

VBI
REAL ESTATE

RELATÓRIO DE GESTÃO

FII VBI REITS FOF (**RVBI11**)

AGOSTO 2023



INFORMAÇÕES GERAIS

FII VBI REITS FOF



OBJETIVO DO FUNDO E POLÍTICA DE INVESTIMENTOS

O Fundo tem como objetivo aplicar, primordialmente, em cotas de outros fundos de investimento imobiliário e complementarmente, em: (i) ações ou cotas de sociedades, (ii) cotas de fundos de investimento em participações ou de fundos de investimento em ações (iii) certificados de recebíveis imobiliários e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios; (iv) letras hipotecárias, (v) letras de crédito imobiliário e (vi) letras imobiliárias garantidas, desde que todos estes fundos e veículos de investimento tenham como propósito único atividades permitidas aos fundos imobiliários.

INÍCIO DAS ATIVIDADES

Março/2020

CÓDIGO DE NEGOCIAÇÃO

RVBI11

COTAS EMITIDAS

1.440.000

GESTOR

VBI Real Estate Gestão
de Carteiras S.A.

ADMINISTRADOR

BRL Trust Distribuidora
de Títulos e Valores
Mobiliários S.A.

ESCRITURADOR

BRL Trust Distribuidora
de Títulos e Valores
Mobiliários S.A.

TAXA DE ADMINISTRAÇÃO TOTAL

1,00% a.a. sobre o
Patrimônio Líquido do
Fundo, sendo 0,80%
repassado ao Gestor

TAXA DE PERFORMANCE

20% dos rendimentos que
superarem a variação
positiva do IFIX

PARA MAIS INFORMAÇÕES

[Clique aqui](#) e acesse o Regulamento do Fundo



ACESSE
O SITE



CADASTRE-SE
NO MAILING



FALE COM
O RI

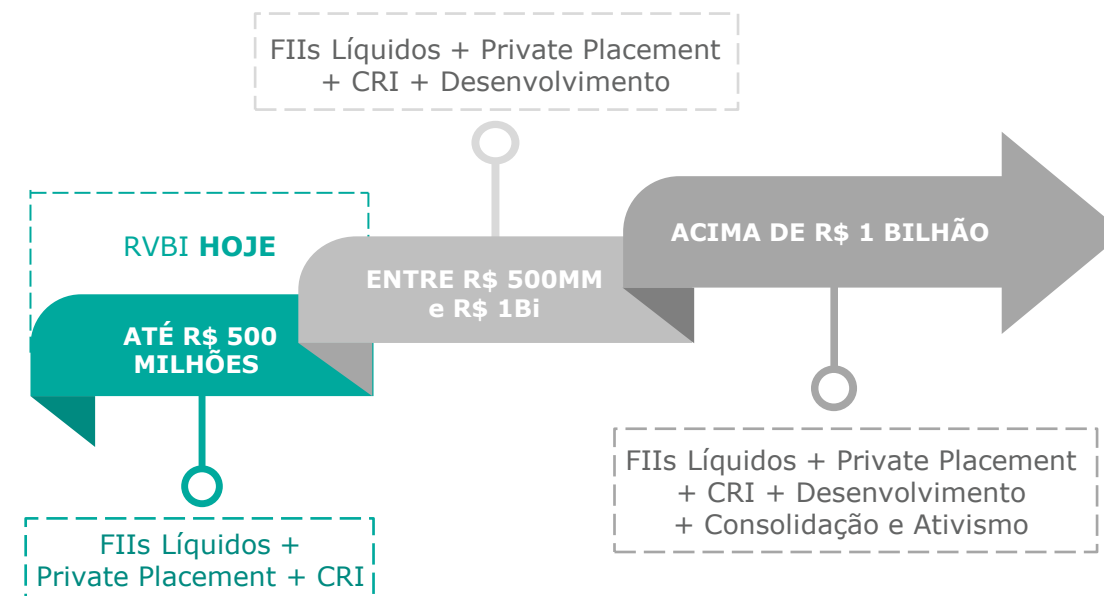
VISÃO ESTRATÉGICA DA VBI PARA O SEGMENTO DE FUNDOS DE FUNDOS

A proposta de geração de valor do VBI REITS FOF

Em nossa visão, FOFs não devem se limitar apenas à gestão profissional e ativa de uma carteira de fundos imobiliários líquidos, mas também devem viabilizar o acesso da Pessoa Física a investimentos que ela não consegue acessar diretamente, seja pela necessidade de um investidor profissional e/ou pela complexidade da operação. Assim, a estratégia de alocação do VBI REITS FOF está distribuída hoje¹ em:

- (i) FIIs Líquidos: alocação eficiente no mercado de FIIs listados;
- (ii) *Private Placement*: veículos restritos a investidor profissional e/ou com baixa liquidez que ainda não passaram por oferta ICVM 400;
- (iii) CRI: alocação direta em CRI (até 33% do PL por regulamento).

Estratégia de acordo com o patrimônio do FOF



¹Detalhe da alocação atual por estratégia na página 14.

RESUMO RVBI11

AGOSTO 2023

PATRIMÔNIO LÍQUIDO	VALOR PATRIMONIAL DA COTA	VALOR DE MERCADO¹	VALOR DE MERCADO DA COTA¹	P/PL	VOLUME MÉDIO DIÁRIO NEGOCIADO NO MÊS
R\$ 125,8 milhões	R\$ 87,34	R\$ 120,2 milhões	R\$ 83,46	0,96x	R\$ 0,2 milhão
DIVIDENDO POR COTA	DIVIDEND YIELD ANUALIZADO¹	DIVIDEND YIELD ANUALIZADO²	% PL ALOCADO EM FII	% PL ALOCADO EM CRI	NÚMERO DE COTISTAS
R\$ 0,75	10,8%	10,3%	78,2%	7,3%	12.252

¹Com base no valor da cota negociada na B3 em 31/08;

²Com base no valor da cota patrimonial em 31/08.

COMENTÁRIOS DA GESTÃO

No mês de agosto, o IFIX avançou de +0,5%, acumulando +12,1% em 2023. Ainda, tanto fundos de Tijolo¹ quanto fundos de Papel¹ performaram de forma semelhante - ambos com valorização de +0,5%. Quando olhamos o acumulado do ano, porém, a boa performance do IFIX resulta majoritariamente da valorização dos fundos de tijolo, que acumulam +17,0%¹ desde janeiro vs. alta de +6,5%¹ para os FIIs de papel. Esse movimento, resulta de um movimento de fechamento na curva de juros, que por sua vez reflete as expectativas do mercado em relação a cortes na Taxa Selic ao longo do segundo semestre de 2023 e 2024, em função de uma projeção de inflação estruturalmente mais baixa nos próximos anos. Para ilustrar essa mudança, no dia 1º de janeiro, a curva Pré-DI de 5 anos apontava 12,6%, a NTN-B no mesmo prazo estava em 6,2% e, como consequência, a inflação implícita era de 6,0%. No entanto, em 31 de agosto, no mesmo período de 5 anos, a curva Pré-DI recuou para 10,8% (-1,8 p.p.), a NTN-B para 5,2% (-1,0 p.p.) e a inflação implícita para 5,4% (-0,6 p.p.). Esse fechamento das curvas de juros resulta em uma queda significativa no custo de capital para ativos de maior risco e, como resultado, os preços de mercado dos ativos de renda variável, incluindo os FIIs, aumentam.

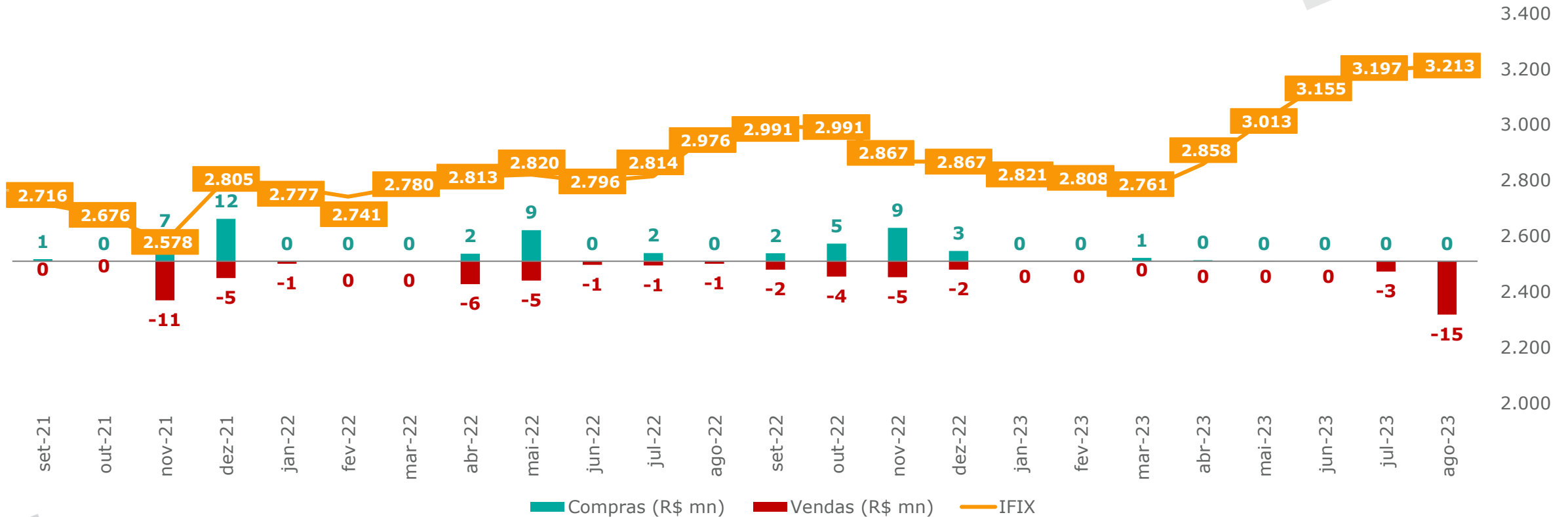
O contexto macro acima, por si, explica a variação positiva dos FIIs em geral e justifica o *momentum* favorável para alocação no setor. No tocante especificamente ao RVBI, no último mês nossa performance² foi superior ao *benchmark* com alta de +1,1% vs. +0,5% do IFIX. Em nossa leitura, a performance voltou a superar o índice após o arrefecimento do rally do segundo trimestre, no qual diversos ativos de tijolo com perfil mais especulativo registraram valorização de 2 dígitos - o que tende a não ser acompanhado em ritmo similar por nossa carteira devido ao perfil rigorosamente fundamentalista de nossa alocação. Contudo, quando consideramos recortes temporais mais amplos, este perfil de alocação, em nossa leitura, é o principal responsável pela performance da carteira do RVBI sensivelmente superior ao *benchmark* desde o início do fundo² em fevereiro de 2020: +16,2% vs. +5,0% do IFIX (detalhes na pág. 10).

Como já apresentado nos últimos relatórios, nossa estratégia seguirá em manter o caixa estrutural do fundo inferior a 5% dada nossa perspectiva favorável para os FIIs em função da perspectiva de novos cortes na taxa Selic até o final do ano e nos preços atrativos que ainda observamos nos fundos com bons fundamentos imobiliários - sejam eles de tijolo ou de papel. No mês de agosto, tivemos duas movimentações na carteira do RVBI: (i) oportunamente, realizamos a venda de uma posição de R\$ 9,4 mm em TGAR11 e (ii) o FII GTLG11 foi integralmente amortizado seguindo aquisição dos seus ativos pelo HGLG11, adicional R\$ 8,5 mm ao caixa do fundo. Pretendemos realocar o capital que foi liberado nas operações acima já no próximo mês. No que se refere à distribuição de rendimentos, mantivemos o patamar de R\$ 0,75/cota, o que representa *dividend yield* de 10,8% a.a. sobre o valor de mercado. Como antecipado nos relatórios anteriores, nossa expectativa é manter esse patamar no curto prazo e ao longo do segundo semestre eventualmente poderemos elevar o mesmo em função do ganho de capital decorrente da recuperação do mercado desde o início do ano, bem como do aumento potencial dos rendimentos dos FIIs de CRI em carteira caso a deflação observada em junho seja revertida ao longo do segundo semestre.

¹TEVA Index Tijolo e TEVA Index Papel;
²Patrimônio Líquido + Distribuições;

COMENTÁRIOS DA GESTÃO

GIRO DE CARTEIRA DE FIIS (ÚLTIMOS 24 MESES)



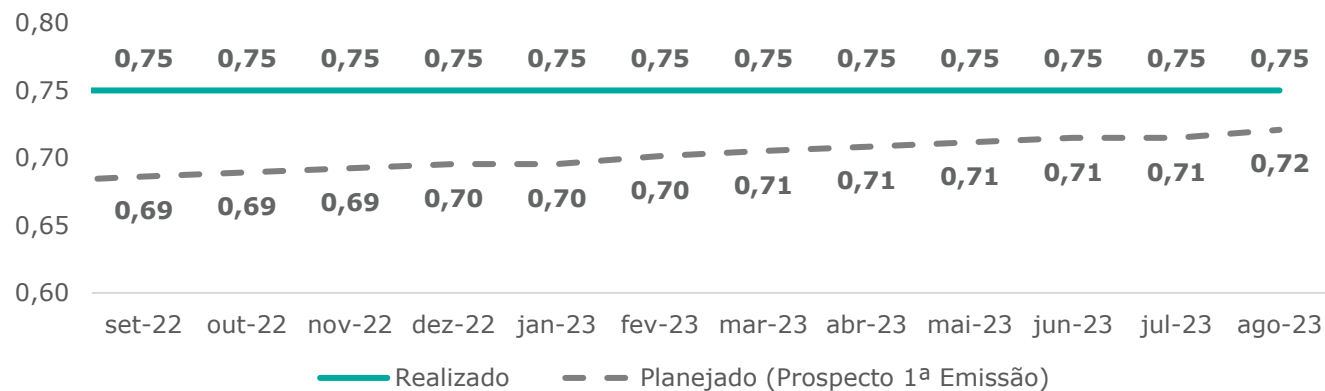
R\$ 332 mm
(231% de giro sobre o patrimônio inicial)

COMENTÁRIOS DA GESTÃO

Com base no resultado de agosto, foram distribuídos R\$ 0,75/cota ao investidor. Tudo mais constante, será possível distribuir nos próximos meses um montante igual ou superior a este valor, uma vez que o Fundo acumula estoque de ganho de capital não-realizado de R\$ 1,40/cota, o que nos permite manter o *dividend yield* sem que seja necessário giro excessivo de portfólio, o que em nossa visão, além de ser ineficiente sob o ponto de vista tributário exige a venda prematura de ativos que ainda não atingiram seu potencial de valorização. Cabe destacar que este é apenas um indicativo com base em nossa leitura de mercado atual, não constituindo promessa e/ou compromisso de distribuição uma vez que fundos imobiliários são investimentos de renda variável.

Cabe retomar ainda que o recolhimento de imposto de renda sobre ganho de capital realizado está sendo questionado pelo Fundo em processo judicial desde o mês de novembro de 2020 ([clique aqui](#)) e, em caso de sucesso poderá haver o ressarcimento do IR recolhido até o momento, o qual será revertido para o investidor. Até agosto de 2023, o VBI REITS recolheu cerca de R\$ 1,16 milhão de IR sobre ganho de capital realizado, equivalente a R\$ 0,81/cota. Até a decisão judicial o Fundo seguirá realizando normalmente o recolhimento de 20% sobre o ganho de capital após a alienação das cotas com lucro.

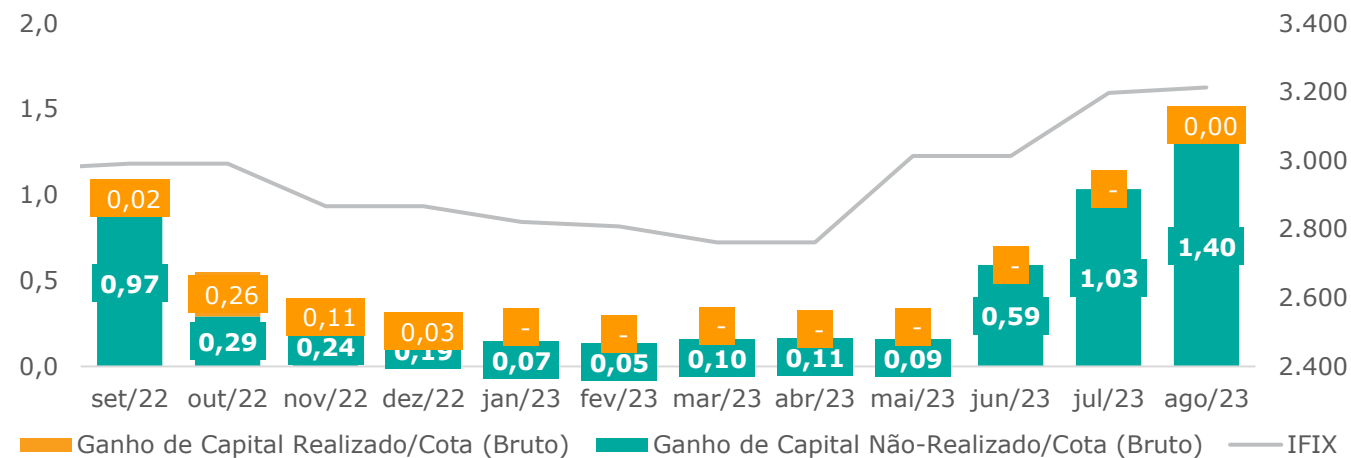
HISTÓRICO DE DISTRIBUIÇÃO POR COTA VS. PROJETADO EM PROSPECTO¹



¹Gráfico dos últimos 12 meses

Fonte: VBI Real Estate. Prospecto da 1ª Emissão de Cotas, página 350

EVOLUÇÃO DO GANHO DE CAPITAL POR COTA¹



¹Gráfico dos últimos 12 meses

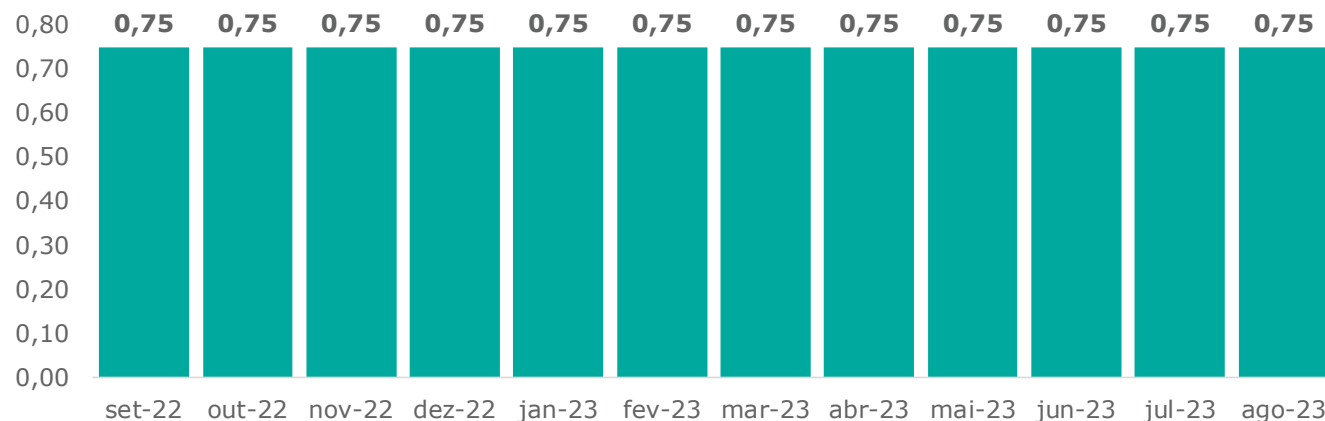
RENDIMENTOS



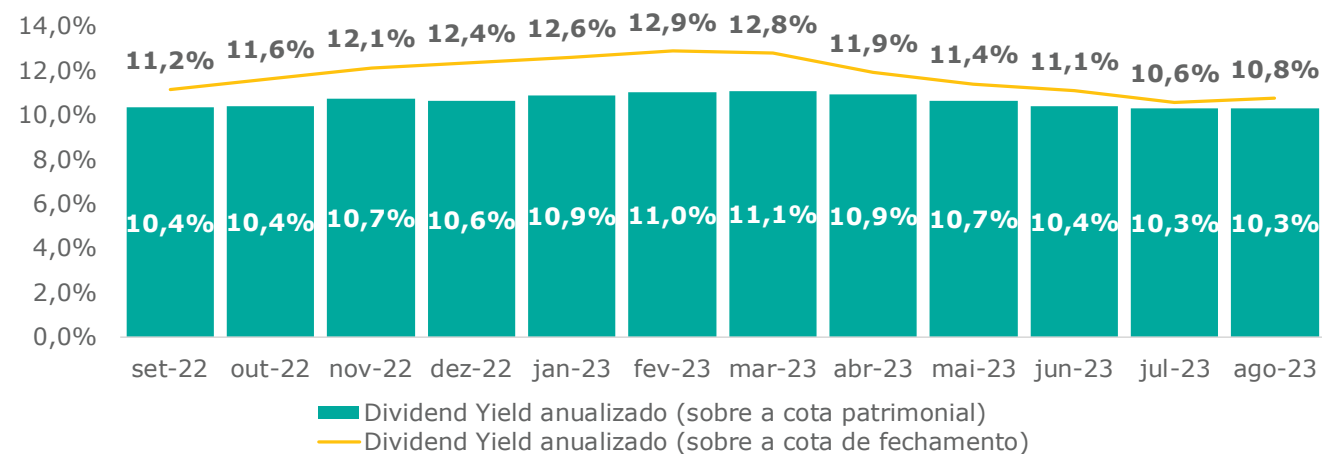
Com base no resultado de agosto, foi anunciado em 11/09, distribuição de rendimentos no valor de R\$ 0,75/cota pagos aos cotistas em 18/09. Este montante representa *dividend yield* de 10,3% sobre o PL do Fundo ao final de agosto (R\$ 87,34) ou ainda 10,8% sobre o preço de fechamento das cotas no mercado secundário (R\$ 83,46) no último dia útil do mês.

Note que os rendimentos são anunciados no 6º dia útil do mês subsequente e o pagamento é realizado no 11º dia útil do mesmo mês.

HISTÓRICO DE DISTRIBUIÇÕES POR COTA (12 meses)



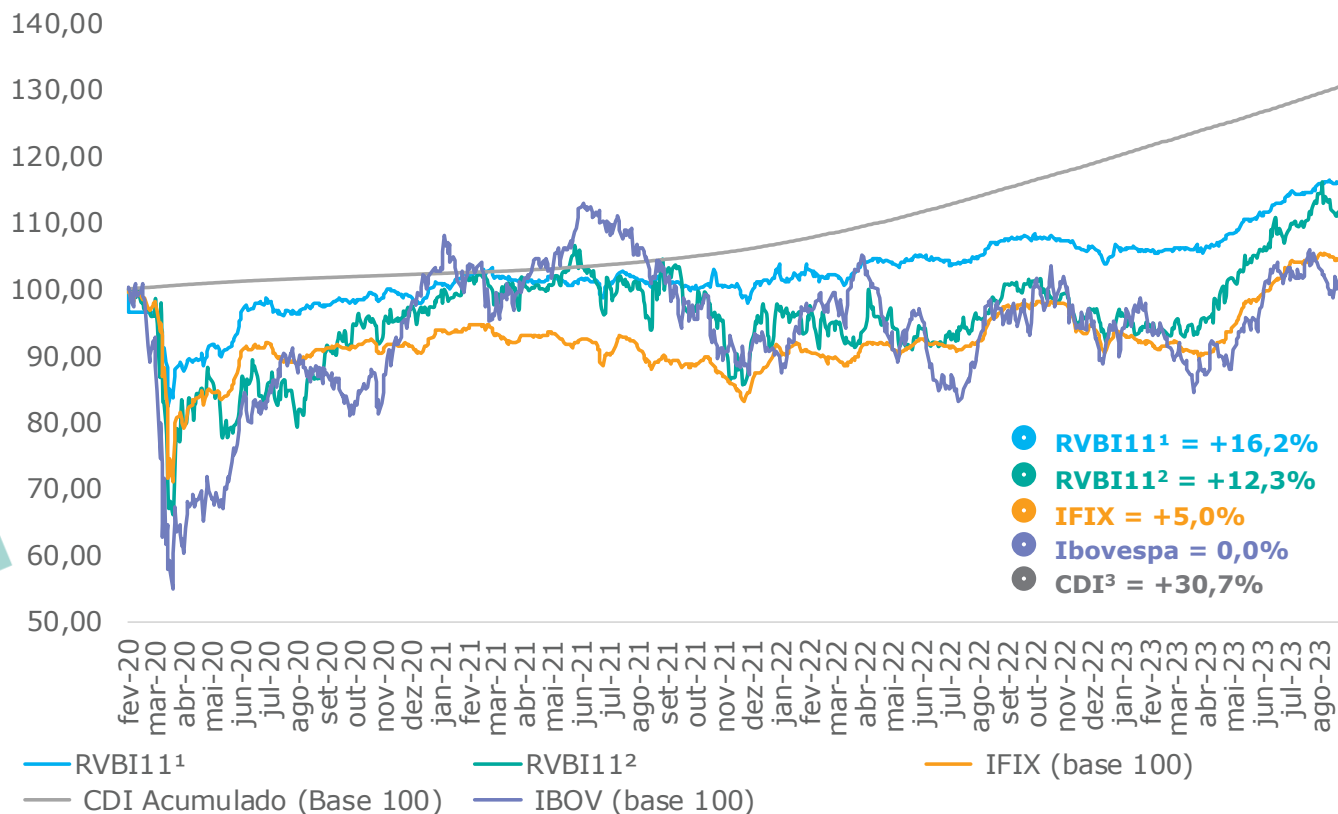
DIVIDEND YIELD





RENTABILIDADE

PERFORMANCE ACUMULADA



¹Valor da Cota Patrimonial ajustada pelos rendimentos; ²Valor da cota ajustada por rendimento; ³CDI com alíquota de imposto de renda de 15%. Fonte: Bloomberg.

Desde o início do Fundo em março de 2020, o retorno total¹ do PL do VBI REITS foi de +16,2%. No mesmo período, o IFIX apresentou alta de +5,0% o que significa geração de aproximadamente 1.111 bps de alpha para o investidor. Já o valor das cotas RVBI11 negociadas na B3 desde o início apresentam retorno total² de +12,3%, o que equivale a aproximadamente 723 bps de alpha sobre o IFIX gerados para o investidor.

Ao final de agosto, o valor da cota do Fundo apresentava deságio em relação ao seu PL em cerca de 4,4%, com PL/cota em R\$ 87,34 e cotação de R\$ 83,46 (P/PL = 0,96x).

Ressaltamos que o PL do Fundo reflete a marcação a mercado diária das cotas dos FIIs em carteira, CRI, caixa e equivalentes, descontadas as obrigações do VBI REITS como taxas e despesas, também provisionadas em uma base diária.



RENTABILIDADE

	AGOSTO/23	2023	12 meses	Desde o Início ¹
IFIX	+0,5%	+12,1%	+7,9%	+5,0%
Patrimônio Líquido²	+1,1%	+11,1%	+10,0%	+16,2%
Cota³	-1,2%	+23,1%	+15,1%	+12,3%

¹Considerando os dividendos acumulados desde o encerramento de cada oferta sobre o respectivo preço de emissão;

²Considerando alíquota de 15% de imposto sobre o DI. Fonte: VBI Real Estate e Bloomberg;

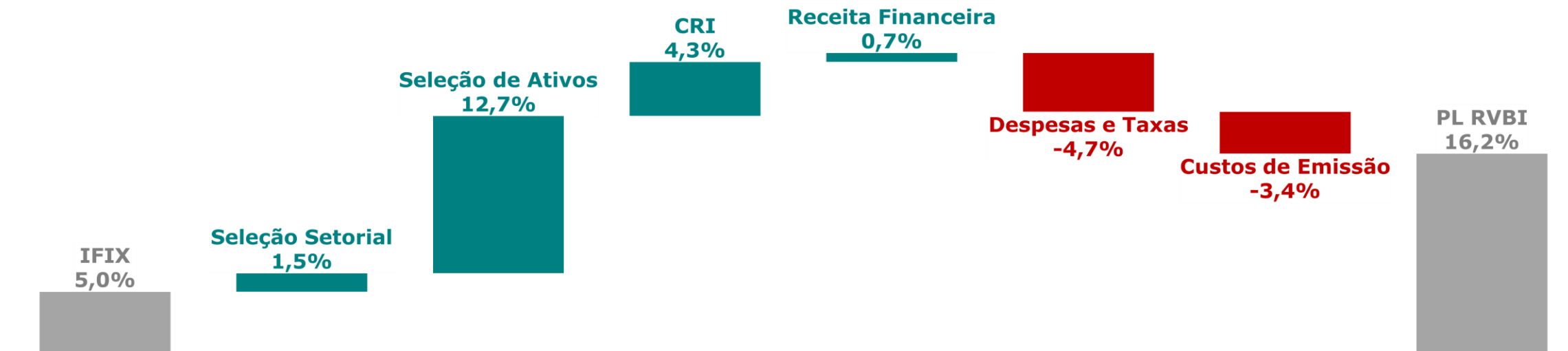
³Não inclui distribuição de rendimentos pagos a recibos de cotas.



RENTABILIDADE

ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE ACUMULADA

Entre 04/02/20 (IPO do VBI REITS) e 31/08/23, o IFIX acumulou alta de +5,0%, enquanto o PL¹ do Fundo avançou de +16,2% - esta diferença de +11,1 p.p. equivale a alpha de 1.111 bps gerados para o investidor - sendo esta uma das principais formas de mensurar a performance da gestão ativa. Esta diferença positiva pode ser decomposta nos fatores demonstrados abaixo, como seleção setorial (efeito do maior peso de alocação em setores com melhor performance dentro do IFIX), seleção de ativos (escolha de FIIs com melhor performance dentro de cada setor), receita com CRI e receita financeira, descontadas as despesas recorrentes e os custos de emissão.



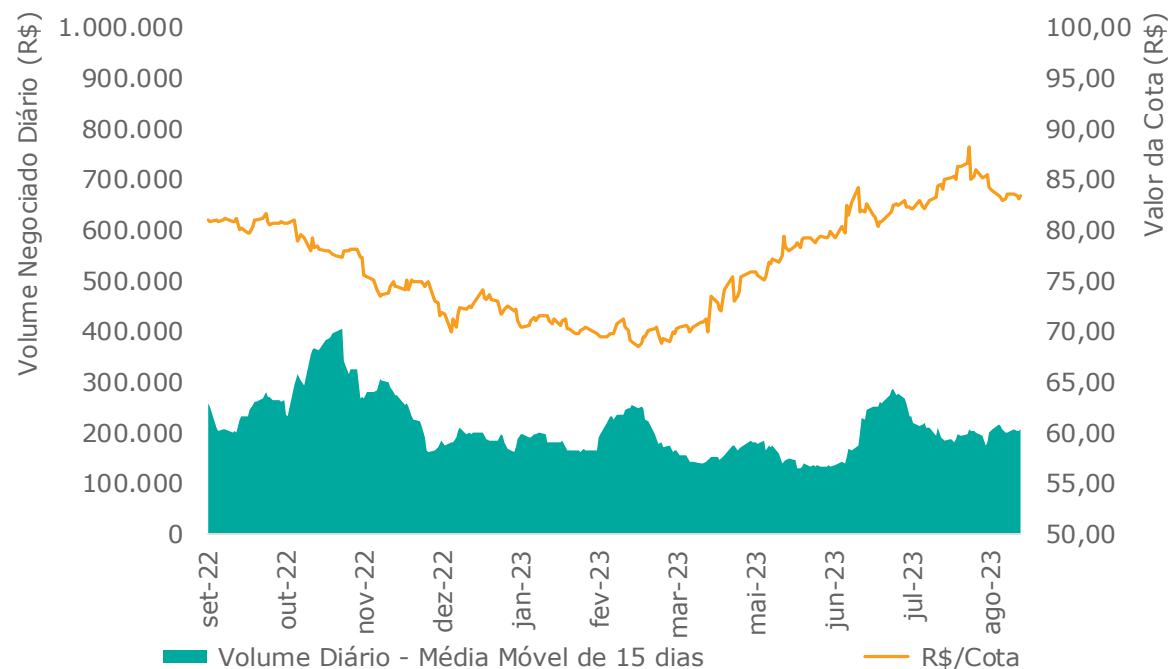
¹Valor da Cota Patrimonial somada aos rendimentos acumulados



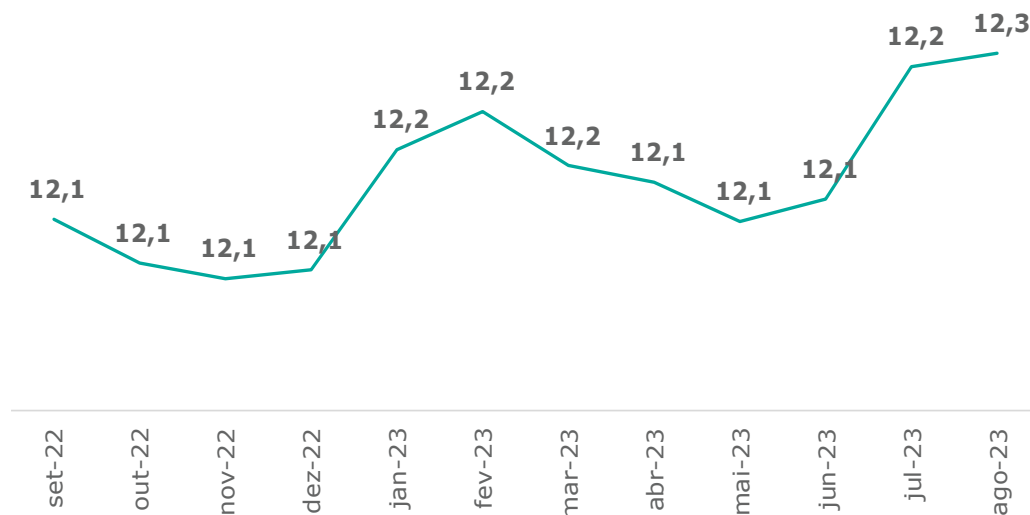
LIQUIDEZ

Durante o mês de agosto, o Fundo apresentou uma liquidez média diária de R\$ 0,2 milhão. O volume negociado durante o mês atingiu o montante de R\$ 4,8 milhões, o que representa um giro de 4,0% em relação ao do valor de mercado na mesma data. Ao final do mês, o Fundo possuía 12,3 mil cotistas.

LIQUIDEZ



NÚMERO DE COTISTAS (em milhares)



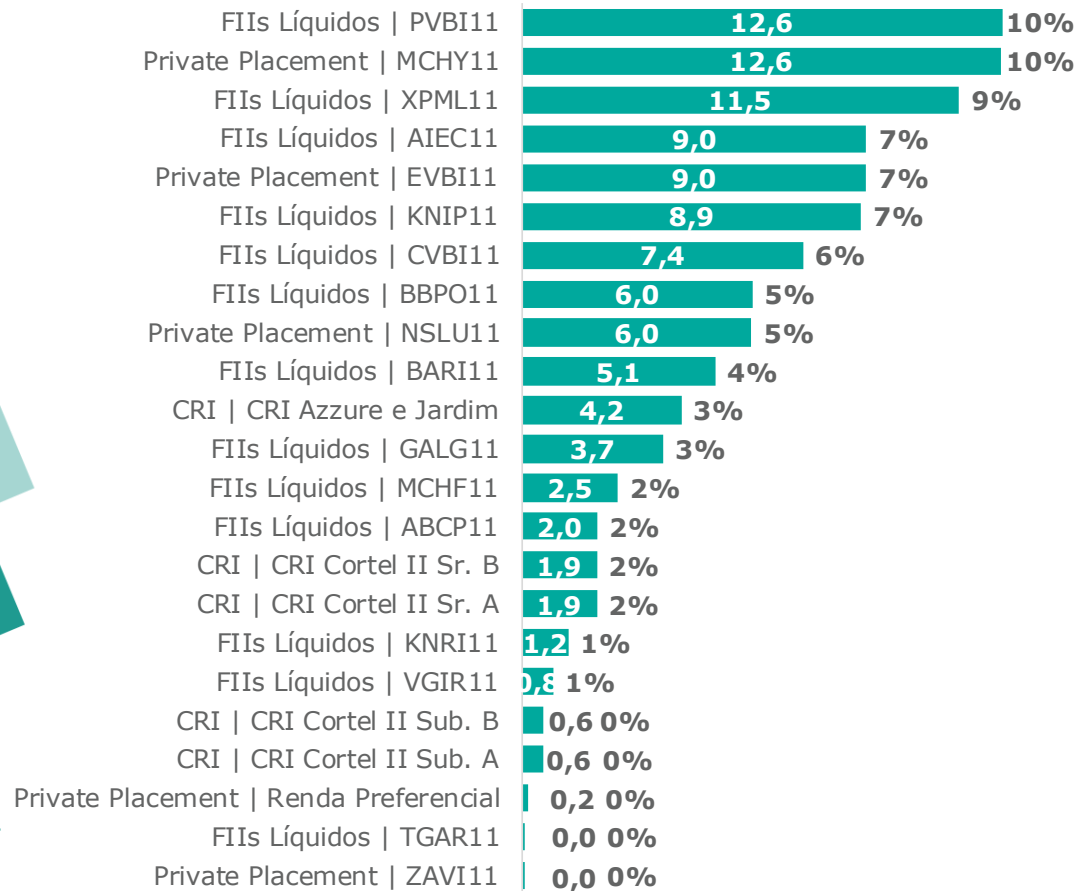
Fonte: Bloomberg

CARTEIRA DE ATIVOS

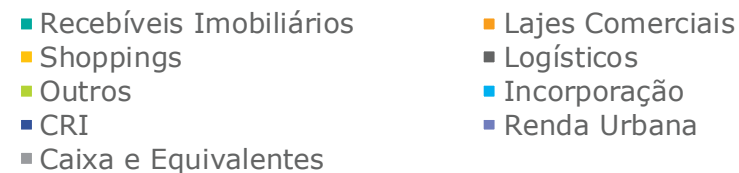
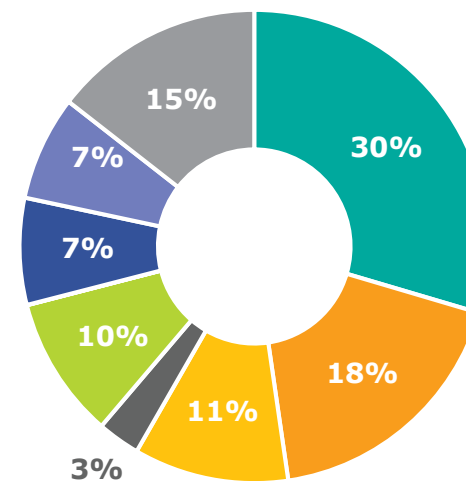


Ao final do mês, o total do patrimônio líquido alocado em ativos imobiliários era de 85,5% do patrimônio líquido do Fundo.

EXPOSIÇÃO POR ATIVO (em R\$ milhões)



EXPOSIÇÃO POR SETOR



Clique aqui para acessar nossas [Planilhas de Fundamentos](#)



¹Caixa e Equivalentes, líquidos de provisões a pagar

CARTEIRA DE ATIVOS (CRI)



Clique aqui para acessar nossas [Planilhas de Fundamentos](#)



CRI Azzure e Jardim

O CRI Azzure e Jardim tem um volume de emissão de R\$ 58,2 milhões a IPCA+ 8,75% a.a., dos quais o VBI REITS adquiriu R\$ 5,0 milhões. O CRI Azzure e Jardim é uma securitização de 2.872 contratos provenientes da compra de lotes de 4 empreendimentos lançados entre 2012 e 2014. A maior parte está localizado no estado do Mato Grosso, sendo apenas 1 projeto no Espírito Santo, na cidade de São Mateus. Os projetos foram desenvolvidos pela BrDU Urbanismo, loteadora com mais de 20 anos de atuação e focada na região centro-oeste. Todas as obras estão entregues. O CRI conta com ampla cobertura de garantias como cessão de recebíveis de 100% dos contratos de compra e venda, alienação fiduciária das cotas da SPE, do imóvel, aval dos sócios e fundo de reserva.

SEGMENTO	REGIÃO	INDEXADOR	TAXA EMISSÃO (a.a.)	TAXA MTM (a.a.)	MONTANTE (R\$ mm)	% PL
Loteamento	SP, MT e GO	IPCA	8,8%	10,7%	4,2	3,3%

CARTEIRA DE ATIVOS (CRI)



Clique aqui para acessar nossas [Planilhas de Fundamentos](#)



CRI Cortel II

O CRI Cortel II tem um volume de emissão de R\$ 90 milhões (CDI + 3,50% a.a.), dividido em duas tranches, uma sênior com volume de R\$ 70 milhões (CDI + 3,50%) e outra subordinada com volume de R\$ 20 milhões (CDI + 4,60%), sendo cada uma dividida em 2 séries (A e B), dos quais o VBI Reits FOF adquiriu R\$ 4,0 milhões da tranche sênior, sendo R\$ 2,0 milhões da série A e R\$ 2,0 milhões da série B e R\$ 1,2 milhões da tranche subordinada, sendo R\$ 0,6 milhões da série A e R\$ 0,6 milhões da série B. O CRI conta com ampla cobertura de garantias como alienação fiduciária do cemitério São Vicente, cessão de recebíveis e fundo de reserva. O grupo Cortel atua no mercado de deathcare desde 1971 e atualmente opera em 5 estados (RS, SP, RJ, MG e AM) através de uma estrutura verticalizada composta por cemitérios e planos funerários. O grupo é o principal player de um segmento altamente fragmentado no Brasil.

SEGMENTO	REGIÃO	SÉRIE	INDEXADOR	TAXA EMISSÃO (a.a.)	TAXA MTM (a.a.)	MONTANTE (R\$ mm)	% PL
Deathcare	RS	Sênior A	DI	3,5%	3,5%	1,9	1,5%
Deathcare	RS	Sênior B	DI	3,5%	3,5%	1,9	1,5%
Deathcare	RS	Subordinada A	DI	4,6%	4,6%	0,6	0,4%
Deathcare	RS	Subordinada B	DI	4,2%	4,2%	0,6	0,4%



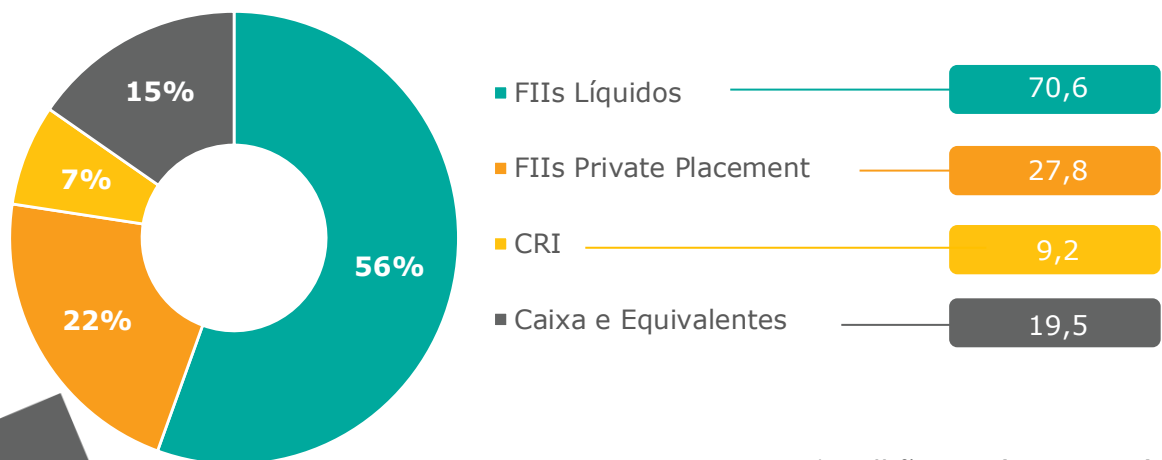
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO

	AGO-23	R\$/cota	ACUM. 2023	ACUM. 12M
Rendimento com FIIs	972.261	0,68	8.492.396	12.329.349
Receita de ganho de capital	2.936	0,00	2.936	755.210
Receita com CRI	108.356	0,08	1.014.156	1.567.286
Receitas - Total	1.083.554	0,75	9.509.488	14.651.844
Despesas Operacionais	(114.844)	(0,08)	(976.139)	(1.947.368)
Outras Despesas	0	0,00	0	0
Despesas - Total	(114.844)	(0,08)	(976.139)	(1.947.368)
Resultado Operacional	968.709	0,67	8.533.349	12.704.476
Resultado Financeiro Líquido	53.145	0,04	127.545	210.555
Lucro Líquido	1.021.854	0,71	8.660.894	12.915.031
Reserva de Lucro	58.146	0,04	(20.894)	44.969
Resultado Distribuído	1.080.000	0,75	8.640.000	12.960.000
Resultado Distribuído Por Cota (R\$)	0,75		6,00	9,00

BALANÇO PATRIMONIAL

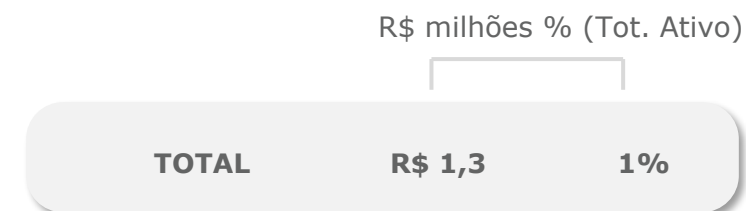


ATIVO (em R\$ milhões)



PASSIVO (em R\$ milhões)

Rendimentos a distribuir	1,1	1%
Impostos e Contribuições a Recolher	0,0	0%
Provisões a Pagar	0,1	0%



PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em R\$ milhões)



GESTÃO DE PORTFÓLIO



MODELO DE GESTÃO



O Time de Gestão

de Fundo é responsável pela análise dos fundos e dos ativos, definição do processo de alocação, relação com gestores de FIIs, monitoramento de risco, modelagem dos investimentos, relação com Investidores, validação de resultados e distribuições.

TIME VBI LOGÍSTICO

Experiência: R\$ 1,6 bilhão investidos em 16 Projetos (727 mil m² de ABL)

TIME VBI CRÉDITO ESTRUTURADO

Experiência: R\$ 2,6 bilhões comprometido em 40 operações

TIME VBI RESIDENCIAL

Experiência: R\$ 474 milhões comprometido em 23 Projetos (1,3 milhão de m²)

TIME VBI STUDENT HOUSING

Experiência: R\$ 385 milhões comprometidos em 6 Projetos (38 mil m² de ABL)

TIME VBI OFFICE

Experiência: R\$ 1,4 bilhão investidos em 10 Projetos (138 mil m² de ABL)

TIME VBI RETAIL

Experiência: R\$ 320 milhões investidos em 3 Projetos (79 mil m² de ABL)

TIME VBI VAREJO

Experiência: R\$ 201 milhões investidos em 5 Projetos (28 mil m² de ABL)



Suporte especializado na análise fundamentalista

GESTÃO DE PORTFÓLIO

Clique aqui para acessar nossa Política de Conflito de Interesses 

PROCESSO DE INVESTIMENTO

1 PRÉ-ANÁLISE

- Análise inicial do investimento com o conceito, indicadores e matriz de retorno ajustado dado risco;
- Análise fundamentalista de cada fundo até o nível do ativo, com o suporte da vertical especializada neste setor na VBI;
- Alinhamento com visão macro da gestão;
- Construção de um pacote de análise para apreciação do comitê de investimentos.

2 APROVAÇÃO

- Visita in-locu junto aos gestores e compreensão da localização, valor, qualidade e liquidez dos ativos;
- Análise do mercado e indicadores demográficos e macroeconômicos da região dos ativos e do setor de atuação;
- Ponderação entre o aspecto imobiliário do fundo (liquidez dos ativos, facilidade para substituição dos locatários, valor de mercado resiliente) e o aspecto de ocupação dos ativos (qualidade de crédito dos locatários, força dos contratos de locação, prazo de vencimento e etc).

3 AQUISIÇÃO E MONITORAMENTO

- Checagem da satisfação dos parâmetros do investimento conforme análises feitas nas etapas de pré-análise e aprovação
- Acompanhamento mensal dos recebimentos, renovação de contratos, inadimplência, necessidade de investimentos e performance das cotas;
- Acompanhamento mensal de dados do mercado que podem impactar positiva ou negativamente no título de crédito.

← AVALIAÇÃO DO COMITÊ DE INVESTIMENTO



SÓCIO FUNDADOR E HEAD DE ENERGIA: Ken Wainer	SÓCIO FUNDADOR e HEAD DE ESCRITÓRIOS: Rodrigo Abbud	COO: Sérgio Magalhães	SÓCIO E HEAD DE CRÉDITO ESTRUTURADO: Vitor Martins	SÓCIO E HEAD DE PROJETOS LOGÍSTICOS: Alexandre Bolsoni
HEAD DE VAREJO: João Sammarone	SÓCIO E HEAD DE RESIDENCIAIS E STUDENT HOUSING: Giuliano Ricci	HEAD DE COMPLIANCE: Juliana Yassuda	SÓCIO E HEAD DE FUNDOS DE FUNDOS: Ricardo Vieira	PATRIA

VOCÊ SABIA que desde **abril/23** disponibilizamos um novo formato de *video report* nos canais **VBI?**

Para assistir, acesse os sites dos fundos ou nosso canal no YouTube: **VBIRealEstateBR**

ALÉM DISSO, também lançamos a **#comunidadeVBI**

Conteúdos exclusivos e documentos VBI em uma comunidade no WhatsApp a um clique de distância.

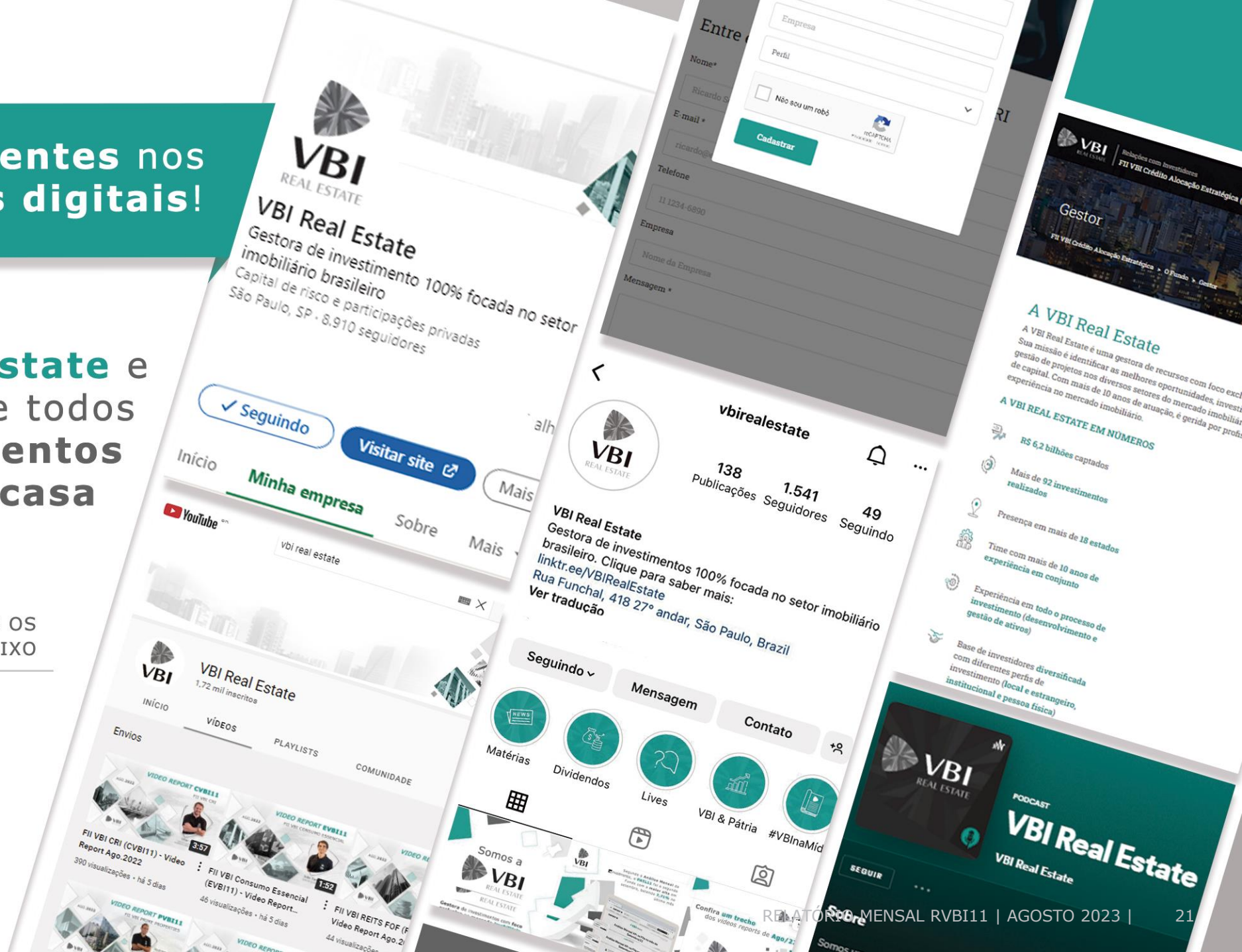
Para fazer parte da nossa comunidade no WhatsApp, **clique aqui!**

Link da #comunidadeVBI: <https://chat.whatsapp.com/JPsYcSGUX4h3TJBu1K1IC8>

Estamos presentes nos principais canais digitais!

Siga a **VBI Real Estate** e fique por dentro de todos os acontecimentos da casa

CLIQUE AQUI PARA ACESSAR TODOS OS CANAIS VBI OU ESCANEIE O QR CODE ABAIXO



SOBRE

O GESTOR

Gestora de Fundos **100% focada**
no setor imobiliário brasileiro

Time com mais de **10 anos**
de atuação em Real Estate

FUNDADA em
2006

E ATÉ o ano de
2023

comprometeu capital de
aproximadamente **R\$ 8,3**
bilhões no setor imobiliário

95

investimentos realizados
em mais de **18 estados**





Escaneie o QR Code para
acessar os canais da VBI
Real Estate ou [clique aqui](#).



www.vbirealestate.com

www.rvbi11.com.br

+55 (11) 2344-2525

Rua Funchal, 418 27º andar
Vila Olímpia – São Paulo, SP



Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. As informações contidas nesta carta não podem ser consideradas como única fonte de informações no processo decisório do investidor, que, antes de tomar qualquer decisão, deverá realizar uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos, face aos seus objetivos pessoais e ao seu perfil de risco ("Suitability"). Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em Fundos imobiliários não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo Fundo garantidor de crédito - FGC. É recomendada a leitura cuidadosa do Formulário de Informações Complementares e regulamento do Fundo de investimento pelo investidor ao aplicar seus recursos. ESTE FUNDO TEM MENOS DE 12 (DOZE) MESES. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.