria	0,0%
Meta Índice Água e Saneamento	-1,4%
Meta Índice Materiais Básicos	-3,0%
Meta Índice Aéreas	-8,0%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Dezenove índices setoriais estruturados pela Meta Asset (de vinte e dois no total) experimentaram variação positiva no mês de março/25.

Em primeiro lugar, aparece o segmento de frigoríficos (+29,4%), puxado por razões específicas de cada empresa. Destaques para a Minerva (+ 43%), JBS (+34%) e Marfrig (+34%).

Em seguida, colocou-se o setor de construção civil (+16,5%), em um mês em que o governo anunciou uma proposta de elevação dos limites do Programa Minha Casa, Minha Vida, beneficiando potencialmente incorporadoras de baixa renda. Menção para casos especiais como a Gafisa (+106%) e Eztec (+25%), além de Plano & Plano (15%) e Cury (14%) que são incorporadoras de baixa renda.

Em terceiro e quarto lugares aparecem nichos de alto Beta e que foram beneficiados pelo modo risk on do mercado: Varejo (+15,8%) e Locação de Veículos (+12,9%). Cite-se Magalu (+42%), Quero Quero (+25%), Movida (+38%) e Localiza (+21%).

Já o segmento de aéreas (-8,0%) continuou sendo impactado pelas graves questões financeiras que envolvem as principais empresas do setor. Menção para Azul (-15%) e Gol (-1%). **Enquanto isso, o nicho de materiais básicos (-3,0%)** teve um desempenho ruim, arrastado por ações de empresas de papel e celulose. Exemplos foram: Suzano (-6%) e Klabin (-5%).

Figura 3: Índices setoriais – Meta Asset – Ano de 2025

Índices Meta Asset	no ano
Meta Índice Construção Civil	26,8%
Meta Índice Supermercados	25,3%
Meta Índice Varejo	20,9%
Meta Índice Serviços Financeiros	17,8%
Meta Índice Tecnologia	15,9%
Meta Índice Bancos	13,1%
Meta Índice Saúde	10,5%
Meta Índice Agricultura	10,4%
Meta Índice Energia Elétrica	9,8%
Meta Índice Shoppings Centers	8,3%
Ibovespa	8,3%
IBX	8,2%
Meta Índice Mineração	5,3%
Meta Índice Frigoríficos	4,9%
Meta Índice Locação de Veículos	4,5%
Meta Índice Água e Saneamento	4,2%
Meta Índice Óleo Gás Petroquímico	2,9%
Meta Índice Logística	1,7%
Meta Índice Siderurgia	1,1%
Meta Índice Exploração de Imóveis	-0,7%
Meta Índice Industria	-2,9%
Meta Índice Materiais Básicos	-8,2%
Meta Índice Açúcar e Álcool	-12,4%

Fonte: Quantum Axis, elaboração própria

Em 2025, destaque positivo para os segmentos de construção civil (+26,8%) e supermercados (+25,3%). Já as menções mais negativas ficam para os indicadores de açúcar e álcool (-18,9%) e materiais básicos (-8,2%).

META Asset Management

FLASH REPORT
DIVULGAÇÃO DE COTAS

Fundos de Ações	Data	Valor da Cota	Mês	No Ano	Últimos 12M	PL Atual (mil)	PL Médio 12M (mil)	Estratégia	Data de Início
META VALOR RESP. LIMITADA FIA	31/03/2025	2,24338062	5,95%	5,31%	-20,97%	98.760	131.113	Ações IBrX Ativo	11/04/2006
IBX-100			5,94%	8,17%	2,04%				
IBOVESPA			6,08%	8,29%	1,68%				
META 11 SMALL CAP RESP. LIMITADA FIA	31/03/2025	0,90038600	4,02%	2,25%	-13,43%	21.800	12.876	Ações Small Caps Ativo,	11/04/2022
Small			6,73%	8,87%	-14,90%				
Total Estratégia Renda Variável						120.561	143.988		
Total AUM						120.561	143.988		

Indicadores	Data	Mês	No Ano	Últimos 12M
CDI	31/03/2025	0,96%	2,99%	11,23%
IPCA	31/03/2025	1,31%	1,47%	5,06%
IBrX - 100	31/03/2025	-4,99%	-4,99%	12,89%
SMLL	31/03/2025	6,73%	8,87%	-14,90%

DATA DE ENVIO
01/04/2025
DATA DE REFERÊNCIA
31/03/2025

As rentabilidades informadas estão líquidas de taxas de administração e performance.
META VALOR
Taxa de Administração: 2,50% a.a.
Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do IBX-100 FECHAMENTO (conceito marca d'água).
Resgate: D+1, D+2.
(*) A coluna 12 meses se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota do dia útil equivalente de 12 meses atrás.
(**) A tabela dos últimos 365 dias se refere a rentabilidade da cota data base (d-1) dividido pela cota de 365 dias atrás (d-365)

META 11 SMALL CAP FIA
Taxa de Administração: 2,50% a.a.
Taxa de Performance: 20% sobre o ganho que exceder a variação do ÍNDICE SMLL FECHAMENTO (conceito marca d'água).
Resgate: D+1, D+2.

Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do fundo garantidor de crédito - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise em um período de, no mínimo, 12 (doze) meses. . Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, Lâminas e Regulamento antes de investir. A rentabilidade divulgada não é liquida de

Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

Caso de investimento: LOG CP (LOGG3)

Histórico da Empresa

A LOG iniciou suas operações em 2008 como uma subsidiária da MRV, sob o nome MRV Logística e Participações. Ainda nesse ano, recebeu um investimento estratégico da Autonomy Investimentos, que adquiriu 35% de seu capital.

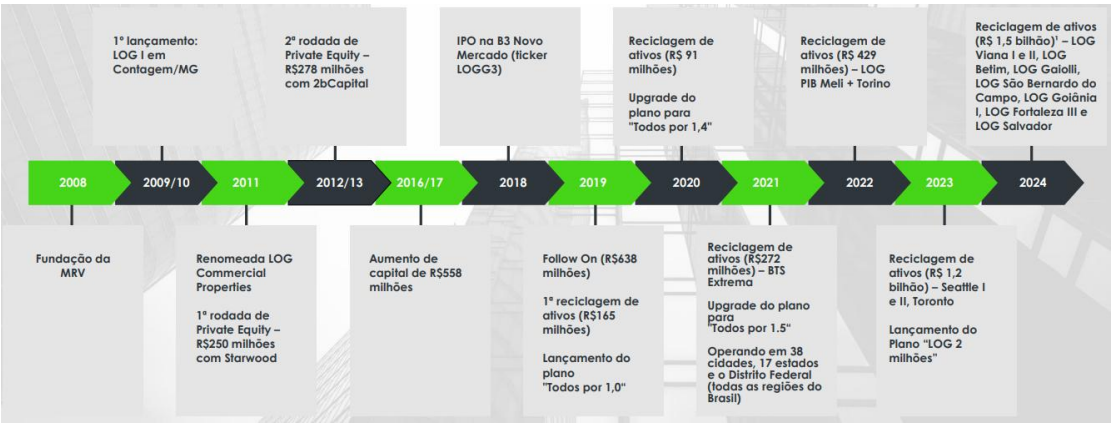
Em 2010, a Autonomy vendeu sua participação para a Conedi Participações, que permanece como um dos acionistas da companhia. No ano seguinte, a empresa recebeu seu primeiro investimento em private equity e passou a se chamar LOG Commercial Properties.

Em 2013, a LOG recebeu um novo aporte de private equity, desta vez do Bradesco FIP Mplus. Em 2018, realizou sua oferta pública inicial (IPO) no segmento Novo Mercado da B3.

Em 2019, lançou o plano TODOS POR 1, com o objetivo de entregar mais de 1 milhão de m² de ABL até 2024, por meio da construção de novos ativos. No final de 2020, devido à forte demanda por seus ativos e ao crescimento acelerado do e-commerce, a empresa revisou sua meta para TODOS POR 1.4, aumentando a previsão de entregas para 1,4 milhão de m² de ABL no mesmo período. Em julho de 2021, ampliou ainda mais seu plano de expansão para 1,5 milhão de m².

Em 2023, a LOG lançou o Plano LOG 2 Milhões, com a projeção de entregar 2 milhões de m² de ABL entre 2024 e 2028. Já em 2024, acelerou a venda de ativos, totalizando 413 mil m² comercializados, equivalentes a R$ 1,5 bilhão.

Figura 1 – Histórico da LOG



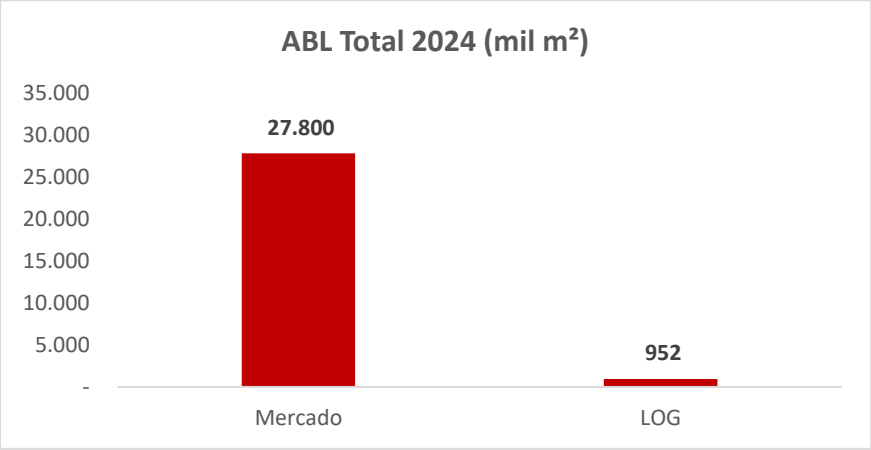
Fonte: LOG

O Mercado de Galpões Logísticos no Brasil

Estima-se que o mercado de galpões logísticos no Brasil tenha aproximadamente 180 milhões de m², dos quais apenas ~15% correspondem a ativos premium para locação, totalizando cerca de 28 milhões de m² de ABL. Esse dado evidencia um grande potencial de crescimento para esse segmento.

Com base nesses números, a LOG possui um market share estimado em aproximadamente 3,4% no segmento de galpões modulares premium e cerca de 0,6% considerando todo o mercado de galpões logísticos. No entanto, considerando as entregas realizadas em 2024, a empresa representou cerca de 20% da expansão da ABL do setor, indicando um crescimento contratado de participação de mercado para os próximos anos.

Figura 2 – O Mercado de Galpões Logísticos no Brasil



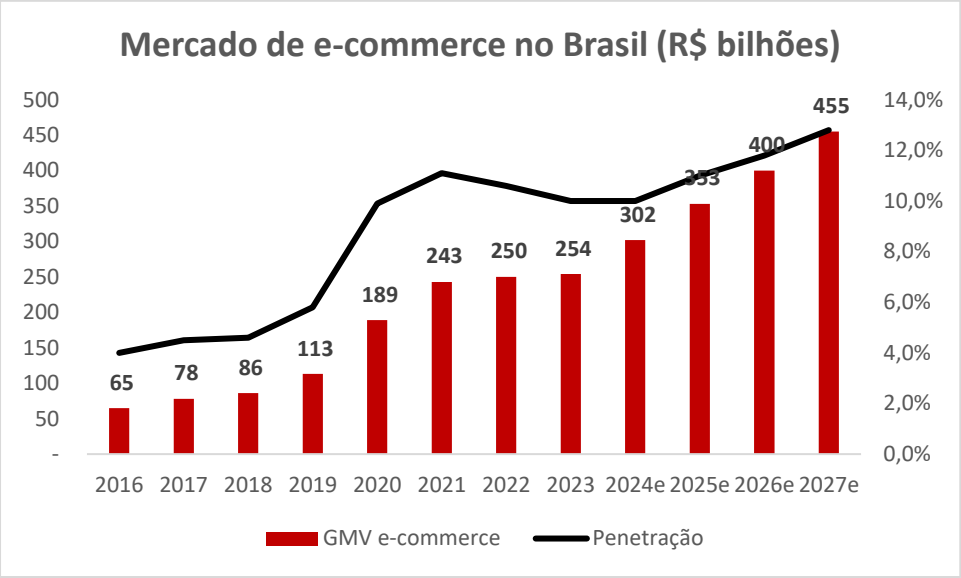
Fonte: Colliers, LOG

Figura 3 – ABL Entregue em 2024

Fonte: Colliers, LOG

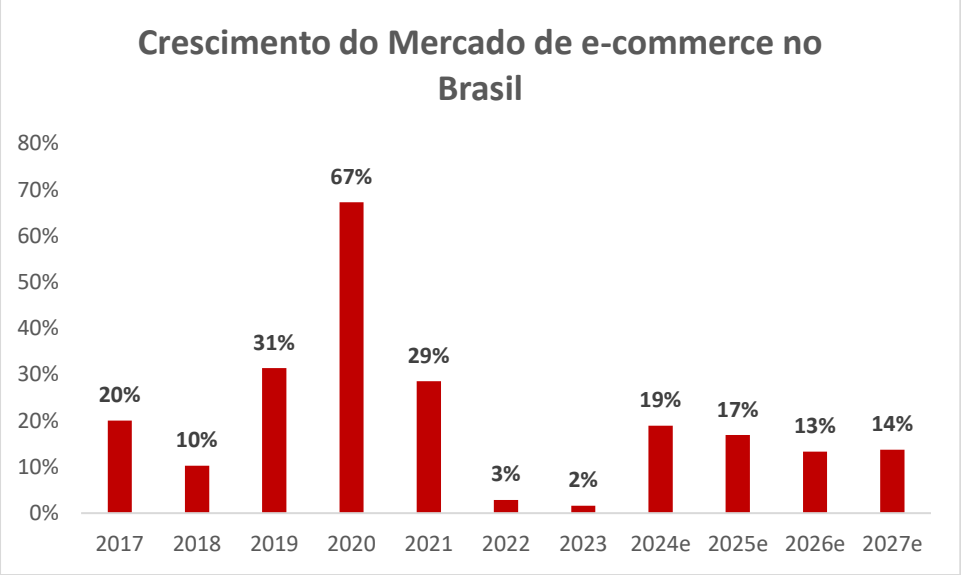
O setor de galpões logísticos está fortemente atrelado à demanda do e-commerce, mercado que deve crescer cerca de 15% ao ano nos próximos anos. Outros segmentos relevantes para a demanda, como alimentos e farmácias, também apresentam resiliência.

Figura 4 – O Mercado de e-commerce no Brasil



Fonte: Meta Asset

Figura 5 – Crescimento do Mercado de e-commerce no Brasil



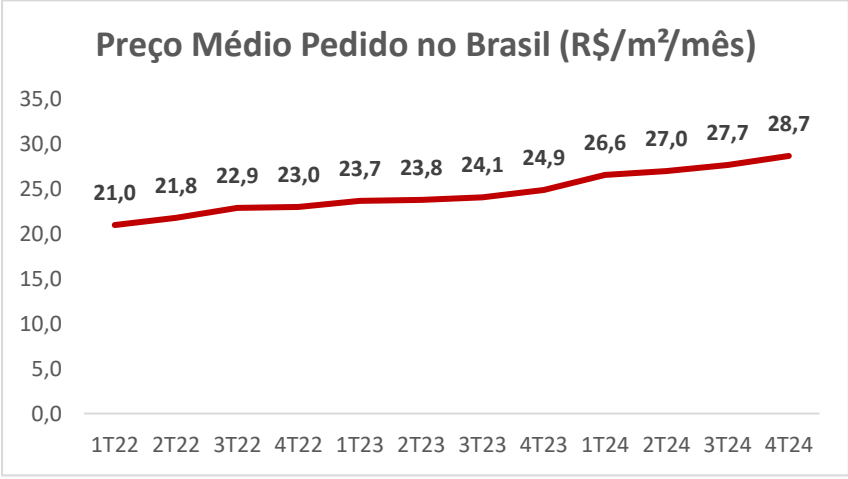
Fonte: Meta Asset

Figura 6 – Composição de Ocupação por Setores

Fonte: Colliers, Itaú BBA

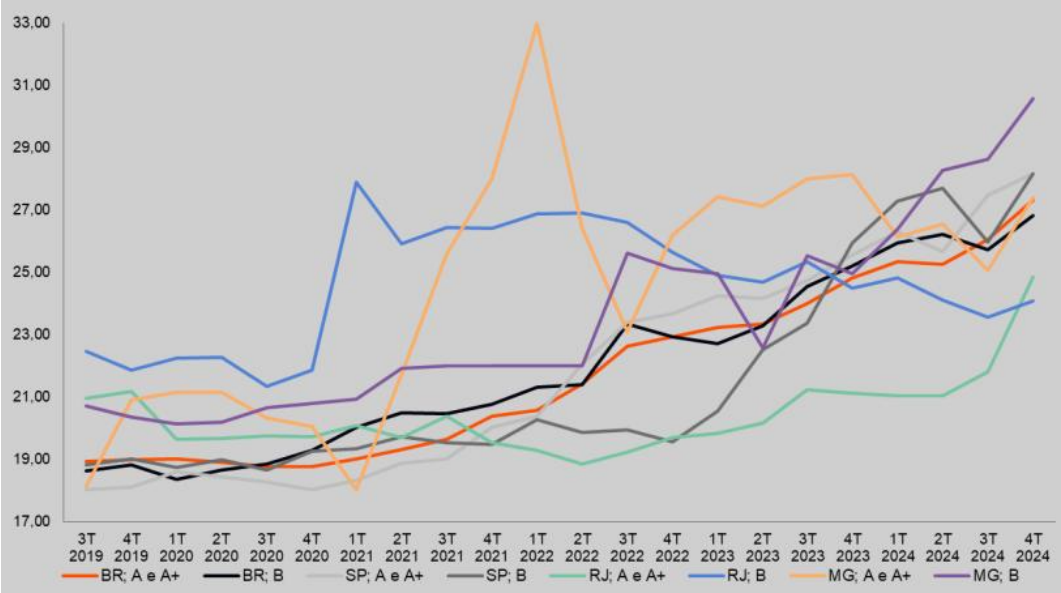
Desde a pandemia, impulsionado pelo aumento significativo do e-commerce, o setor tem registrado uma forte valorização dos preços de locação, que atingiram R$ 28,80/m² no 4T24. Considerando os ativos de padrão A e A+ no Brasil, o preço médio de locação registrou um CAGR de aproximadamente 8% nos últimos cinco anos, acima da inflação do período. O cenário segue favorável para novos reajustes, dado o aquecimento da demanda e a oferta limitada de ativos premium, como os oferecidos pela LOG.

Figura 7 – Preço Médio Pedido/m² no Brasil



Fonte: Colliers

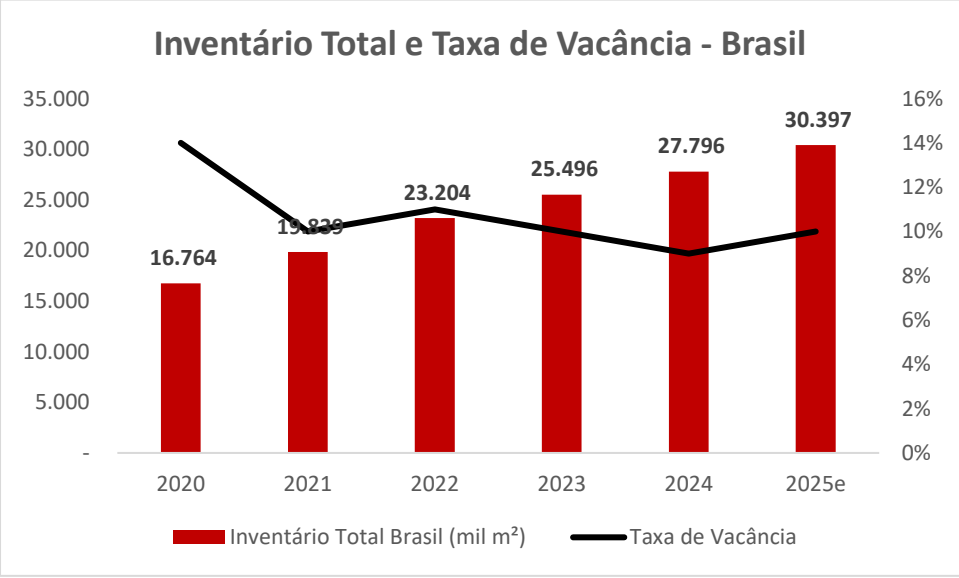
Figura 8 – Preço Médio Pedido/m² no Brasil



Fonte: Colliers, Itaú BBA

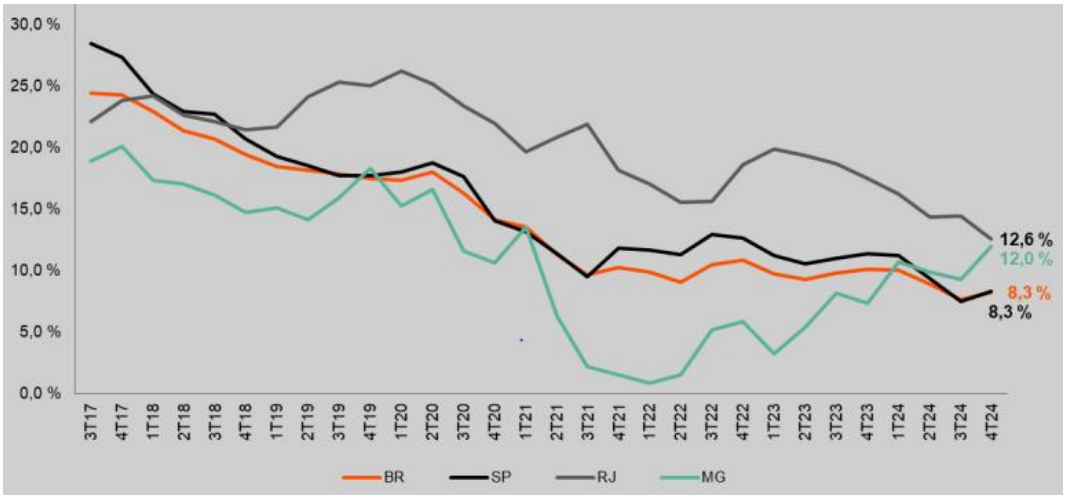
Para 2025, a expectativa é de uma entrega de 2,6 milhões de m² de ABL, representando um crescimento de cerca de 9% na ABL total em operação para galpões Classe A. Ainda assim, esse volume deve ficar abaixo dos últimos anos, impactado pelo aumento das taxas de juros, o que deve manter a taxa de vacância próxima de 10%, em linha com o histórico recente.

Figura 9 – Inventário Total e Vacância no Brasil



Fonte: Colliers

Figura 10 – Taxa de Vacância por Região



Fonte: Colliers, Itaú BBA

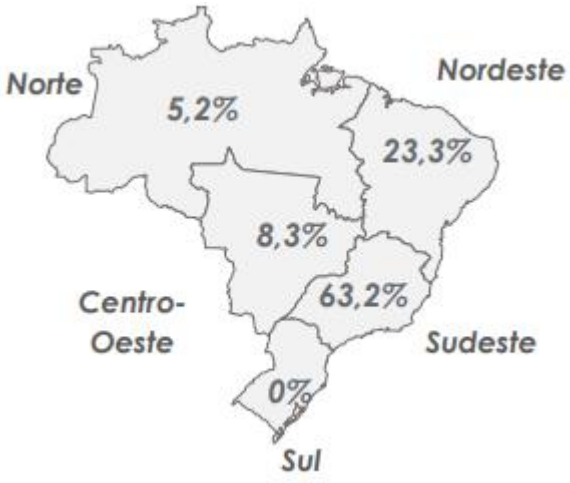
O fato de o preço médio dos aluguéis ter crescido acima da inflação nos últimos anos, combinado com a redução da vacância e um aumento de aproximadamente 70% no estoque total de ABL, demonstra um forte poder de barganha dos proprietários. Esse cenário reforça a perspectiva positiva para a valorização dos preços no curto e médio prazo.

Modelo de Negócios

A LOG atua no desenvolvimento e locação de galpões logísticos, sendo uma das principais empresas integradas do setor. A companhia se destaca pela qualidade de seus ativos, 100% classificados como Classe A, beneficiando-se do movimento de "Flight to Quality" no e-commerce, no qual empresas buscam instalações modernas e eficientes.

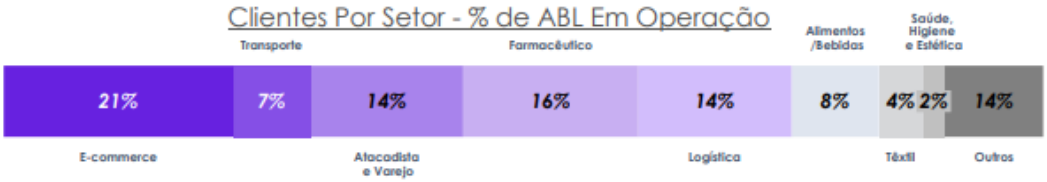
Com ampla diversificação geográfica e flexibilidade para atender diferentes operações logísticas, a LOG está presente em 38 cidades, distribuídas por 17 estados e o Distrito Federal. Estima-se que 58% da população brasileira resida próxima a um galpão da empresa. Além disso, a LOG é a única grande desenvolvedora de galpões fora do Sudeste, aproveitando-se da baixa concorrência. Com a expansão das operações dos clientes para outras regiões e a padronização dos galpões, a diferença no ticket médio em relação ao Sudeste vem diminuindo, justamente onde estão as principais avenidas de crescimento da companhia.

Figura 11 – Diversificação Geográfica da LOG



Fonte: LOG

Figura 12 – Diversificação Setorial da LOG



Fonte: LOG

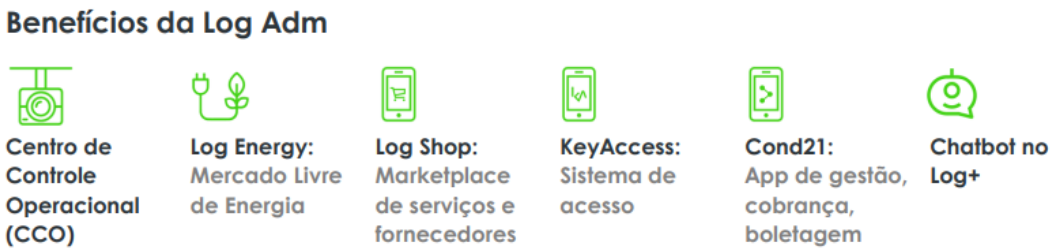
O ciclo de negócios da LOG é estruturado em cinco etapas:

1. **Desenvolvimento Imobiliário** – Etapa de 9 a 12 meses que envolve a identificação de terrenos e aprovação de projetos. Esse processo inclui a prospecção de clientes, análise do mercado local (concorrência, preços, vacância) e busca por terrenos estratégicos. A regularização dos terrenos envolve due diligence, mapeamento de restrições e obtenção das licenças necessárias.
2. **Construção** – Com duração aproximada de 12 meses, essa fase é focada na otimização do armazenamento e controle de custos. A LOG possui equipe própria para execução das obras e uma cadeia de suprimentos nacional, permitindo que o custo de construção evolua abaixo do INCC.
3. **Locação** – A empresa mantém uma base diversificada de clientes, evitando concentração excessiva (setor com maior participação <

21% e maior cliente com apenas 9% da carteira). Atualmente, conta com 157 clientes e 204 contratos ativos, com reajustes acima da inflação.

4. **Gestão e Administração de Ativos** – A LOG ADM, criada em 2019, gerencia mais de 1,7 milhão de m², incluindo ativos vendidos. Esse serviço melhora a estabilidade operacional dos clientes e reforça a fidelização, refletida em altos índices de NPS.
5. **Reciclagem de Ativos** – A LOG vende ativos maduros a preços superiores ao custo de construção, gerando capital para novas expansões e dividendos.

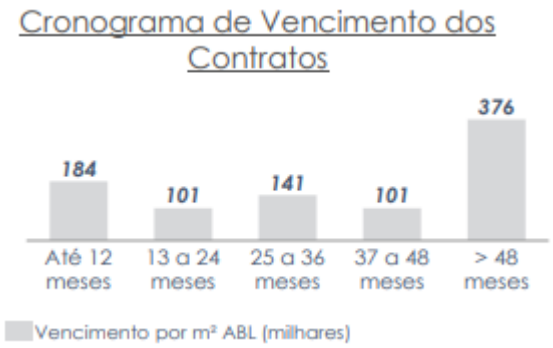
Figura 13 – Benefícios da LOG Adm



Fonte: LOG

A maioria dos contratos de locação firmados possui prazos que variam majoritariamente de três a cinco anos, mas existem contratos firmados de um a dez anos. Em sua maioria, os contratos celebrados contam com algum tipo de garantia para o pagamento em caso de inadimplência do cliente (por exemplo, carta fiança, seguro fiança, depósito caução e/ou fiador).

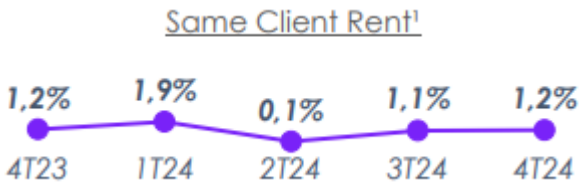
Figura 14 – Vencimento dos Contratos da LOG



Fonte: LOG

Os contratos são reajustados anualmente por um indexador de inflação. Cerca de 98,5% do backlog de contratos (saldo remanescente a faturar até o final dos contratos) prevê correção pelo IPCA e 1,5% pelo IGPM, sendo que 94% dos contratos (em termos de ABL) foram renovados, indicando forte capacidade de retenção de clientes. Além disso, a companhia vem apresentando reajustes consecutivos acima da inflação, indicando um forte poder de barganha.

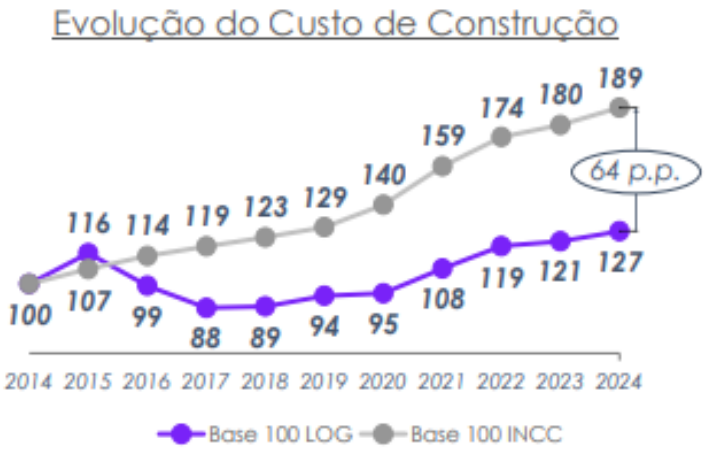
Figura 15 – Reajuste Real dos Contratos da LOG



Fonte: LOG

A empresa se beneficia de uma operação verticalizada, abrangendo desenvolvimento, locação e reciclagem de ativos. Com expertise compartilhada da MRV, a LOG constrói a custos altamente competitivos, reduzindo o custo de construção em cerca de 20% nos últimos anos.

Figura 16 – Evolução do Custo de Construção da LOG

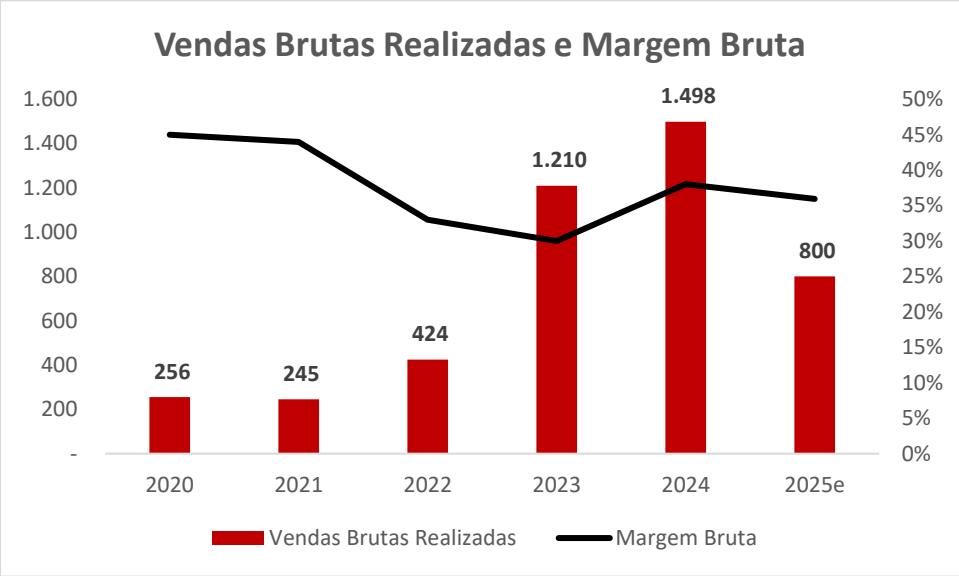


Fonte: LOG

Estimamos que o custo de construção da LOG gire atualmente em cerca de R$ 1.700/m², com custo de terreno em ~R$ 350/m², totalizando um custo total de desenvolvimento de cerca de R$ 2.050/m², enquanto os

preços de mercado giram em torno de R$ 3.500/m². Mesmo assumindo uma queda para R$ 3.200/m², em função da alta de juros e aumento da taxa de desconto, a empresa ainda apresentaria uma margem bruta de ~36% nessa operação, ainda acima da média do setor de incorporação.

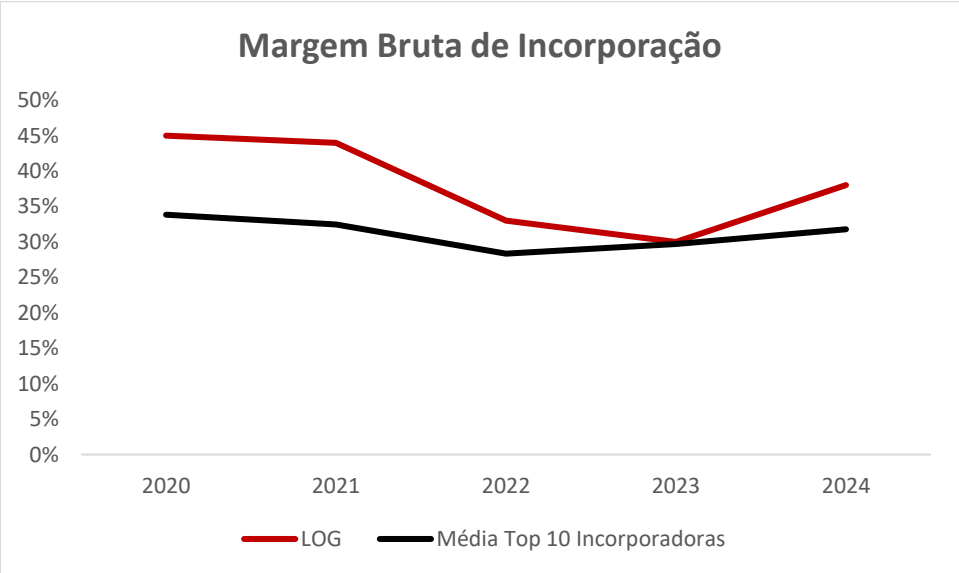
Figura 17 – Margem Bruta de Incorporação da LOG



Fonte: LOG

Para efeitos de comparação, a Margem Bruta das incorporadoras listadas gira em torno de ~32%. Para esse estudo, consideramos as 10 maiores empresas de incorporação listadas.

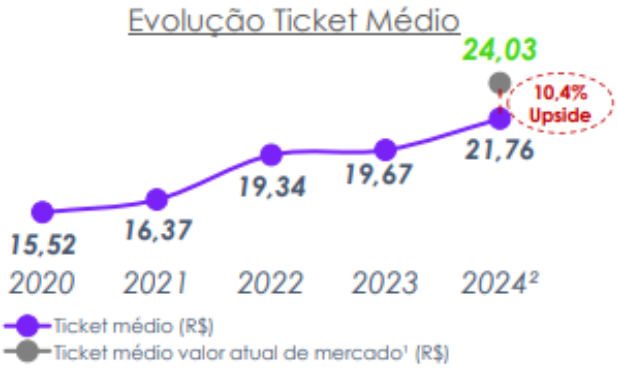
Figura 18 – Margem Bruta de Incorporação



Fonte: LOG, RI das Companhias

Após construir seus ativos a ~R$ 2.050/m², a LOG os aluga por pelo menos ~R$ 20/m²/mês, corrigidos pela inflação. O ticket médio consolidado em 2024 foi de R$ 21,76/m²/mês, com crescimento de 10,6%. No 4T24, as novas entregas (~189 mil m²) foram precificadas a R$ 28,83/m²/mês, com 90% de pré-locação. Apenas ajustando o portfólio atual aos preços de mercado, o ticket médio consolidado atingiria R$ 24,03/m², uma alta de 10,4%.

Figura 19 – Ticket Médio da LOG



Fonte: LOG

Ainda assim, considerando apenas o ticket médio reportado no 4T24, vemos uma receita anual de ~R$ 260/m², representando um yield de ~12% frente ao custo estimado de construção (Yield on Cost). Como investidores estratégicos e fundos imobiliários aceitam um Cap Rate de ~8% a ~9%, a companhia consegue arbitrar a diferença entre o custo de desenvolvimento e o valor de mercado, capturando ganhos no processo de reciclagem.

Portanto, a rentabilidade de um projeto da LOG pode ser decomposta em: Yield-on-Cost (Resultado de Locação) + Lucro do Desenvolvimento. Como os contratos são indexados à inflação, e o valor de venda do ativo tende a acompanhar o crescimento real da economia, podemos considerar essa rentabilidade em termos reais. Em um projeto padrão, como discutido anteriormente, com custo de desenvolvimento de ~R$ 2.050/m², receita anual de ~R$ 290/m² (considerando o portfólio atual a preços de mercado), temos uma rentabilidade anual da Locação de ~12% em termos reais (considerando tributação de 14,53% sobre a receita de locação).

O segundo componente do retorno se dá pelo lucro no desenvolvimento. Assumindo, em termos reais, um valor de venda de R$ 3.200/m², temos uma Margem Bruta de ~36%, ou Lucro de ~56%. Se o ativo for vendido após 10 anos de operação, temos um adicional de retorno anual de ~4% em termos reais (considerando tributação de 6,73% sobre o valor de venda).

Figura 20 – Vendas Recentes da LOG

Período	ABL Vendida (mil m²)	Valor de Venda (R$ milhões)	Preço/m² (R$)
4T19	62	202	3.258
4T20	48	146	3.024
2T21	77	273	3.545
3T22	151	424	2.811
2T23	184	734	3.989
2T23	71	165	2.324
3T23	30	104	3.433
3T23	91	207	2.275
2T24	138	510	3.691
3T24	32	120	3.750
3T24	42	135	3.214
3T24	52	250	4.808
4T24	150	484	3.227
Média			**3.334**

Fonte: LOG

Somando os componentes da locação e do desenvolvimento, em um projeto padrão com 10 anos de operação, vemos uma TIR Real de ~14%, ou ~18% em termos nominais, bem acima de seu custo de capital ponderado. Além disso, destacamos que a TIR dos projetos recentes tende a ser maior que isso, dado que estão rodando com ticket médio mensal de ~R$ 28/m², o que elevaria o yield da locação pós despesas operacionais para ~13% (+ 3 p.p frente à média do portfólio).

Figura 21 – Premissas de um Projeto Padrão da LOG

Custo de Construção (R$/m²)	2.050
Ticker Médio Mensal (R$/m²)	24
Valor de Venda (R$/m²)	3.200
Prazo para Venda (anos)	10
Tributação Locação (% Receita)	14,5%
Tributação Vendas (% Venda)	6,7%

Fonte: LOG

Figura 22 – TIR de um Projeto Padrão da LOG

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Custo de Desenvolvimento	(2.050)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Locação	-	246	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Venda do Ativo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.985
FCF	**(2.050)**	**246**	**246**	**246**	**246**	**246**	**246**	**246**	**246**	**246**	**3.231**
TIR Real	**14,3%**										

Fonte: LOG

Lembrando que, quanto antes o ativo for vendido, maior a TIR da operação nesse caso. Caso o ativo seja vendido após 5 anos de operação, a TIR do projeto seria de ~19%.

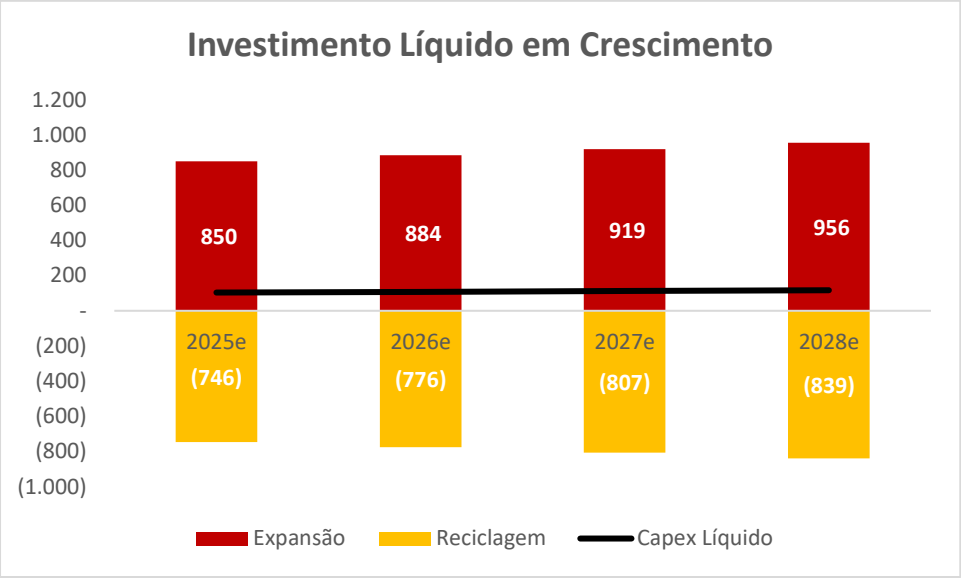
Figura 23 – TIR de um Projeto de 5 Anos da LOG

	0	1	2	3	4	5
Custo de Desenvolvimento	(2.050)	-	-	-	-	-
Resultado Locação	-	246	246	246	246	246
Venda do Ativo	-	-	-	-	-	2.985
FCF	**(2.050)**	**246**	**246**	**246**	**246**	**3.231**
TIR Real	**18,3%**					

Fonte: LOG

Além de elevar de forma significativa a rentabilidade do projeto, o processo de reciclagem permite crescimento com baixa necessidade de capital. Pelo Plano LOG 2 Milhões, a empresa prevê entregar 500 mil m²/ano (~425 mil m² %LOG, assumindo 85% de participação média nos projetos) e reciclar 250 mil m², resultando em expansão líquida de ~175 mil m²/ano. Assim, a ABL locável dobraria em quatro anos, com 85% do capex financiado pela reciclagem de ativos, minimizando a necessidade de endividamento adicional.

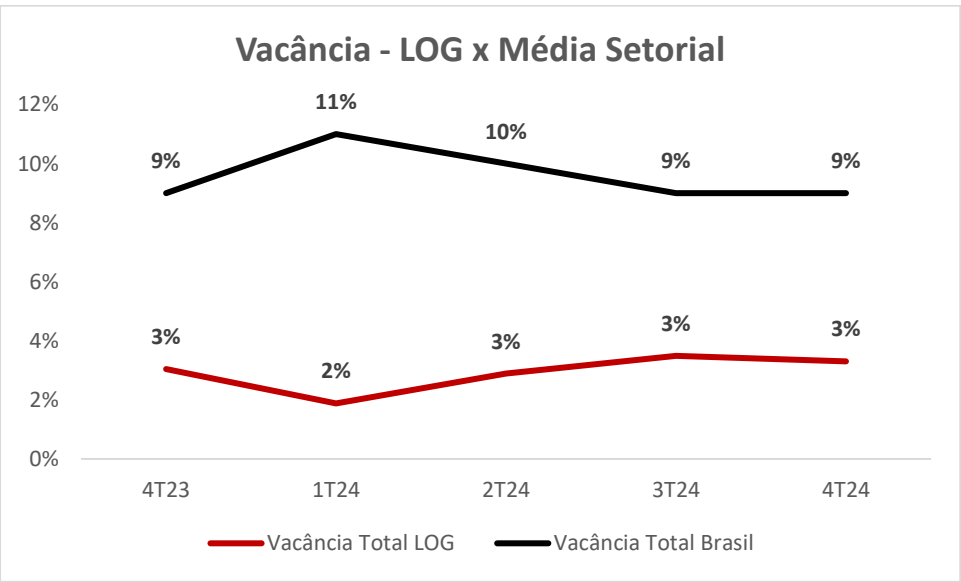
Figura 24 – Investimento Estimado da LOG



Fonte: LOG

Outro pilar estratégico da LOG é sua atuação em galpões modulares, que atendem diferentes setores e facilitam a adaptação dos clientes. Diferentemente do modelo Built-to-Suit, os galpões modulares reduzem vacância e ampliam o poder de barganha. Enxerga-se essa vantagem competitiva quando comparamos a Vacância Total da LOG com a média do setor.

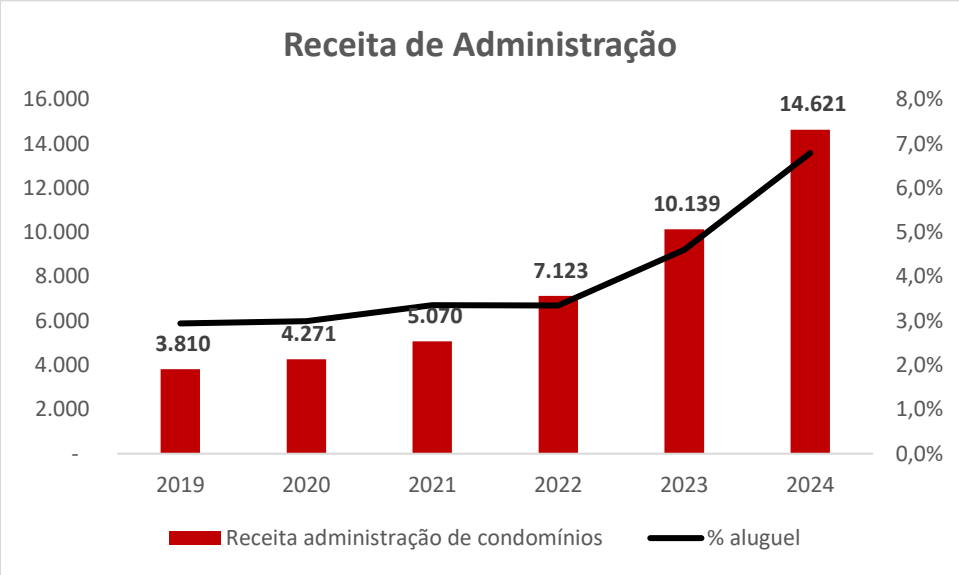
Figura 25 – Vacância da LOG x Média do Setor



Fonte: LOG, Colliers

Além do desenvolvimento e locação, a LOG vem expandindo sua presença na administração de ativos, principalmente para fundos imobiliários. Nesses contratos, a empresa recebe ~R$ 1,00/m²/mês pela ABL administrada a terceiros. É um segmento ainda incipiente, mas que vem apresentando forte crescimento nos últimos anos, principalmente com a aceleração do processo de venda de ativos, e que deveria continuar ganhando representatividade no todo para frente. Essa linha de receita é muito benéfica ao resultado operacional, dado que é um modelo fee-based, com margens elevadas, e que ajuda a diluir as despesas. Inclusive, espera-se que, no médio/longo prazo, essa linha supere nominalmente o G&A da companhia, o que deve aumentar significativamente as margens consolidadas.

Figura 26 – Receita de Administração da LOG



Fonte: LOG

Em resumo, a LOG apresenta quatro grandes vantagens competitivas:

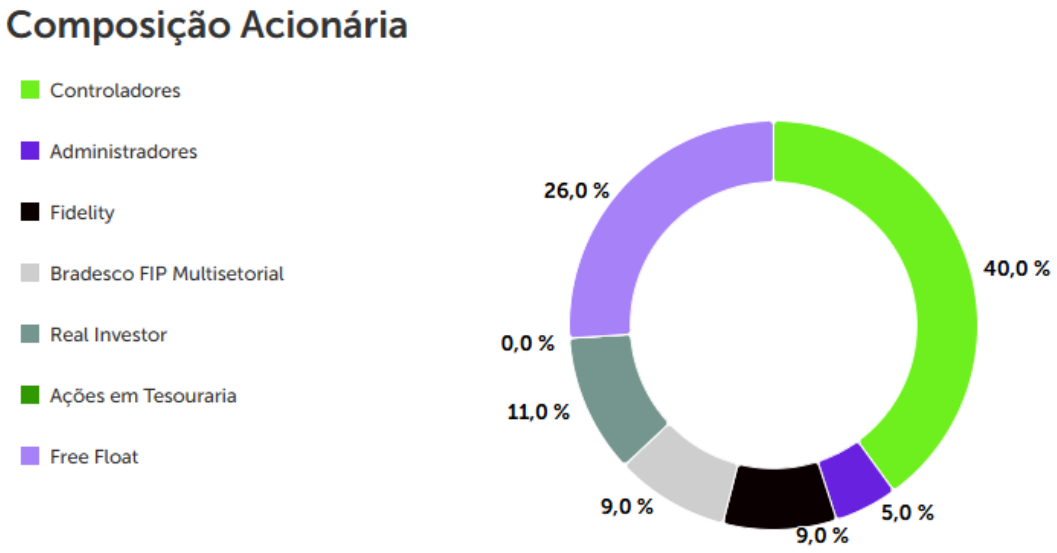
1. **Operação Integrada** – A verticalização do negócio garante rentabilidade superior e cria barreiras de entrada.
2. **Diversificação Geográfica e Setorial** – Reduz riscos específicos e confere resiliência operacional.

3. **Galpões Modulares Classe A** – Menor vacância e maior flexibilidade para atender diferentes clientes.
4. **Flight to Quality** – A demanda crescente por ativos premium impulsiona os preços e reforça o poder de barganha da companhia.

Governança

A LOG é controlada pela família Menin, também acionista majoritária de empresas como MRV e Banco Inter. Originalmente, a LOG surgiu dentro da MRV, mas posteriormente foi desmembrada e listada no mercado. Além da família Menin, a empresa conta com acionistas relevantes, como Real Investor, Bradesco e Fidelity, além da participação de seus próprios diretores.

Figura 27 – Composição Acionária da LOG



Fonte: LOG

Consideramos positivo o fato de a LOG operar de forma independente, sem relações significativas com outras empresas do grupo. A presença de Rubens Menin na presidência do conselho reforça a visão estratégica da companhia.

Outro ponto de destaque é a liderança de Sérgio Fisher como CEO. Com passagem pela MRV entre 1997 e 2004, Fisher atua na LOG desde 2008

como Diretor Executivo. Sua experiência e permanência no cargo garantem continuidade na gestão. Além disso, seu alto nível de participação acionária demonstra um forte alinhamento de interesses com os investidores.

Análise Financeira

A análise da LOG exige atenção a particularidades contábeis que podem distorcer a percepção inicial dos resultados. A companhia opera em três frentes principais: Desenvolvimento Imobiliário (semelhante a uma incorporadora), Locação e Gestão de Condomínios. No entanto, por ser classificada como uma empresa de Propriedades Comerciais, a contabilização do desenvolvimento imobiliário difere do modelo tradicional de incorporadoras.

As vendas impactam o fluxo de caixa, mas não aparecem integralmente na Demonstração de Resultados (DRE). Em vez disso, o reconhecimento contábil ocorre por meio da Variação do Valor Justo de Propriedades para Investimento (PPI), que reflete o lucro gerado a partir das entregas. Essa variação, no entanto, é acompanhada por despesas associadas à diferença entre o valor de venda e o NAV do ativo, além de impostos. Por ser um item sem impacto direto no caixa e de difícil modelagem, muitos analistas excluem essa linha das projeções e focam apenas nos resultados de locação e administração.

Entretanto, a recorrência das vendas tem tornado essa linha cada vez mais relevante para os resultados consolidados da empresa, e ignorá-la pode comprometer a análise. Em 2024, por exemplo, a Variação do Valor Justo de PPI foi de R$ 438 milhões na DRE, enquanto as Despesas com Venda de Ativos somaram R$ 117 milhões. O resultado operacional gerado, de R$ 321 milhões, superou amplamente o EBITDA de Locação do período, que foi de R$ 162 milhões. Assim, o EBITDA de Desenvolvimento representou 38% do EBITDA consolidado em 2023 e saltou para 67% em 2024.

Figura 28 – Variação do Valor Justo de PPI no Resultado

	Consolidado		Individual	
	2024	2023	2024	2023
Variação do valor justo de PPI	**439.298**	258.596	**16.133**	1.860
PIS/COFINS diferido	**(1.297)**	(798)	**-**	-
Variação do valor justo de PPI no resultado	**438.001**	257.798	**16.133**	1.860

Fonte: LOG

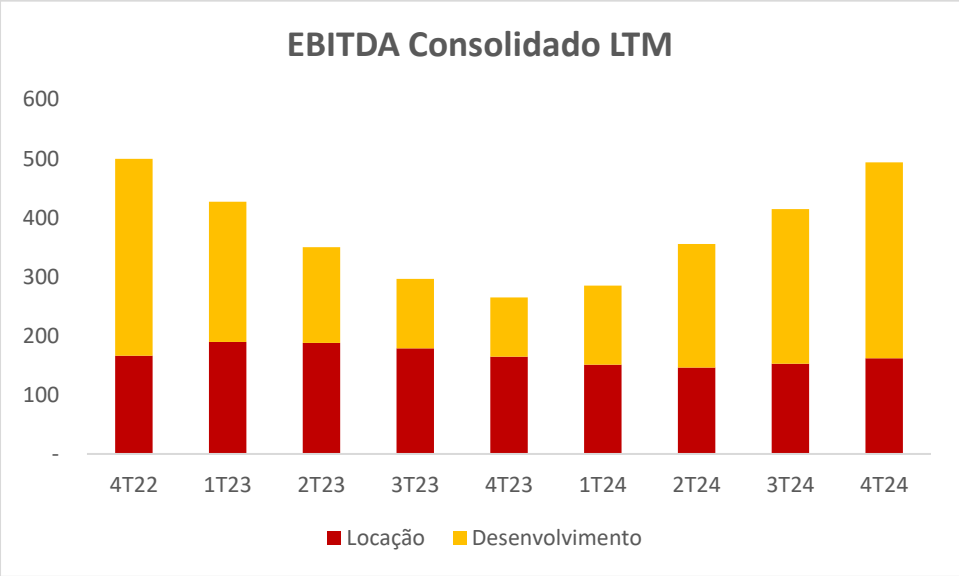
Figura 29 – Despesas com Vendas de Ativos

	Efeito total da transação								
	Plaza Tapajós	Seattle III		LGCP11		Roma	Seattle IV		Total
		LOG Via Expressa	LOG Salvador	LOG Gaiolli	LOG Viana	LOG Goiânia	LOG Viana II	LOG Fortaleza III	
Receita de venda de ativos e outras receitas relacionadas	1.950	176.403	341.489	39.562	76.755	135.017	183.789	327.085	1.282.050
Baixa de PPI	(2.106)	(181.366)	(326.628)	(39.782)	(76.963)	(135.133)	(176.717)	(315.800)	(1.254.495)
PIS e COFINS	(180)	(6.439)	(12.464)	(3.659)	(2.802)	(4.928)	(6.708)	(11.939)	(49.119)
Demais custos [1]	(13)	(10.440)	(27.563)	(2.815)	(2.304)	(2.743)	(15.576)	(27.514)	(88.968)
Outras receitas (despesas) operacionais, líquidas	(349)	(21.842)	(25.166)	(6.694)	(5.314)	(7.787)	(15.212)	(28.168)	(110.532)
Imposto de renda e contribuição social	(467)	(2.282)	(6.953)	-	(1.197)	(1.863)	(4.494)	(6.538)	(23.794)
PIS e COFINS (Valor justo)	-	3.735	4.225	-	1.383	2.720	1.382	4.190	17.635
Resultado líquido da venda	(816)	(20.389)	(27.894)	(6.694)	(5.128)	(6.930)	(18.324)	(30.516)	(116.691)

[1] Inclui ajuste a valor presente para as parcelas não recebidas.

Fonte: LOG

Figura 30 – EBITDA Consolidado da LOG

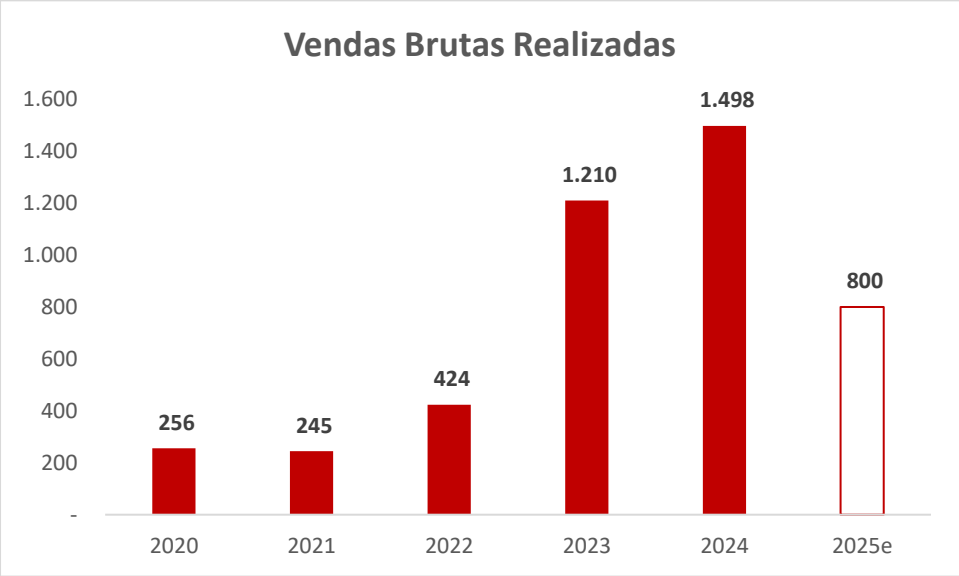


Fonte: LOG

A exclusão desse item pode fazer sentido para empresas de propriedades comerciais cujo foco não é o desenvolvimento imobiliário, mas esse não é o caso da LOG. A reciclagem de ativos é parte fundamental de seu modelo de negócios, viabilizando maior rentabilidade e financiando o crescimento. Ainda que os volumes de 2023 e 2024 tenham sido extraordinários, a

companhia projeta vendas recorrentes de R$ 800 milhões a R$ 900 milhões ao ano para sustentar sua expansão. Considerando as margens históricas, excluir essa marcação contábil na DRE significa ignorar boa parte da geração de valor desse segmento à primeira vista.

Figura 31 – Vendas Brutas de Ativos da LOG



Fonte: LOG, Meta Asset

Vale ressaltar que essa questão impacta apenas os números contábeis, não a geração real de caixa da LOG. No entanto, a exclusão desse item nas projeções de consenso pode afastar investidores. Sem ele, a empresa aparenta estar excessivamente alavancada, com baixo crescimento e um ROIC em patamares reduzidos. Porém, ao incorporar o desenvolvimento imobiliário na análise, os números tornam-se mais atrativos.

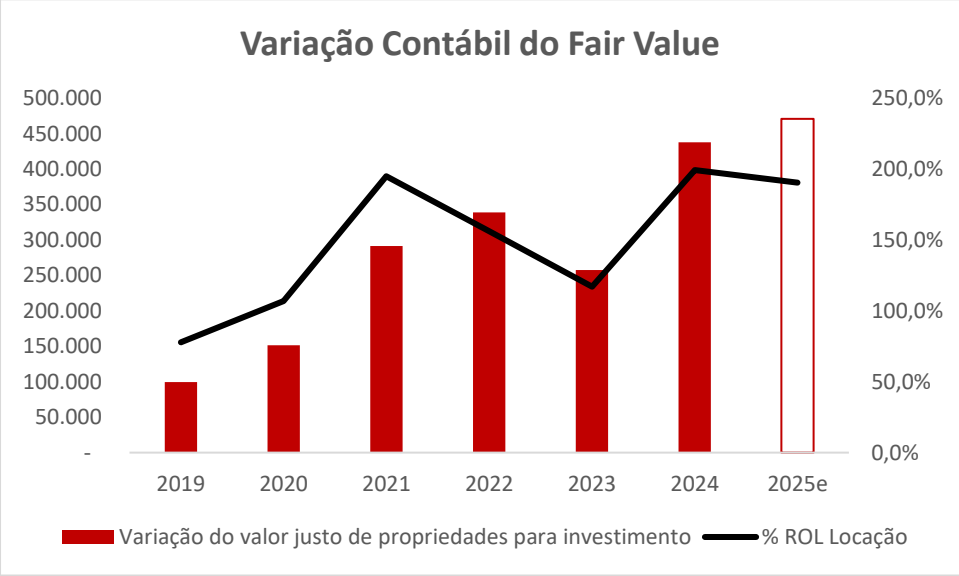
A projeção da linha de Variação do Valor Justo de PPI considera a diferença entre o custo contábil da construção e o valor justo do ativo, definido por consultoria especializada, quando o projeto sai da fase de construção e é entregue. Atualmente, estima-se um custo de construção de R$ 2.050/m² e um preço médio de venda de R$ 3.200/m². Aplicando essa diferença sobre o volume entregue de ABL (%LOG), estimado em 425 mil m² ao ano, e considerando a incidência de 3,65% de PIS/COFINS, projeta-se um impacto de R$ 470 milhões na DRE em 2025, frente a R$ 438 milhões em 2024.

Figura 32 – Estimativa de Variação do Fair Value em 2025

Lucro (R$/m²) Pre-Tax	**1.150**
Preço/m²	*3.200*
Custo/m²	*2.050*
Lucro (R$/m²) Post-Tax	**1.108**
ABL Entregue (m²)	**425**
Variação Fair Value (R$ mn)	**471**

Fonte: Meta Asset

Figura 33 –Variação Histórica e Projetada do Fair Value



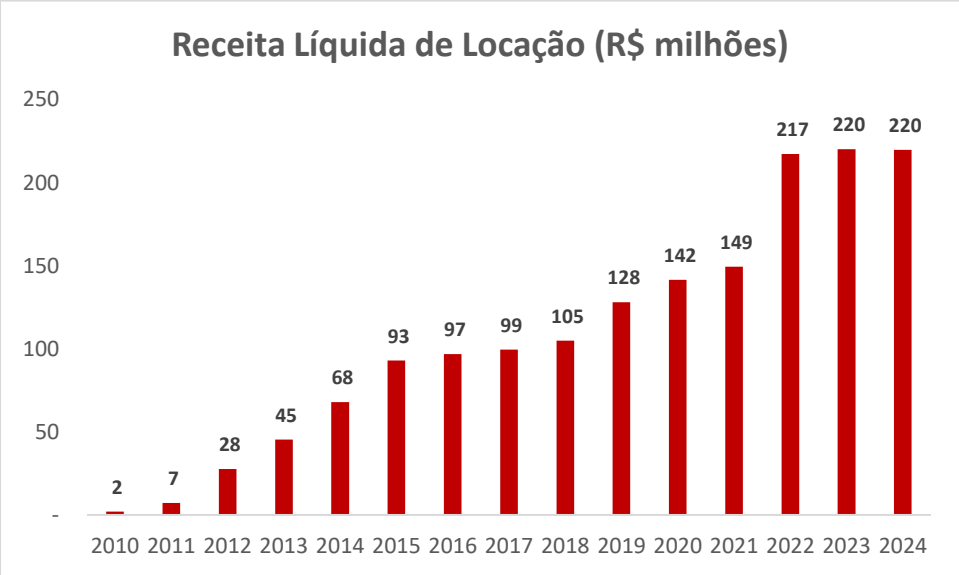
Fonte: LOG, Meta Asset

Já as Despesas com Venda de Ativos são mais difíceis de modelar, pois dependem da diferença entre valor de venda e NAV, além de impostos específicos e outras despesas. Como referência, estima-se um percentual recorrente de aproximadamente 25% da linha de Variação do Valor Justo de PPI, o que resultaria em um Resultado Operacional Recorrente de Desenvolvimento na casa de R$ 370 milhões — um valor muitas vezes ignorado pelo mercado, mas que influencia diretamente a análise de alavancagem e múltiplos.

No segmento de locação, a empresa registrou forte crescimento na última década, mas houve uma estagnação nos últimos anos devido à aceleração

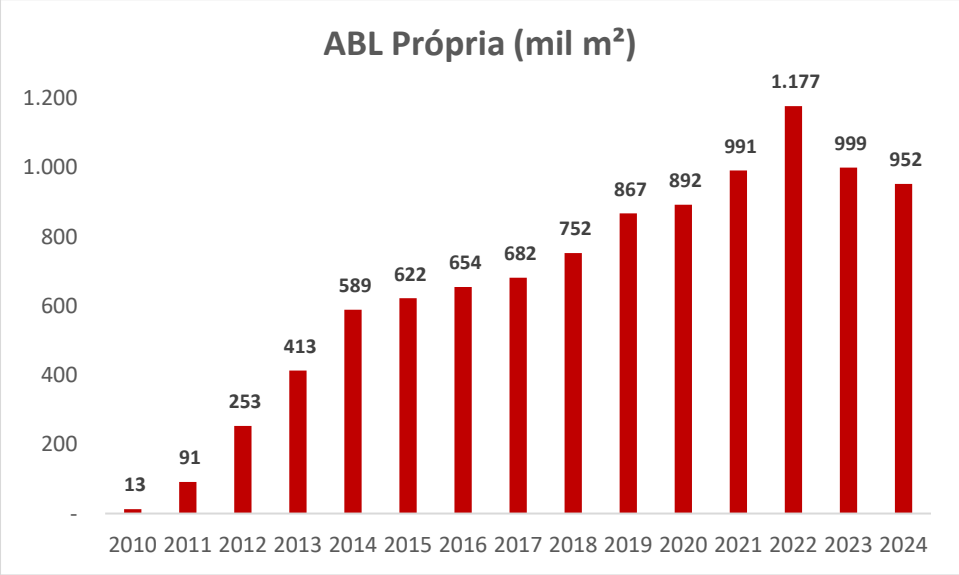
das vendas de ativos, que reduziram temporariamente a ABL. Esse efeito, no entanto, foi parcialmente compensado pela valorização do ticket médio, principalmente após a pandemia. Como discutido, a LOG planeja dobrar de tamanho nos próximos três a quatro anos e tem um aumento de ticket médio contratado, apenas com a renovação dos contratos vigentes, o que deve impulsionar sua receita.

Figura 34 – Receita Líquida de Locação da LOG



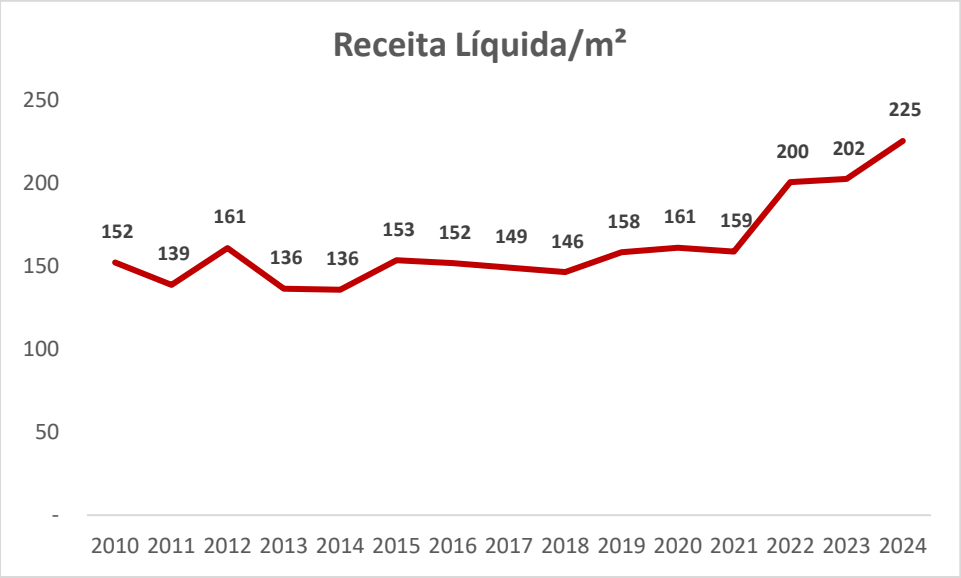
Fonte: LOG

Figura 35 – ABL Própria da LOG



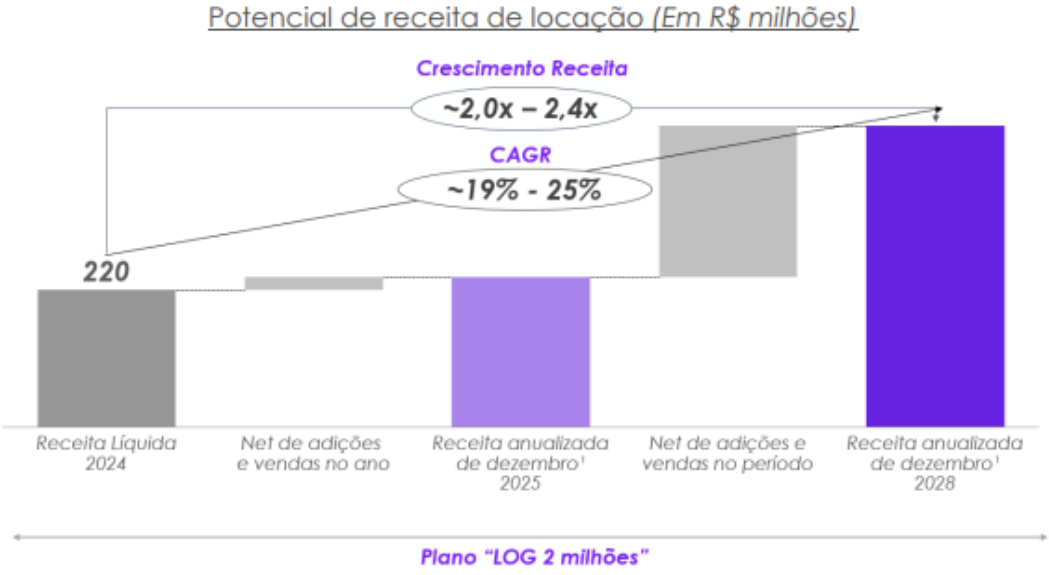
Fonte: LOG

Figura 36 – Receita Líquida/m² da LOG



Fonte: LOG

Figura 37 – Potencial de Receita de Locação da LOG

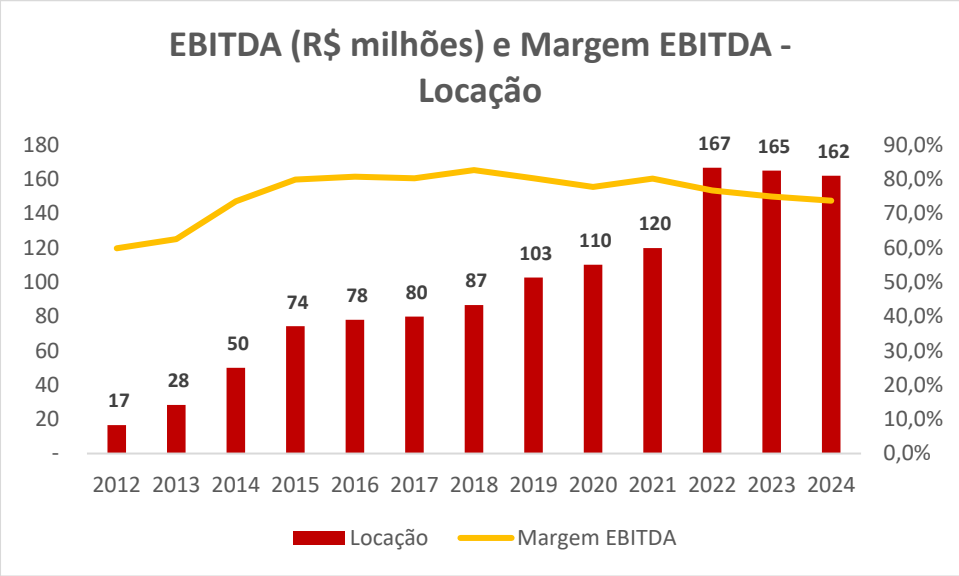


Fonte: LOG

As margens da atividade de locação foram pressionadas nos últimos anos pelo aumento de despesas administrativas (G&A), reflexo de uma estrutura preparada para o crescimento. Ao mesmo tempo, a estagnação da receita pela redução da ABL intensificou esse impacto. No entanto, como o investimento em G&A já foi realizado, espera-se que, com a retomada da expansão da ABL e o reajuste dos preços acima da inflação,

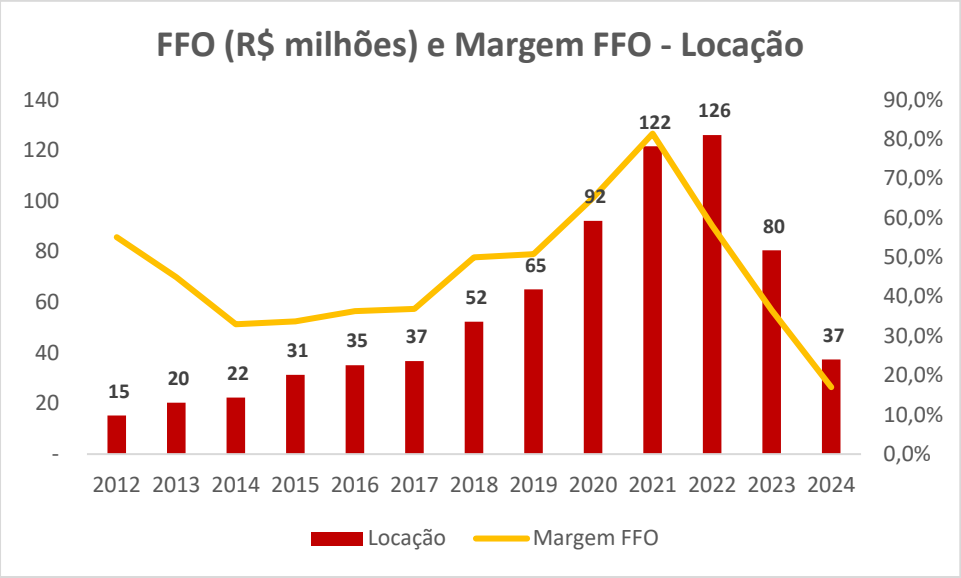
as margens retornem ao patamar histórico de 80% a 85%. Isso deve se refletir diretamente na melhora do FFO da locação, que também foi penalizado pelo aumento das despesas financeiras nos últimos anos. Com a recente desalavancagem da empresa, a entrada de mais de R$ 400 milhões em recebíveis em 2025 e a redução do custo médio da dívida, há uma expectativa de normalização do resultado financeiro, o que contribuirá para um aumento das margens FFO.

Figura 38 – EBITDA de Locação da LOG



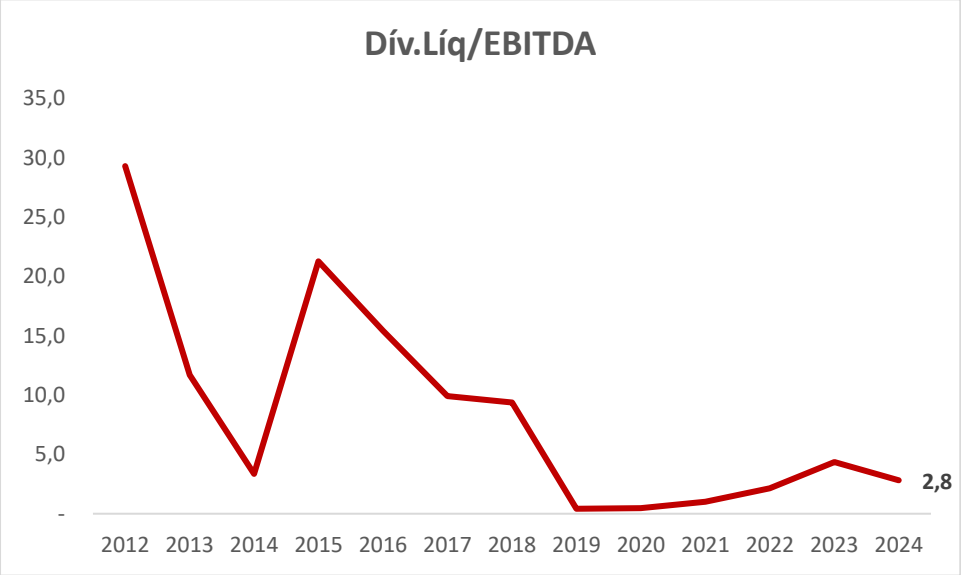
Fonte: LOG

Figura 39 – FFO de Locação da LOG



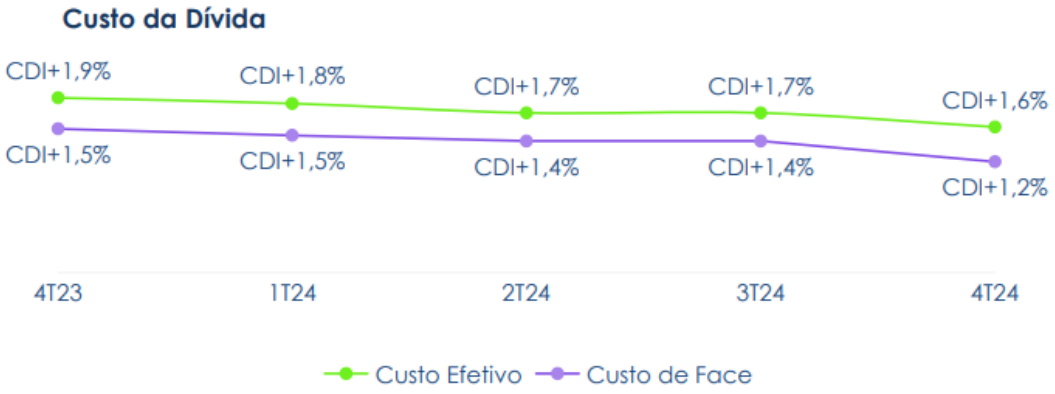
Fonte: LOG

Figura 40 – Alavancagem da LOG



Fonte: LOG

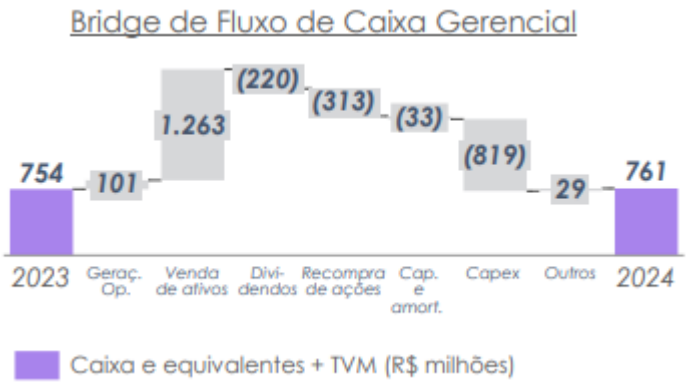
Figura 41 – Custo da Dívida da LOG



Fonte: LOG

Mesmo com a redução temporária dos resultados de locação, a LOG compensou essa queda por meio do forte volume de vendas, resultando em um desempenho expressivo no segmento de desenvolvimento. Em 2024, a entrada de caixa com a venda de ativos superou o Capex em R$ 450 milhões. Somando-se a uma geração de caixa operacional de aproximadamente R$ 100 milhões, a empresa distribuiu cerca de R$ 530 milhões aos acionistas, sendo R$ 220 milhões em dividendos e R$ 313 milhões em recompras. Para efeito de comparação, o valor de mercado atual da LOG gira em torno de R$ 1,6 bilhão, resultando em um Cashback Yield (Dividend Yield + Recompra) de cerca de 30% em 2024, um dos maiores da Bolsa. Embora esse nível não seja recorrente, espera-se que o investimento líquido se equilibre em torno de R$ 100 milhões ao ano. Consideramos que uma distribuição de dividendos na faixa de R$ 200 milhões por ano seria suficiente para manter a alavancagem estável.

Figura 42 – Geração de Caixa da LOG em 2024



Fonte: LOG

Figura 43 – Remuneração aos Acionistas da LOG

Fonte: LOG

A LOG também anunciou um guidance de distribuição de 50% do Lucro Líquido de 2025, estimado entre R$ 350 milhões e R$ 450 milhões. No ponto médio da faixa, isso representaria um pagamento de R$ 200 milhões, ou um Dividend Yield de cerca de 12%. Além disso, a empresa possui um programa de recompra ativo para até 4,8 milhões de ações (aproximadamente 5% do capital), o que pode elevar o Cashback Yield para até 17% em 2025, considerando o meio do guidance.

Figura 44 – Guidance 2025 da LOG

(ii) Projeção do Lucro Líquido para o exercício social de 2025:

O desenvolvimento de novos ativos será responsável por importante geração de valor nos próximos anos, o que nos permite projetar o lucro líquido da Companhia conforme abaixo:

	2025
Lucro Líquido	R$ 350 milhões a R$ 450 milhões

A projeção apresentada reflete o atual plano estratégico e financeiro da Companhia e não constitui promessa de desempenho.

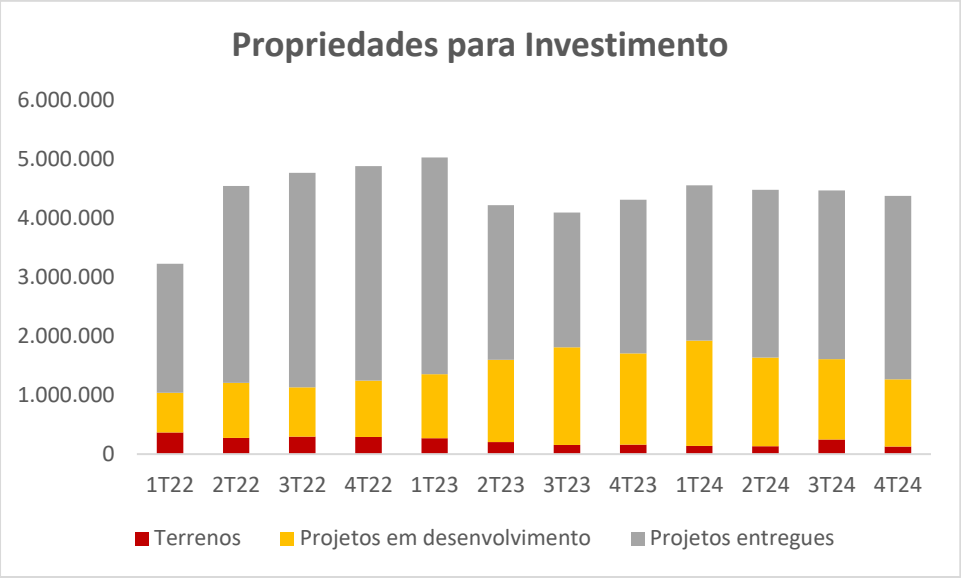
(iii) Distribuição de Dividendos 2025:

Considerando a estratégia de reciclagem de ativos, a Companhia decidiu adotar para o ano de 2025 a prática de distribuir dividendos trimestralmente, de tal forma que o montante a ser distribuído ao longo do ano seja equivalente a 50% do lucro líquido do ano.

Fonte: LOG

Por fim, o retorno sobre o capital da LOG ainda não está em níveis ideais, com um ROE atual de cerca de 9%. No entanto, a companhia está em uma fase de investimentos relevantes, com o "Plano LOG 2 Milhões", que envolve um volume significativo de capital ainda não rentabilizado, seja pela locação ou pela venda. Dos R$ 4,4 bilhões contabilizados como Propriedades para Investimento, cerca de R$ 1,3 bilhão refere-se a Projetos em Desenvolvimento (R$ 1,14 bilhão) e Terrenos (R$ 129 milhões). Excluindo essas linhas do Patrimônio Líquido para efeito de simulação, o ROE ajustado chegaria a aproximadamente 16%, um nível mais satisfatório.

Figura 45 – Propriedades para Investimento da LOG



Fonte: LOG

Figura 46 – ROE Ajustado da LOG

Lucro Líquido 2024	**344**
PL Médio	**3.669**
ROE 2024	**9,4%**
Projetos em Desenvolvimento (Média)	(1.341)
Terrenos (Média)	(145)
PL Médio Ajustado	**2.183**
ROE Ajustado 2024	**15,8%**

Fonte: LOG, Meta Asset

Valuation

Certamente, o fato de a LOG não possuir pares listados diretos e não ser comparável a players estrangeiros, devido à relevância da linha de Desenvolvimento Imobiliário no resultado, dificulta a avaliação da companhia. Além disso, a forma de contabilização das incorporações pode distorcer os múltiplos tradicionais. Assim, nesta seção, discutimos algumas metodologias utilizadas internamente para avaliação, que sugerem uma assimetria relevante no preço da ação.

Os múltiplos já indicam um valuation atrativo. Considerando o guidance para 2025, a LOG negocia entre 3,6x e 4,6x lucros, ou 4,1x na faixa intermediária.

Figura 47 – P/E Estimado da LOG

	Lucro Líquido	P/E
Low	350	4,6
Mid	400	4,1
High	450	3,6

Fonte: LOG

Outra abordagem é a avaliação do valor de mercado dos ativos, descontando-se a dívida líquida e demais passivos, o que resulta no custo de reposição estimado da companhia, ou Net Asset Value (NAV). Atualmente, as Propriedades para Investimento da LOG são avaliadas em aproximadamente R$ 4,4 bilhões, sendo R$ 3,1 bilhões de Projetos Entregues, R$ 1,1 bilhão de Projetos em Desenvolvimento e R$ 130 milhões em Terrenos. Somando R$ 72 milhões das investidas da LOG, o Valor de Mercado dos Ativos totaliza R$ 4,44 bilhões.

Descontando a Dívida Líquida de aproximadamente R$ 1,3 bilhão, o restante a pagar de Permutas e Terrenos de R$ 280 milhões, e adicionando os Recebíveis de R$ 900 milhões de ativos já vendidos, além da participação da LOG no caixa das controladas, de cerca de R$ 400 mil, chegamos a um NAV estimado de R$ 3,76 bilhões, ou R$ 43,24/ação. Considerando o preço atual da ação, identificamos um desconto de aproximadamente 60% sobre seu custo de reposição. Esse nível de desconto não apenas precifica um retorno sobre o capital significativamente baixo, como também ignora o crescimento esperado do NAV nos próximos anos, que já vem sendo observado.

Figura 48 – NAV Estimado da LOG

em R$ milhares	4T24
PPI	4.372.014
Investidas	72.506
Ativos mantidos para venda	-
Valor de mercado ativos	**4.444.520**
Dívida líquida	(1.304.932)
Permutas + terrenos a pagar	(282.315)
Contas a receber (venda de ativos)	905.419
Caixa das Controladas %Log	419
NAV	**3.763.111**
Qtde. Ações ex-tesouraria (milhares)[1]	87.030
NAV / Ação	43,24
Valor Ação	18,01
Desconto Ação para NAV	**58%**

Fonte: LOG, Meta Asset

Além disso, dado que os ativos são marcados a mercado conforme o portfólio é reciclado, o Valor Patrimonial é uma boa referência para o NAV. Atualmente, a ação negocia com um desconto de aproximadamente 50% sobre o Valor Patrimonial, enquanto a média desde o IPO foi de 20%, com momentos em que chegou a ser negociada com prêmio. Embora seja possível argumentar que um desconto se justifique pelo retorno contábil abaixo do custo de capital, também se pode defender um prêmio pela TIR dos projetos estar acima do custo de capital, o que deveria se refletir em um ROE mais elevado na maturidade da empresa. De qualquer forma, um desconto entre 50% e 60% parecem excessivo.

Figura 49 – P/VP LTM da LOG

Fonte: Koyfin

O valuation atual implica um ROE de aproximadamente 7,7%, considerando um custo de capital próprio (Ke) de 17%. No entanto, o retorno já se encontra em torno de 10%, e estimamos um ROE marginal na casa dos "mid-teens" (entre 13% e 17%). Com um ROE normalizado de 16%, alinhado ao ROE ajustado por Projetos em Desenvolvimento e Terrenos, o múltiplo justo, em nossa visão, seria mais próximo de 0,9x. Aplicando esse múltiplo ao Patrimônio Líquido estimado para o final de 2025, chegamos a um valor de cerca de R$ 39/ação.

Figura 50 – Equity Value da LOG com base em P/VP

P/VP	Equity Value	Equity Value/Ação	Upside
0,4	1.518	R$ 17,27	-6,6%
0,5	1.897	R$ 21,59	16,7%
0,6	2.276	R$ 25,91	40,1%
0,7	2.656	R$ 30,23	63,4%
0,8	3.035	R$ 34,55	86,7%
0,9	3.415	R$ 38,87	110,1%
1,0	3.794	R$ 43,18	133,4%

Fonte: Meta Asset

Outra abordagem para avaliação da LOG é a metodologia de Soma das Partes. Nesse caso, consideramos separadamente a vertical de Locação e a vertical de Desenvolvimento. Para a vertical de Locação, estimamos um FFO Normalizado de aproximadamente R$ 190 milhões, com base em uma ABL Própria de 1,65 milhão de m², uma Receita Líquida Mensal/m² de R$ 24 e uma Margem FFO de 40%, em linha com o histórico da companhia. Aplicando um múltiplo de 10x e descontando a valor presente com um Ke de 17%, chegamos a um Equity Value de R$ 1,2 bilhão, ou R$ 13,52/ação.

Figura 51 – Equity Value de Locação

	2025e
ABL Própria 2028e	**1.652**
Receita Líquida Locação 2028e	**476**
Receita Mensal/m²	*24*
FFO Locação 2028e	**190**
Margem FFO	*40,0%*
P/FFO Normalizado	10,0
Ke	17,0%
Equity Value Locação	**1.188**
Equity Value/Ação	**R$ 13,52**

Fonte: Meta Asset

Para a vertical de Desenvolvimento, consideramos um patamar de Venda Líquida Recorrente de R$ 800 milhões e uma Margem Líquida de 25%, resultando em um Lucro Líquido Recorrente de R$ 200 milhões. Para efeito de comparação, o Lucro Líquido dessa vertical em 2024 foi de R$ 307 milhões, um patamar que consideramos atipicamente elevado. Aplicando um múltiplo de 6x sobre esse lucro recorrente, chegamos a um Equity Value de aproximadamente R$ 1,2 bilhão, ou R$ 13,66/ação.

Figura 52 – Equity Value de Desenvolvimento

Lucro Líquido Recorrente	**200**
Venda Líquida Recorrente	*800*
Margem Líquida	*25,0%*
P/E	6,0
Equity Value Desenvolvimento	**1.200**
Equity Value/Ação	**R$ 13,66**

Fonte: Meta Asset

Dessa forma, o valuation pela Soma das Partes indica um valor total de cerca de R$ 2,4 bilhões, ou R$ 27,18/ação. Em nossa visão, esse valor deveria representar um piso para o valuation da LOG, pois não considera a geração de valor futura com novos projetos de expansão e utiliza múltiplos relativamente conservadores em relação ao histórico de negociação de pares listados de cada vertical.

Figura 53 – Equity Value de Soma das Partes

Equity Value Consolidado	**2.388**
Locação	*1.188*
Desenvolvimento	*1.200*
VPL/Ação	**R$ 27,18**
upside	*46,9%*

Fonte: Meta Asset

Por fim, a abordagem mais detalhada e, em nossa visão, mais precisa, é o fluxo de caixa descontado (DCF). Nessa metodologia, excluímos impactos não caixa da DRE, como a contabilização do Fair Value, e consideramos o resultado de desenvolvimento apenas no Fluxo de Caixa. Também assumimos que a expansão líquida continue após 2028 (exceto na perpetuidade), algo que nos parece natural, dado o enorme mercado endereçável e o baixo market share da LOG. Com premissas

conservadoras de preço médio dos contratos, assumindo apenas o fechamento do gap entre o ticket médio consolidado e os preços praticados na ponta, além de margens operacionais de locação na faixa de 80% e os economics de desenvolvimento discutidos anteriormente, chegamos a um Equity Value de aproximadamente R$ 3 bilhões, ou R$ ~34/ação.

Além disso, enxergamos uma TIR Real em torno de 16%, um patamar bastante atrativo para uma empresa de ativos reais, cujos contratos são reajustados pela inflação. Diante dessas análises, consideramos que há uma assimetria relevante no preço da ação, com valuations sugerindo um potencial de valorização significativo, mesmo utilizando premissas conservadoras.

Estudo de Caso: Fundos Imobiliários x Empresas de Propriedades

Apesar de não possuir pares listados na bolsa, é possível traçar paralelos entre a LOG e os Fundos Imobiliários de Logística. No entanto, há diferenças estruturais importantes. Enquanto a LOG combina locação e desenvolvimento imobiliário, os fundos imobiliários possuem um modelo voltado exclusivamente para a locação, sem capturar o upside do desenvolvimento. Essa característica decorre da obrigatoriedade de distribuição de pelo menos 95% do resultado, limitando o crescimento orgânico via reinvestimento.

Dessa forma, os fundos imobiliários dependem de ofertas primárias recorrentes para levantar capital e adquirir ativos maduros, focando em rendimentos constantes. Um aspecto relevante é a prática de seller financing, na qual o pagamento pelos ativos é parcelado, permitindo que o fundo incorpore o imóvel e gere caixa imediatamente. Esse mecanismo possibilita transações a preços mais altos e com prêmios de risco relativamente baixos. Sem essa estrutura, os retornos seriam insuficientes para remunerar adequadamente o capital empregado.

Para ilustrar, a última grande transação de galpões logísticos ocorreu a um Cap Rate de 9,5%. Mesmo assumindo esse retorno como real, dada a indexação dos contratos, o spread sobre a NTN-B seria de apenas ~200 bps. A situação se torna ainda mais desafiadora ao analisarmos transações recentes do setor, que vêm ocorrendo a Cap Rates próximos de 8%, representando um prêmio de apenas ~50 bps sobre os juros reais atuais. Após considerar as despesas dos fundos, algumas negociações podem apresentar prêmio de risco negativo.

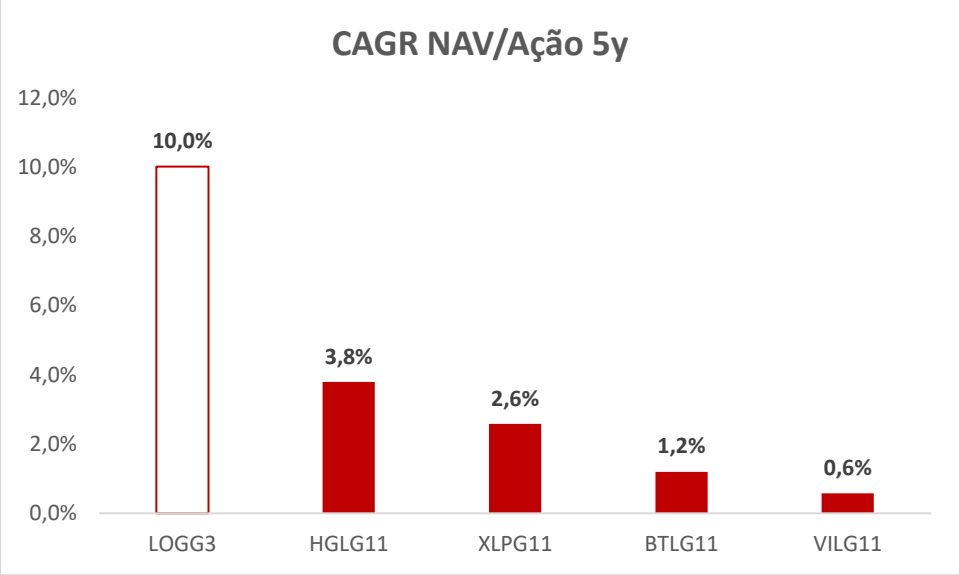
Esse fenômeno é sustentado pela forte demanda de investidores pessoas físicas por rendimentos isentos de impostos, mesmo que abaixo do custo de capital. Com isso, os fundos imobiliários dependem de emissões sucessivas, diluindo o investidor minoritário e alocando recursos em aquisições cuja geração de valor é questionável no cenário atual.

Dado que os fundos distribuem 95% de seu resultado, apenas 5% permanecem disponível para reinvestimento. Supondo um Cap Rate médio de 8% e considerando a inflação, o retorno nominal seria de aproximadamente 12%. Isso implicaria um crescimento de apenas 0,6% ao ano, para uma retenção de 5% do capital. Mesmo ao considerar a rentabilidade do caixa via seller financing, o crescimento esperado se manteria em patamares baixos (low-single-digit). Como o crescimento via emissões de cotas não cria valor por si só e a alavancagem é limitada, a geração de valor por cota por meio da alocação de capital se torna reduzida.

Assim, a rentabilidade do investidor de fundos imobiliários advém quase exclusivamente dos dividendos. Porém, será que isso é suficiente? Ao analisar os quatro principais fundos imobiliários logísticos, o CAGR do Valor Patrimonial por Cota (dez/19 a dez/24) foi de apenas ~2,0%, variando entre 0,6% e 3,8% ao ano, abaixo da inflação do período. Mesmo ao incluir os dividendos distribuídos, o retorno total ainda ficou abaixo do custo de capital, com um CAGR médio de ~8,8%, variando entre 6,6% e 11,3%.

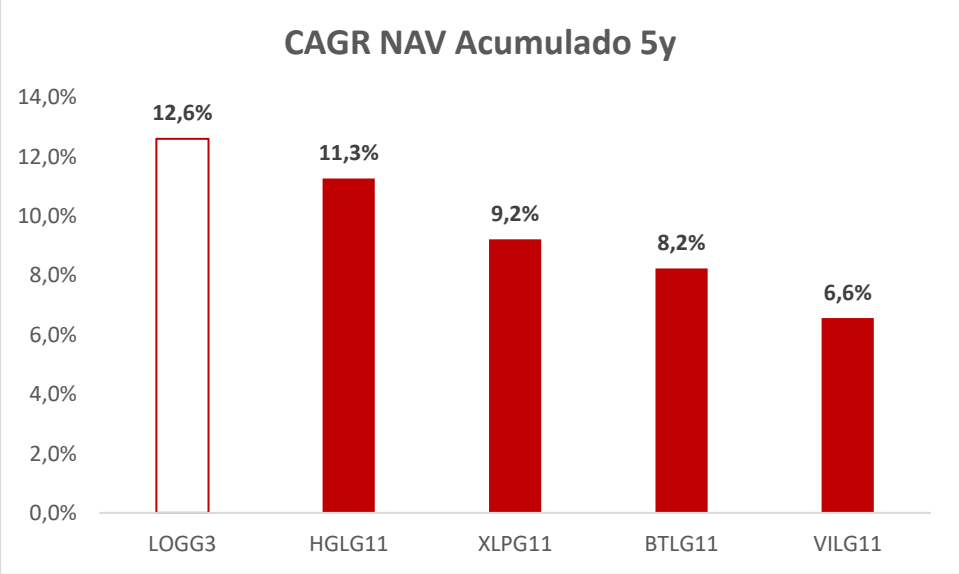
Em comparação, a LOG apresentou um CAGR de NAV por Ação de 10,0% no mesmo período, excluindo dividendos, e de 12,6% ao incluí-los. A capacidade da empresa de reter capital e alocá-lo em projetos de desenvolvimento com retornos acima do custo de capital se traduz em maior geração de valor no longo prazo.

Figura 54 – CAGR de NAV/Ação



Fonte: LOG, Relatórios Gerenciais

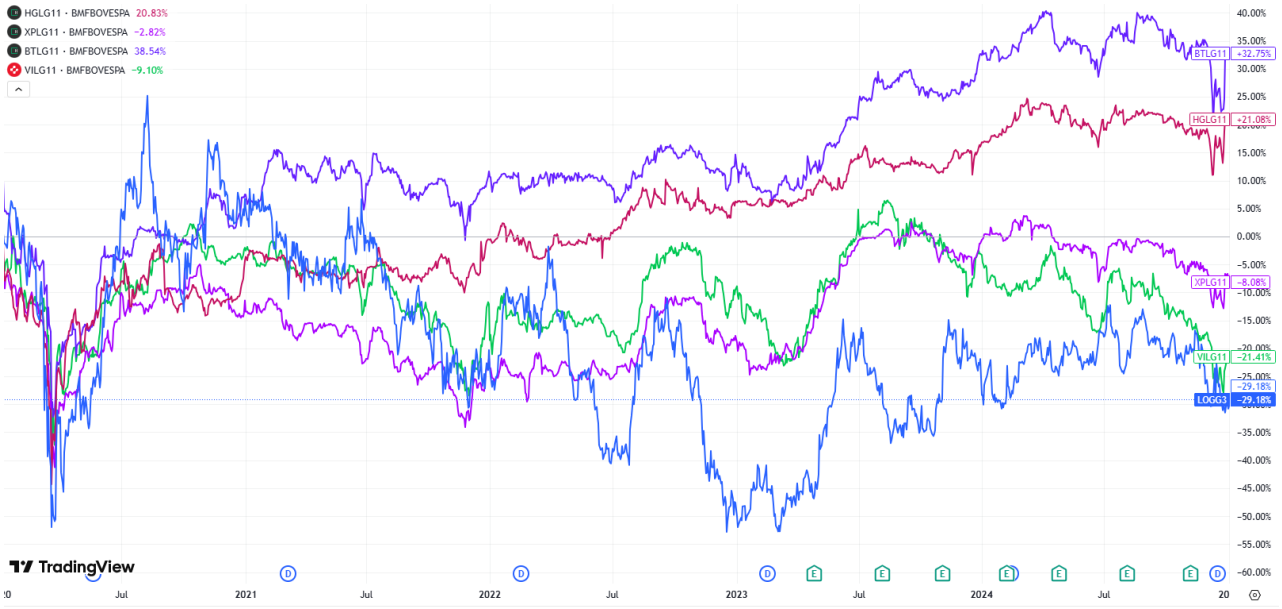
Figura 55 – CAGR de NAV/Ação + Dividendos



Fonte: LOG, Relatórios Gerenciais

Ainda assim, as ações da LOG tiveram um desempenho inferior aos fundos imobiliários no período, mesmo ao ajustar pelos dividendos. Esse movimento pode ser explicado pelo fluxo de saída da bolsa e pelo aumento da participação de investidores individuais em fundos imobiliários, uma dinâmica que tende a se reverter em algum momento.

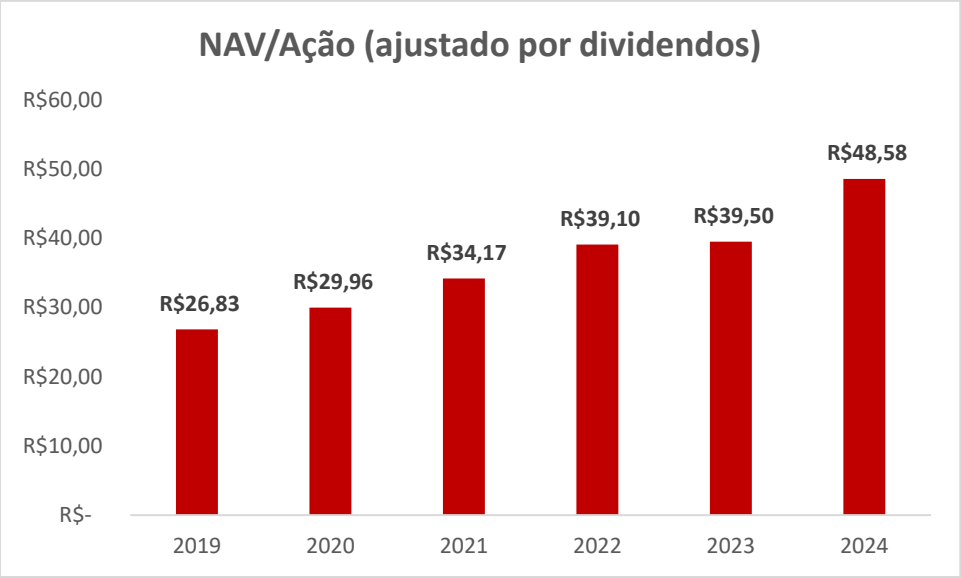
Figura 56 – Valorização de FIIs x LOG (31/12/2019 a 31/12/2024)



Fonte: TradingView

Para o futuro, esperamos um crescimento substancial do NAV. Apenas o retorno de dividendos da LOG é estimado entre 12% e 13% ao ano nos preços atuais, além do plano agressivo de expansão, que deve dobrar a ABL da companhia com elevados retornos sobre o capital. Em 2024, o NAV por Ação cresceu 23,0% em termos anuais, incluindo dividendos. Esse crescimento expressivo é um dos pilares da tese de investimento na LOG e dificilmente é encontrado em fundos imobiliários.

Figura 57 – Evolução do NAV/Ação da LOG



Fonte: LOG

Apesar disso, os múltiplos dos fundos imobiliários apresentam um prêmio de aproximadamente 90% sobre a LOG. Embora a diferença tributária beneficie os fundos, entendemos que ela não justifica esse desnível, pois a LOG retém capital e o aloca de forma eficiente, resultando em um maior crescimento esperado.

Figura 58 – P/VP de FIIs x LOG

Ativo	P/VP
BTLG11	0,92
XLPG11	0,88
HGLG11	0,93
VILG11	0,72
Média FIIs	**0,86**
LOGG3	**0,45**
Prêmio FIIs	*91,3%*

Fonte: Meta Asset

Esse fenômeno não se restringe à LOG, sendo observado também em empresas do setor de shoppings. Em nossa visão, a arbitragem de múltiplos entre empresas de propriedades listadas e fundos imobiliários representa uma das maiores assimetrias do mercado atualmente.

DISCLAIMER

Este material foi desenvolvido pela Meta Asset com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem constitui uma oferta de serviço ou venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido neste documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Meta Asset Management. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas podem ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergirem significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, baseadas em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas neste documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Meta Asset Management não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Meta Asset Management através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos neste material, entrar em contato através do e-mail comercial@metaam.com.br.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos neste material, entrar em contato através do e-mail comercial@metaam.com.br.

DISCLAIMER

Este material foi desenvolvido pela Meta Asset com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta,

recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem constitui uma oferta de serviço ou venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido neste documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Meta Asset Management. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas podem ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergirem significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, baseadas em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas neste documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Meta Asset Management não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive ser modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Meta Asset Management através de seus representantes.