

Icatu Vanguarda GRU FII (GRUL11) – A definição de um ativo troféu

O GRUL11 realizou seu IPO no dia 5 de junho de 2024. Trata-se, portanto, de um fundo com menos de 12 meses de vida. Seu gestor é a Icatu Vanguarda e seu administrador é o Banco Daycoval. Em sua primeira oferta, o fundo captou R\$ 247 milhões.

A captação teve como *pipeline* a aquisição de 3 galpões logísticos, localizados dentro do aeroporto de Guarulhos e que estão 100% locados em contratos atípicos de longo prazo.

Apesar da oferta ter captado 100% dos recursos necessários para a aquisição dos ativos, a gestão conseguiu parcelar o pagamento da compra do ativo. Desta forma, recebeu 100% dos aluguéis alvo, mas com a obrigação de desembolsar o restante apenas no segundo semestre de 2025. Com isso, foi possível deixar parte dos recursos da emissão em caixa, alocados em títulos de Renda Fixa e possibilitando que o fundo aufera uma receita financeira adicional nos primeiros meses.

Características dos ativos e contratos

Os três galpões tem área bruta locável (ABL) de 43.259 m², dividida em três módulos: (i) o G100, com 24.679 m²; (ii) o G200, 13.861 m²; e (iii) o G300, com 4.463 m². Todos os galpões contam com pé direito de 8m capacidade de 4 ton/m². Vale ressaltar também que todos eles têm acesso direto às pistas do aeroporto.

ABL Total do FII GRU Logístico Podendo Chegar a 210.000 m²



Fonte: Relatório Gerencial

Como podemos ver, a localização e a qualidade dos ativos adquiridos pelo fundo são irreplicáveis. Além disso, apesar da concessão da atual administradora do Aeroporto vencer em 2032, o contrato de cessão de área dos galpões tem validade até 2062. Esse fato nos deixa confortáveis em carregar a tese de investimento.

Graças a localização única, o galpão consegue cobrar um aluguel por m² bastante acima de sua microrregião de Guarulhos, que já tem valores de locação acima da média para a macrorregião de São Paulo. O aluguel total cobrado é de R\$85,23/m², mas é importante ressaltar que o fundo fica com metade dos rendimentos, ou seja, R\$42,61/m².

É importante frisar que o fundo conta com direitos de preferência para a aquisição dos dois projetos de expansão do parque, apesar de não levarmos em consideração tal possibilidade em nossos cálculos. A despeito disso, trata-se de uma opcionalidade bastante interessante.

Hoje, são 7 os locatários, com uma concentração um pouco mais alta do que gostaríamos em um único locatário. A Anjun é responsável por 57,2% das receitas geradas pelo fundo, porém, como os contratos são atípicos e pela qualidade dos galpões, temos alguma tranquilidade em termos exposição ao ativo.

Os contratos vencem em 2029 (7,3%), 2034 (35,5%) e em 2039 (57,2%).

**Alexandre Mathias –
Estrategista Chefe**

**Bruno Benassi, CNPI
– Analista de Ações**

GRUL11 - Compra	
Preço Alvo	11
Preço Atual	8,76
Upside	26%
Características	
Início	jun-24
Gestor	Icatu Vanguarda
Administrador	Banco Daycoval
Taxa de Gestão	0,5% a.a até 07/26 e depois 1% a.a.
Taxa de Adm e Cust	0,15%
Nº de imóveis	1 Parque Logístico (3 galpões)
ABL	43.274 m ²

Icatu Vanguarda GRU FII – GRUL11

Estimativas de Receita e Dividendos

Graças a compra parcelada, o fundo vai conseguir distribuir dividendos maiores do que o seu recorrente até o segundo semestre de 2025, já que a parte do valor dos imóveis que será pago na data está alocada hoje e gera receita financeira para os cotistas — fato que ‘turbina’ a distribuição. Além disso, a gestão optou por escalonar a cobrança da taxa de gestão: durante os dois primeiros anos, o fundo terá uma cobrança de 0,5% ao ano e, após esse período, a taxa será de 1% a.a.

Com isso, temos que a DRE do fundo deve ficar desta maneira:

DRE	2S24	1S25	2S25	2S25	1S26	2S26
Receita de Aluguel	11.060.886,00	11.060.886,00	11.060.886,00	11.060.886,00	11.060.886,00	11.060.886,00
Receita Financeira	5.924.138,00	5.924.138,00	-	-	-	-
Tx de Gestão	- 589.713,00	- 589.713,00	- 589.713,00	- 589.713,00	- 1.179.426,00	- 1.179.426,00
Tx de Adm	- 176.914,00	- 176.914,00	- 176.914,00	- 176.914,00	- 176.914,00	- 176.914,00
Outras despesas	- 158.430,00	- 241.170,00	- 241.170,00	- 241.170,00	- 241.170,00	- 241.170,00
Resultado	16.059.967,00	15.977.227,00	10.053.089,00	10.053.089,00	9.463.376,00	9.463.376,00
Distribuição Cota	0,65	0,65	0,41	0,41	0,38	0,38
Dist Anualizada	7,80	7,76	4,88	4,88	4,60	4,60

Fonte: Materiais Publicitários da Oferta Elaboração: Monte Bravo Corretora

Estamos sendo conservadores ao não considerar possíveis receitas financeiras adicionais. Sabemos, porém, que esses números devem ser positivos, ainda que sem grande impacto adicional em nossas cálculos.

Outro ponto importante: estamos trabalhando com a linearidade das renovações dos contratos. Isso significa dizer que os contratos serão renovados logo após seus encerramentos, sem nenhum ganho real na renovação. Entendemos essa premissa como sendo forte e ligeiramente conservadora, já que temos visto o mercado de Galpões Logísticos — após longos anos de dificuldade de reajustes — entrando em um momento bastante positivo para os locadores. A região de Guarulhos, que tem repassado alugueis acima de outras regiões, tem ganhado destaque. Imaginamos então que, dada a condição de “ativo troféu” como este, os reajustes sejam positivos.

Não estamos trabalhando em nossos modelos com as expansões programadas para os ativos. Se trata de uma abordagem conservadora, pois entendemos que as expansões podem ser positivas para o fundo — já que, após a “oferta” criada com os primeiros galpões, a demanda por esse espaço deva provocar alugueis mais altos.

Com essas assunções, chegamos em uma Taxa Interna de Retorno (TIR) Real projetada de **9,22% ao ano**. Optamos por trabalhar com o cálculo da TIR ao Invés de *Cap Rate* pois, como a concessão termina em 2062, não teríamos valor residual de venda para utilizar a abordagem por *Cap Rate* de Saída. Por isso, nos parece mais adequado e justo a comparação via TIR.

Conclusão

Entendemos que o momento macro é bastante desafiador e tem impactado a cotação de diversos fundos imobiliários listados em Bolsa. Entretanto, tanto pela qualidade do parque logístico ofertado quanto pelos termos de remuneração — que julgamos como sendo justos —, estamos bastante confortáveis em manter uma exposição no GRUL11. Consideramos como preço justo para aquisição uma TIR Real de 7%, o que implica em preço aproximado de **R\$ 11,00**. Portanto, e pensando na margem de segurança, **consideremos que o Preço Máximo para aquisição do Fundo deve ser até R\$ 10,50**.

DISCLAIMER

Este material foi elaborado pela **Monte Bravo Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("Monte Bravo")** para uso exclusivo do destinatário e nossos clientes, podendo ser divulgado em nosso site. É vedada a reprodução ou distribuição, no todo ou em parte, por qualquer pessoa ou propósito, sem o prévio consentimento expresso da **Monte Bravo**. Possui caráter meramente informativo, não constitui e nem deve ser interpretado como sendo material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Os prazos, taxas e condições aqui contidas são meramente indicativas e a decisão final do investidor deve ser tomada levando em consideração todos os riscos, os custos e taxas envolvidas. As informações contidas neste relatório foram consideradas razoáveis na data em que ele foi divulgado e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. A **Monte Bravo** não dá nenhuma segurança ou garantia, seja de forma expressa ou implícita, sobre a integridade, confiabilidade ou exatidão dessas informações. Este relatório também não tem a intenção de ser uma relação completa ou resumida dos mercados ou desdobramentos nele abordados. Os instrumentos financeiros discutidos neste material podem não ser adequados para todos os investidores. Este material não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades específicas de qualquer investidor. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. A **Monte Bravo** não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas e se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização deste material ou seu conteúdo. Os desempenhos anteriores não são necessariamente indicativos de resultados futuros.

Nossos analistas de valores mobiliários envolvidos na elaboração do relatório ("Analistas de Investimento"), declaram que são certificados e credenciados pela APIMEC – Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais para os exercícios de suas atividades. Declaram ainda nos termos da Resolução CVM nº 20 de 25/02/2021, que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente suas opiniões pessoais sobre a respectiva companhia e seus valores mobiliários e foram elaborados de forma independente e autônoma, inclusive em relação à **Monte Bravo** e que se eximem de responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que possam decorrer na utilização deste e de outros relatórios ou de seus conteúdos.

- Considera transitórias as informações e avaliações contidas neste relatório;
- Não garante, expressa ou implicitamente, que as informações nele apresentadas estejam atualizadas ou sejam exaustivas, verdadeiras, precisas, imparciais ou confiáveis;
- Não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas informações nele contidas;
- Reserva os direitos de modificar, sem prévio aviso, as informações e opiniões constantes deste relatório;
- Não se responsabiliza por resultados de decisões de investimentos tomadas com base nas informações ou recomendações nele contidas; e
- Não atuamos como Formador de Mercado (Market Maker) das ações objeto desta análise.

As estimativas, projeções, opiniões e recomendações contidas neste relatório:

- Não dispensam a consideração de opiniões e recomendações de outras instituições especializadas no mercado financeiro e de capitais e não substituem o julgamento pessoal de quem o recebe e o lê, no todo ou em parte;
- Não levam em consideração as circunstâncias específicas dos investidores, tais como perfil de investidor (Suitability), objetivos de investimento, situação financeira e patrimonial e tolerância a risco, podendo não ser adequadas para todos os investidores, sendo recomendada uma consideração extensiva destas circunstâncias antes da tomada de qualquer decisão;
- Estão isentas de conflito de interesse por parte de seus elaboradores;
- Estão sujeitas a alterações sem prévia notificação e podem diferir ou ser contrárias a opiniões expressas anteriormente pela Monte Bravo, por outras instituições financeiras do mercado e mesmo de outras áreas de atuação da Monte Bravo, que podem se fundamentar em hipóteses e critérios diferentes dos adotados na elaboração deste relatório; e
- Decorrem de julgamento e de opiniões formadas livremente pelos analistas da Monte Bravo encarregados das análises da economia, de cada companhia emissora e de cada ação, e baseadas em critérios técnicos por eles aceitos como consistentes com os fins a que se destinam.

Este relatório não pode ser copiado ou distribuído, total ou parcialmente para qualquer finalidade, sem o consentimento expresso da Monte Bravo.