

AZQUEST

AZ QUEST SOLE FIAGRO IMOBILIÁRIO – AAZQ11



Relatório Gerencial
Fevereiro de 2023

AZ Quest Sole FIAGRO FII - AAZQ11

PÚBLICO ALVO

Investidores em Geral

INÍCIO DO FUNDO

02/12/2022

PRAZO DE DURAÇÃO

Indeterminado

TIPO

Condomínio Fechado

CATEGORIA ANBIMA

Gestão Ativa | Títulos e Valores Mobiliários

CNPJ

44.625.826/0001-11

CÓDIGO ISIN

BRAAZQCTF001

TICKER B3

AAZQ11

QUANTIDADE DE COTAS

24.037.284

GESTOR



ADMINISTRADOR



CUSTODIANTE



TAXA DE

ADMINISTRAÇÃO

1,2% a.a. sobre PL

TAXA DE

PERFORMANCE

10% sobre o que exceder 100% do CDI

TRIBUTAÇÃO

PF: Rendimentos isentos e 20% sobre ganho de capital e amortização
PJ: 20%

DIVULGAÇÃO DE RENDIMENTOS

Último dia útil

PAGAMENTO DE RENDIMENTOS

Até 10º dia útil

RESUMO

Valor de Mercado (VM)

R\$ 9,86 por cota

Valor Patrimonial (VP)

R\$ 9,61 por cota

Valor de Mercado

R\$ 237.007.620,20

Patrimônio Líquido

R\$ 231.064.980,16

Distribuição de rendimentos do mês

R\$ 0,13

Volume Negociado no mês

1.501.653 cotas

R\$14.716.882,68

Média diária de volume negociado

83.425 cotas

R\$817.604,59

Yield Médio da Carteira

CDI + 6,77% a.a.

VM/VP

1.03x

Número de Cotistas

6.545

O AZ Quest Fiagro FII – AAZQ11 – é um Fundo de Investimentos nas cadeias produtivas agroindustriais (“Fiagro”) constituído na forma de condomínio fechado, com prazo indeterminado de duração.

OBJETIVO: Investimento em valores mobiliários relacionados com as cadeias produtivas agroindustriais, sendo principalmente: (i) Ativos Alvo: Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI); (ii) Ativos de Liquidez: Letras de Crédito do Agronegócio (LCA), Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras Imobiliárias Garantidas (LIG), Cotas de FIAGRO e demais ativos financeiros, títulos e valores mobiliários que sejam ou venham a ser permitidos pela legislação ou regulamentação aplicável.

PROVENTOS: O Fundo utilizará regime de melhores esforços para distribuir aos seus cotistas, no mínimo, 95% dos Rendimentos recebidos no período, considerado mensalmente. O resultado auferido será distribuído aos cotistas mensalmente, no 10º dia útil do mês subsequente ao recebimento dos recursos pelo fundo. Farão jus aos rendimentos os titulares de cotas do Fundo no fechamento do último dia útil do mês anterior à data de distribuição de rendimento, de acordo com as contas de depósito mantidas pela instituição escrituradora das cotas.

AGENDA

1. Comentário do Gestor
2. Agrogalaxy
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados



Comentário do Gestor

No relatório desse mês, decidimos abordar um tema que entrou em evidência recentemente, fruto da reprecificação de ativos de crédito: métricas de risco.

A métrica mais comum para mensuração de risco na classe de ativos de crédito é a probabilidade de *default*¹. Através dela, busca-se atribuir o risco de determinado ativo, sua precificação correta e, por consequência, a aprovação ou reprovação da sua entrada no portfólio.

Agências especializadas desenvolveram escalas para classificação do risco, num conceito com combinações alfanuméricas e de caracteres especiais representando notas que só permitem entender o risco por comparação. Sabe-se que um devedor de *rating* AA- é percebido como melhor pagador que o de *rating* A+ por aquela agência classificadora.

Embora seja bastante difundido e amplamente utilizado, a transformação de um conceito quantitativo em qualitativo cria certa abstração deliberadamente, uma vez que credores poderiam questionar as probabilidades em momento anterior aos defaults observados.

O processo para uma primeira avaliação de *rating* costuma ser bastante exigente. Analistas buscam entender o ciclo operacional e financeiro da empresa, as principais vulnerabilidades, curva de clientes e fornecedores e o mercado que está inserido. No fim, é comum existir uma frustração do devedor em sua primeira nota.

Cabe ressaltar que a estrutura de garantias de uma operação não é considerada na avaliação da nota de risco das agências. A nota qualifica a probabilidade de *default*.

O gestor de crédito usa uma combinação maior de ferramentas para avaliação do risco. Um conceito que traz maior amplitude é Esperança. Trata-se da combinação entre probabilidade e valor esperado para cada evento possível no ativo. Traduzindo numa equação, seria como:

$$E = P_D * VE_D + (1 - P_D) * VE_{ND}$$

Onde:

E : valor esperado do ativo

P_D : Probabilidade de default do ativo

VE_D : Valor esperado de recebimento no evento de default

VE_{ND} : Valor esperado de recebimento sem evento de default






Comentário do Gestor

Para conseguir detalhar o conceito, vamos aprofundar de maneira didática. A probabilidade de default (P_D) já foi discutida acima e, embora não seja fácil de calcular, é possível estimar com algum nível de confiança². O valor esperado de recebimento sem evento de default (VE_{ND}) é o valor do principal³ acrescido de juros, ou seja, quanto se recebe se tudo correr como planejado. O valor esperado de recebimento no evento de default (VE_D) também é conhecido como *recovery value*⁴ e representa o montante de recuperação possível, caso o devedor se torne inadimplente. No caso de apenas dois eventos, a probabilidade de um acontecer será sempre a diferença entre o 100% e a probabilidade do outro.

Boas práticas em geral recomendam que haja reforço de garantias numa operação à medida que o risco de default aumente, de tal sorte que o valor esperado do ativo ainda se mantenha. No caso das agências de rating, a avaliação da estrutura é feita, mas não é incorporada à nota de crédito do ativo, uma vez que é observada a probabilidade de default ao invés do valor esperado do ativo.

A classe de ativos de créditos estruturados recebe esse nome justamente por conceber estruturas com instrumentos mitigantes de risco que resultem no aumento do recovery value.

A seguir, detalhamos os instrumentos mais comuns usados no agronegócio como mitigadores:

-  **Q** Cessão fiduciária de direitos creditórios: é utilizada como mitigador da dependência exclusiva de geração de caixa do devedor. Normalmente associado com um direito creditório performado⁵, esse instrumento vincula o pagamento do direito creditório em uma conta associada à operação de crédito. Em caso de descumprimento das obrigações, os valores podem ser bloqueados. Contratos de venda de mercadoria, de serviço ou duplicatas são os instrumentos mais comuns.
- Q** Alienação fiduciária de um bem: é um instrumento robusto por ter a capacidade de blindar a garantia vinculada de um pedido de recuperação judicial. Por sua natureza extrajudicial, em caso de descumprimento de obrigações, o credor tem direito à posse do bem em caso de descumprimento das obrigações firmadas. Alienação fiduciária de áreas rurais ou de culturas perenes são os instrumentos mais comuns.
- Q** Penhor rural: é um instrumento bastante utilizado no setor para uso da produção agrícola como garantia. É feito um registro em cartório na matrícula do imóvel rural produtor de determinada cultura, que vincula a comercialização do produto à anuência do credor. É muito utilizado na relação comercial entre produtores de grãos e *tradings*⁶.



Comentário do Gestor

- 🕒 *Cash Collateral*: representa exatamente sua tradução literal, sendo a retenção de um montante em dinheiro numa conta vinculada à operação.
- 🕒 Subordinação: é um instrumento que funciona como uma camada de proteção para um ativo. Normalmente associado às carteiras pulverizadas de recebíveis, a subordinação absorve valores inadimplidos ou em atraso, sem que afete o valor esperado de recebimento da parcela que recebeu a proteção – normalmente chamada de sênior.
- 🕒 *Excess Spread*: trata-se de uma taxa de desconto aplicada no lastro de uma securitização que seja maior que a taxa de remuneração do ativo. Nesse caso, no momento de recebimento do lastro, há um caixa excedente que pode absorver possíveis perdas de natureza diversa.

Além disso, custos de litígio, recuperação de crédito e cobrança extrajudicial são considerados para atribuição do *recovery value*, dando sustentação para métricas como:

- 🕒 *Overcollateral*: excedente de valor em garantia. É bastante vinculada à previsibilidade de preço e liquidez da garantia associada, sendo menor nos casos de alta previsibilidade de seu valor comercial.
- 🕒 *Loan-to-Value (LtV)*: é a razão entre a exposição do valor em risco e o valor do ativo real em garantia. Normalmente, o valor em risco representa o saldo devedor líquido da operação (principal + juros – cash collateral). Importante destacar que é uma métrica dinâmica, pois tanto o valor em risco, quanto o valor de mercado do ativo podem variar no tempo.
- 🕒 Valor de liquidação em venda forçada: Trata-se de uma métrica utilizada em laudos de avaliação imobiliária, convencionada em 70% do valor de mercado do imóvel. O critério utilizado é que uma diminuição do valor de venda em 30% é capaz de acelerar a velocidade de venda do imóvel.


Frequentemente, é possível combinar mais de um instrumento para robustecer garantia, entendendo fluxos de cobrança e priorizando os instrumentos mais eficientes. Isso maximiza o *recovery value*.

Sobre estimativa de probabilidade de *default*, entendemos que deve ser feita a partir do desdobramento em 3 componentes:

- 🕒 Setorial: avaliação de elementos que tem efeito *top-down* na capacidade de pagamento dos devedores. Ex.: compressão de margem bruta tem efeito em toda a cadeia produtiva.
- 🕒 Operacional: construção de indicadores-chave para acompanhamento periódico podem sinalizar problemas operacionais que resultem em queda de receita ou aumento de custo.



Comentário do Gestor

 Financeiro: indicadores de alta frequência ou *covenants* financeiros⁷ podem ser instrumentos de controle dos credores. Quando bem parametrizados, permitem a gestão de uma companhia sem descontrole financeiro.

Em suma, o valor esperado como métrica de risco para avaliação de ativos de crédito consegue ser bastante assertivo para classificação de ativos.

Independente da sofisticação, entendemos que a avaliação de valor esperado no momento da concessão do crédito e durante o monitoramento da operação consegue ser ótimo substituto de uma atribuição de *rating*.

Por fim, trabalhamos na evolução constanteda avaliação de risco e com amplo espaço para o debate com outros agentes.

1. Default é o termo usado para descrever a inadimplência de uma obrigação por um devedor.
2. Nível de confiança é uma métrica descrita dentro do intervalo de 0 a 100% que avalia a confiabilidade de uma estimativa.
3. Principal é o valor nominal do crédito sem acréscimo de juros.
4. Recovery value é o termo usado para descrever a expectativa de valor recuperável no ativo em caso de default do devedor. Pode variar entre 0% e mais de 100% de acordo com o tipo de estrutura de crédito
5. Direitos creditórios performados é o termo usado para descrever recebíveis comerciais que tiveram seu ciclo comercial completo, que não sejam passíveis de discussão, como a venda e a entrega de um produto ou serviço, satisfeitas todas as condições comerciais acordadas.
6. Tradings são comercializadoras de commodities. São o canal mais comum de exportação de produção e atuam comprando e vendendo volumes expressivos de produtos com um pequeno ganho (spread) entre as transações.
7. Covenants financeiros são métricas quantitativas que apuram solidez financeira, alavancagem, liquidez ou similares. Quando acordados em uma operação de crédito, são monitorados durante sua existência. Em caso de descumprimento, são aplicadas sanções que variam entre prêmio, aumento do custo ou liquidação antecipada.

AGENDA

1. Comentário do Gestor
2. Agrogalaxy
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados






Agrogalaxy

No relatório deste mês optamos por comentar a tese de investimento que embasou o investimento no CRA da Agrogalaxy, uma operação de mercado que foi coordenada e distribuída por seis bancos de investimento, em Setembro de 2022. A operação contou com um volume total de R\$ 500 milhões (dos quais investimos R\$ 15 milhões), com prazo de vencimento de 5 anos e remuneração de CDI + 4,25% ao ano.

A Agrogalaxy é uma das principais empresas brasileiras que atuam na revenda de insumos agrícolas para produtores rurais e na originação e comercialização de grãos. A empresa possui seu capital negociado na B3 e é fruto da fusão de aproximadamente 10 grupos de porte médio nos últimos 6 anos.

Após um forte processo de consolidação no setor, a Agrogalaxy possui uma área de atuação ampla, com 150 lojas agrícolas, 28 silos e 13 unidades de sementes, distribuídos em 13 estados e cobrindo mais de 23 mil clientes. De qualquer maneira, vale observar que mesmo com o robusto processo de consolidação que realizou nos últimos anos, ainda existe grande espaço de crescimento, pois esse mercado é vasto e a companhia, mesmo sendo líder do setor, possui apenas 8% de *market share*.

Dentre os principais pontos de mercado e de crédito que justificaram nosso investimento, destacamos os seguintes:

-  Foco no cliente: a Agrogalaxy está focada em atender o pequeno produtor (100-200 hectares) e médio produtor (200 – 10,000 hectares) que ainda não são atendidos diretamente pelos fabricantes de insumos e precisam recorrer aos distribuidores. Nesse sentido, a escala no número de lojas agrícolas e a ampla variedade de produtos são diferenciais da empresa para um melhor atendimento dos clientes e, por consequência, para o seu crescimento.
-  Resiliência do Business: algo que devemos reconhecer na Agrogalaxy é a resiliência na sua atuação, tendo em vista que a empresa vende insumos tradicionais adquiridos dos fabricantes para os produtores rurais, que possuem demanda quase inelástica aos produtos. Dessa forma, a empresa consegue acrescentar seu mark-up nos produtos que distribui de forma consistente, fazendo com que a margem EBITDA seja estável (variando entre 5,4% e 6,3% entre os diversos trimestres da companhia desde 2019).
-  Captura indireta do crescimento do agronegócio: a Agrogalaxy atua na venda de insumos para os produtores rurais, portanto, o crescimento destes leva ao aumento da demanda por insumos e, conseqüentemente, ao crescimento das vendas da Agrogalaxy.





Agrogalaxy

- 🕒 Governança Corporativa: a Agrogalaxy é uma empresa que segue as diretrizes do Novo Mercado (B3), possuindo demonstrações financeiras auditadas e disponibilizadas aos investidores a cada trimestre. A administração da empresa é profissionalizada e a empresa possui Conselho de Administração, com 4 dos 9 membros sendo independentes.
- 🕒 Possibilidade de atuação no secundário: a grande maioria dos investimentos do AAZQ11 são realizados em ativos originados e estruturados por nós, o que resulta em possibilidades menores de negociação de ativos no secundário. Este não é o caso do CRA AGROGALAXY, já que (i) a emissão possui um volume total expressivo; (ii) a empresa é conhecida por grande parte dos investidores profissionais (não necessariamente especializado no segmento do agronegócio); e (iii) apresenta melhoras operacionais e financeiras, justificando o eventual fechamento da taxa. Nesse sentido, no mês passado acabamos por diminuir nossa exposição no ativo, com a venda de aproximadamente BRL 4 milhões de CRAs.

A Agrogalaxy reportou uma receita de R\$ 6,5 bilhões em 2021, o que representou um crescimento de 150% frente ao ano anterior, quando a empresa possuía receita de R\$ 2,6 bilhões. O crescimento entre esses dois anos foi motivado basicamente pelo crescimento do volume vendido (aumento de 40,1% frente ao ano anterior) e pelo preço das mercadorias (aumento de 15,2% frente ao ano anterior). A empresa reportou um EBITDA de 6,3% (o maior já reportado até então) .

Em 2022, a Agrogalaxy realizou a abertura de 5 lojas, totalizando 150 lojas, com expansão das operações para Santa Catarina. Houve aumento da carteira de pedidos em 92%, com a empresa atingindo R\$ 2,8 bilhões, em Setembro de 2022, frente a R\$ 1,4 bilhões em Setembro de 2021, o que demonstra o quão vasto é este mercado.

Ao avaliarmos o período dos últimos 12 meses de resultado, entre setembro 2021 e setembro 2022, houve aumento de receita para R\$ 10,7 bilhões, sendo 32,9% motivado pelo aumento de preços e 20,8% pelo crescimento de volume. O segmento de insumos manteve a margem bruta frente ao período anterior (18,9%), enquanto o segmento de grãos reportou apenas 1,3% de margem. Já o EBITDA reportado no período foi de R\$ 597 milhões, equivalente a 5,6% de margem EBITDA. Embora a margem tenha caído, ainda está dentro do range histórico dos últimos anos.





Agrogalaxy

Já no tocante a alavancagem financeira, a empresa reportou R\$1 bilhão de dívida líquida (ou R\$ 1.7 bilhão, incluindo as cessões de crédito). Dessa forma, teríamos uma alavancagem média de 1,77x de Dívida Líquida/EBITDA ou (2,95x, caso sejam incluídas as cessões). Portanto, embora a empresa tenha reportado números marginalmente inferiores aos de fechamento de 2021, ainda estão dentro de seus padrões históricos e em respeito aos covenants da operação.

COMPETIDORES NO MERCADO DE REVENDAS

O mercado de revenda de insumos é muito pulverizado, com diversas empresas pequenas em diversas regiões do Brasil. Entre as principais empresas de porte médio e grande temos as seguintes empresas:



A Lavoro e a Agrogalaxy hoje possuem as maiores operações do mercado brasileiro, com aproximadamente 8% de participação de mercado. Entendemos também que as empresas competem em alguns mercados relevantes similares, tais como norte do Mato Grosso, Tocantins e leste de Rondônia. Portanto, vemos que Lavoro e Agrogalaxy como comparáveis próximos de operação, número de lojas e situação de crédito.

Sobre o assunto, vale a utilização da metodologia de análise de peer comparison, em que comparamos duas empresas que tenham similaridades operacionais, financeiras e estruturais, com o fim de avaliar as fortalezas e riscos de cada uma. Nesse caso, ao investir e monitorar o investimento em Agrogalaxy, a comparamos com a Lavoro. Abaixo temos as principais métricas financeiras das duas empresas:



Agrogalaxy

Agrogalaxy Ano	31-Dec 2020	31-Dec 2021	Lavoro Ano	30-Jun 2020	30-Jun 2021	30-Jun 2022
DRE (MM)			DRE (MM)			
Receita Líquida	2.631	6.581	Receita Líquida	2.706	5.099	7.747
Lucro Bruto	328	902	Lucro Bruto	322	736	1.326
EBITDA	129	414	EBITDA	17	208	481
Lucro Líquido	76	119	Lucro Líquido	(122)	21	108
Margens (%)			Margens (%)			
Margem Bruta	12,48%	13,71%	Margem Bruta	11,91%	14,43%	17,11%
Margem EBITDA	4,91%	6,29%	Margem EBITDA	0,6%	4,09%	6,21%
Margem Líquida	2,90%	1,81%	Margem Líquida	-4,5%	0,4%	1,4%
Balanco Patrimonial (MM)			Balanco Patrimonial (MM)			
Ativo Circulante	3.206	5.405	Ativo Circulante	2.100	3.466	4.376
Ativo Total	4.261	6.775	Ativo Total	2.662	4.402	5.686
Endividamento Total	817	1.278	Endividamento Total	169	242	763
- Dívida de Curto Prazo	817	1.010	- Dívida de Curto Prazo	160	222	681
- Dívida de Longo Prazo	0	267	- Dívida de Longo Prazo	8	21	82
Endividamento Líquido	422	522	Endividamento Líquido	10	-217	509
Passivo Circulante	3.111	4.860	Passivo Circulante	1.763	2.868	3.836
Passivo Total	3.241	5.301	Passivo Total	1.806	2.933	4.017
Patrimônio Líquido	1.020	1.474	Patrimônio Líquido	857	1.468	1.670
Ratios			Ratios			
Liquidez	1,0x	1,1x	Liquidez	1,2x	1,2x	1,1x
Passivo Total / PL	3,2x	3,6x	Passivo Total / PL	2,1x	2,0x	2,4x
Dívida Bruta / EBITDA	6,3x	3,1x	Dívida Bruta / EBITDA	9,7x	1,2x	1,6x
Dívida Líquida / EBITDA	3,3x	1,3x	Dívida Líquida / EBITDA	0,6x	-1,0x	1,1x
Ativo Total / PL	4,2x	4,6x	Ativo Total / PL	3,1x	3,0x	3,4x

No que pese o recorte de informações não ser precisamente igual, já que a Agrogalaxy fecha suas Demonstrações Financeiras em dezembro e a Lavoro fecha as suas em junho, vemos que Agrogalaxy em Dez/2021 tem operações e números parecidos (# de lojas, margem EBITDA, margem Líquida, Liquidez e Dívida Líquida/EBITDA) em relação a Lavoro de Jun/2022.

Acreditamos que, no tempo, a empresa que conseguir integrar seus sistemas de maneira mais rápida e eficiente vai conseguir apresentar números mais consistentes no médio prazo, gerando melhores retornos aos investidores que investem em suas ações e melhora no risco de crédito, com o consequente fechamento de taxa de suas captações.



AGENDA

1. Comentário do Gestor
2. Agrogalaxy
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados



Mercado

A economia global tem apresentado perspectivas melhores em termos de crescimento para 2023 do que há alguns meses, ao mesmo tempo que apresenta maior persistência da inflação, com núcleos de inflação de serviços pressionados. Esse ambiente sinaliza manutenção do aperto monetário por período maior que o esperado tanto por parte do Banco Central Americano (Fed) quanto do Banco Central Europeu (ECB).

Nos Estados Unidos, os destaques foram a divulgação da ata da reunião de fevereiro do Fed, do indicador que baliza a meta de inflação americana (PCE) de janeiro e dos indicadores de confiança das empresas (PMI). Essas divulgações reforçaram a comunicação da autoridade monetária americana em manter as condições financeiras apertadas. Na Europa, os resultados do PMI de fevereiro da Zona do Euro, da França e da Alemanha apresentaram confiança no setor industrial abaixo da expectativa de mercado, enquanto os relativos ao setor de serviços e os que compõem todos os setores vieram acima do esperado. Já fora da Zona do Euro, no Reino Unido, os resultados vieram acima do esperado tanto no setor industrial quanto no de serviços. Na Ásia, o destaque foi a divulgação dos dados japoneses da inflação ao consumidor (CPI) em linha com o esperado e os PMI de fevereiro, apresentando o setor de serviços acima do esperado e industrial abaixo. O CPI veio em linha com o esperado tanto no Japão quanto na China, denotando que a inflação na Ásia segue comportada.

No Brasil, em janeiro, o IPCA foi de 0,53%, acumulando 5,77% em 12 meses, levemente abaixo dos 5,78% observados nos doze meses anteriores entre janeiro e dezembro de 2022, indicando convergência mais lenta à meta de inflação. Nossa previsão é que, para 2023, o IPCA registre alta de 5,5% e caia para 3,2% em 2024, indicando que há um processo de convergência para a meta ao longo do horizonte relevante, que inclui a meta de 3,25% para 2023 e, em menor grau, 3% para 2024, estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional. Esperamos que a taxa básica de juros permaneça em 13,75% até setembro, com um corte de 0,5 p.p. nessa ocasião, quando passará a ser 13,25%. Ademais, em 2023, esperamos uma taxa de crescimento do PIB em torno de 0%, especialmente pelo forte impacto das restrições financeiras sobre a atividade produtiva.

No momento, esperamos um câmbio médio de R\$/US\$ 5,00 no final deste ano, especialmente a partir do comprometimento da Fazenda em diminuir o déficit primário projetado para abaixo de 1% do PIB, assim como dos sinais de que o novo arcabouço fiscal virá fundamentado em limite de despesa e gatilhos que serão acionados, caso não seja cumprido. A continuação da busca por resultado primário menos deficitário, arcabouço fiscal austero e aprovação da reforma tributária melhorará as expectativas e a dinâmica dos juros, da inflação e do crescimento dos próximos anos.





Setorial

Uma abordagem sobre o momento do mercado de proteína animal.

Desde que começamos a buscar ativos no agro, procuramos avaliar oportunidades em todos os setores da cadeia, visando diversificação setorial. Um mercado chamou a atenção pela dificuldade na aprovação dos ativos, restringindo nossa alocação no setor: a cadeia de proteína animal.

Por enquanto, são 37 empresas avaliadas, somando R\$ 1,4 bilhão de reais e ainda não tivemos sucesso na alocação. É bem verdade que nem todas as empresas se restringiram à qualidade de crédito propriamente. Tivemos casos aprovados esbarrando numa precificação equivocada ao nosso ver, com prêmio muito comprimido.

Alguns aprendizados que tivemos:

- ❏ A escalada de preços de soft commodities (commodities agrícolas) provocou forte compressão da margem bruta na produção de proteína animal. Para sobrevivência, foi fundamental buscar eficiência na linha de despesa administrativa.
- ❏ Players verticalizados tiveram alguma proteção na margem líquida agregada, ainda que mantida a trajetória decrescente.
- ❏ A dinâmica de preços favoreceu setores ligados ao fornecimento de suprimento na cadeia ou à distribuição.
- ❏ Por se tratar de bens de consumo substitutos, foi possível perceber o impacto de um setor no outro. Nossa avaliação considera que as culturas mais favorecidas foram peixes e ovos, inclusive com movimentos de aquisições no segundo. Canais de produção com maior consumo de milho foram os mais sensíveis, como suínos e aves. No setor bovino, notamos uma redução do ciclo de produção, levando o animal para abate mais cedo.
- ❏ Os setores de saúde animal e proteínas premium mostraram resiliência nos casos que avaliamos.

Em síntese, percebemos que o setor produtivo de proteína animal encontra certa dificuldade na recomposição de margens, com risco de crescimento da alavancagem. Entendemos que essa recuperação tem origem em 2 vetores: um endógeno, relacionado à eficiência das firmas – leia-se redução do SG&A¹, outro exógeno, relacionado à relação de troca entre o preço de venda e o preço da ração animal.

Nos casos de produção de animais mais elaborada, há algum espaço para ganho de eficiência com otimização de processos e redução de custos, tendo efeito mais contido nas linhas de produção menores ou mais simples.



Setorial

Sobre a formação de preço de venda de produto, a composição concebe demanda agregada do mercado local, demanda do mercado externo, renda do consumidor e elasticidade-preço da demanda, com relação de troca entre substitutos.

Há ainda um espaço pra avanço tecnológico na produção de ração, que pode ser o grande gatilho de reformulação da indústria. Com esse foco, estamos investindo tempo entendendo a existência de agentes que possam ser transformadores, assim como aconteceu em sementes na década passada ou em insumos biológicos mais recentemente.



1. SG&A significa Sales, General & Administrative - é a sigla em inglês para e se refere às despesas operacionais das empresas – vendas, gerais e administrativas.

AGENDA

1. Comentário do Gestor
2. Agrogalaxy
3. Análise Macro-Setorial
4. Resultados

AZ Quest Sole FIAGRO FII - AAZQ11

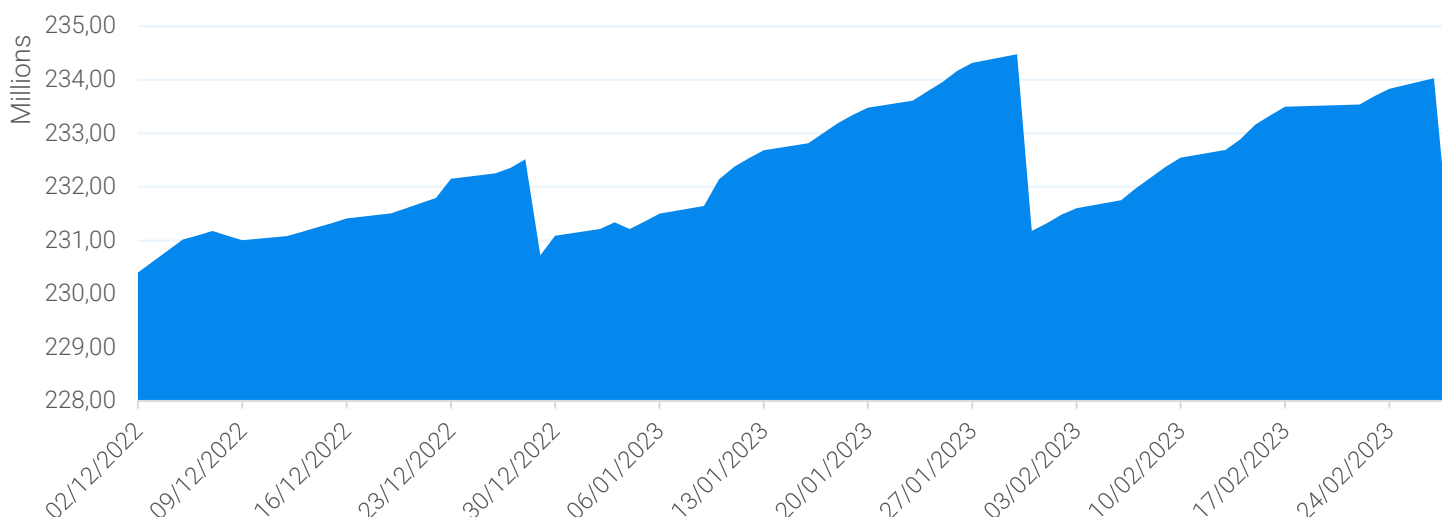
Resultados

No mês de fevereiro o AAZQ11 distribuiu R\$0,13 por cota, que fechou no último dia útil do mesmo mês a R\$9,86. Isto representa um *dividend yield* de 1,32%, o que comparativamente com outros meses pode parecer uma diminuição, mas quando comparado com os dias úteis, representa o equivalente a CDI+5,67% a.a. isentos de imposto de renda.

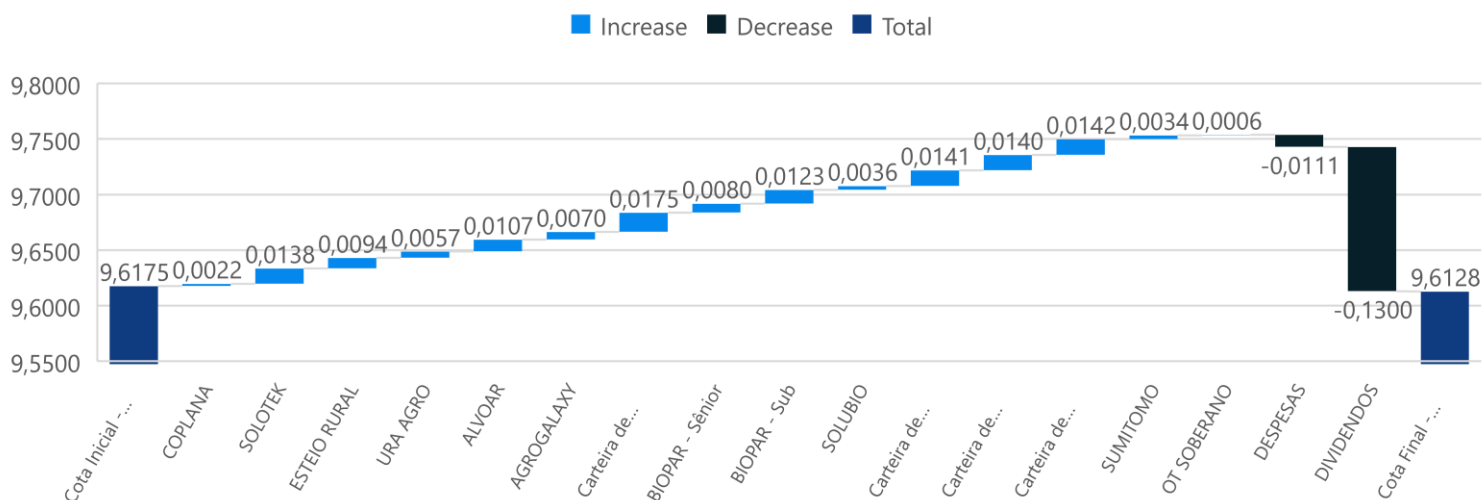
O AZ Quest Sole fechou seu terceiro mês de atividades mantendo sua alocação em 98,22% do patrimônio líquido.

É possível notar o gradativo aumento de liquidez do AZ Quest Sole, tendo negociado no mês de fevereiro 1.501.653 cotas, representando R\$14.716.882,68, finalizando o mês com 6.545 cotistas.

Patrimônio Líquido

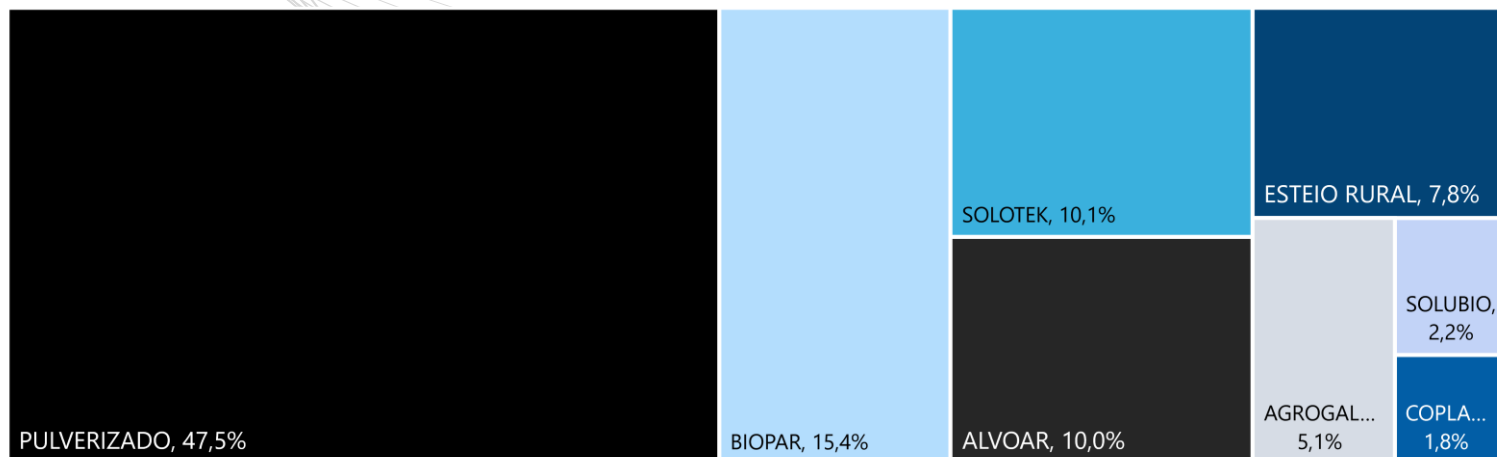


Decomposição da Cota (R\$)



Resultados

Concentração por Devedor



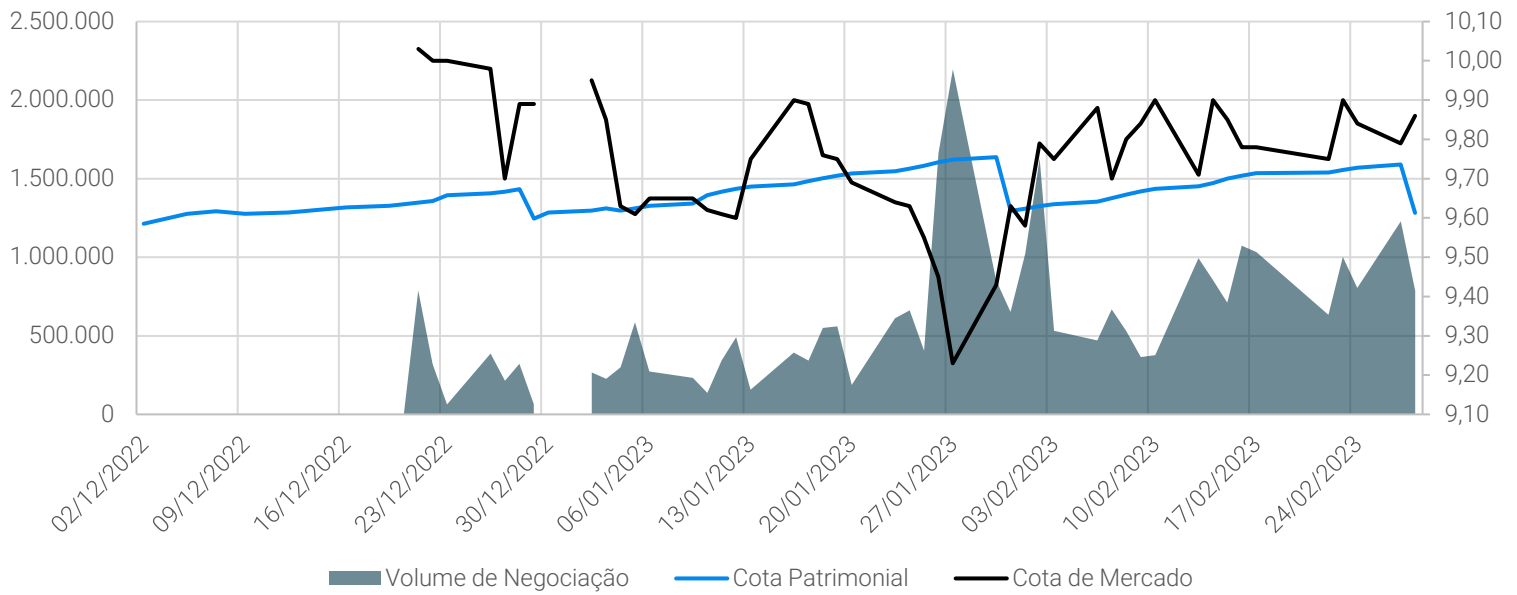
■ COPLANA ■ SOLOTEK ■ ESTEIO RURAL ■ PULVERIZADO ■ ALVOAR ■ AGROGALAXY ■ BIOPAR ■ SOLUBIO

Ativo	Classe	Tipo	Segmento	Juros	Size	Vencimento	Duration (Anos)	Taxa Papel	Receita (MM)	Mg Ebtida	DL/EBITDA
Biopar	Senior	Corporativo	Biocombustíveis	Mensais	15.021.282	dez/28	2,70	CDI + 5,20%	De R\$ 501MM a R\$ 1 bi	De 10,01% a 20%	Até 1x
Biopar	Subordinada	Corporativo	Biocombustíveis	Mensais	20.032.552	dez/28	2,59	CDI + 8,00%	De R\$ 501MM a R\$ 1 bi	De 10,01% a 20%	Até 1x
Carteira de recebíveis I	Única	Pulverizado	Diversos	Mensais	27.789.175	ago/23	0,18	pré 23,31%	n.a	n.a.	n.a.
Carteira de recebíveis II	Única	Pulverizado	Diversos	Mensais	22.103.120	out/23	0,30	pré 23,31%	n.a	n.a.	n.a.
Carteira de recebíveis III	Única	Pulverizado	Diversos	Mensais	21.859.143	out/23	0,32	pré 23,05%	n.a	n.a.	n.a.
Carteira de recebíveis IV	Única	Pulverizado	Diversos	Mensais	22.239.366	out/23	0,31	pré 23,05%	n.a	n.a.	n.a.
Esteio	Sênior	Corporativo	Nutrição animal	Semestrais	17.623.338	dez/26	2,79	CDI + 5,50%	De R\$ 101MM a R\$ 300MM	Acima de 20%	Aplicador líquido
Solotek	Única	Corporativo	Nutrição de solo	Mensais	22.983.520	mai/26	2,39	CDI + 7,44%	De R\$ 101MM a R\$ 300MM	De 10,01% a 20%	De 1,01x a 2,5x
Coplana	Única	Corporativo	Cooperativa	Mensais	4.000.003	jul/24	1,25	CDI + 5,50%	De R\$ 501MM a R\$ 1 bi	De 5,01% a 10%	Acima de 4x
Fidc Ura Agro	Mezanino	Pulverizado	Diversos	Mensais	7.547.613	set/26	2,39	CDI + 7,40%	n.a	n.a.	n.a.
Sumitomo	Mezanino	Pulverizado	Defensivos	Semestrais	6.307.783	nov/27	3,05	CDI + 5,80%	n.a	n.a.	n.a.
Solubio	Única	Corporativo	Bioinsumos	Mensais	5.023.926	set/27	1,95	CDI + 4,75%	Até R\$ 100MM	Acima de 20%	De 1,01x a 2,5x
Agrogalaxy	Única	Corporativo	Distribuição de insumos	Mensais	11.639.348	set/27	2,31	CDI + 4,25%	Acima de R\$ 1 bi	De 5,01% a 10%	De 1,01x a 2,5x
Alvoar	Única	Corporativo	Laticínios	Mensais	22.778.457	dez/25	2,24	CDI + 3,00%	Acima de R\$ 1 bi	De 5,01% a 10%	De 1,01x a 2,5x
Empresa Crédito de carbono *					9.000.000	mar/25	1,00	CDI + 5,00%	-	-	-
Implantação de Irrigação *					6.000.000	mar/28	4,17	CDI + 5,00%	-	-	-

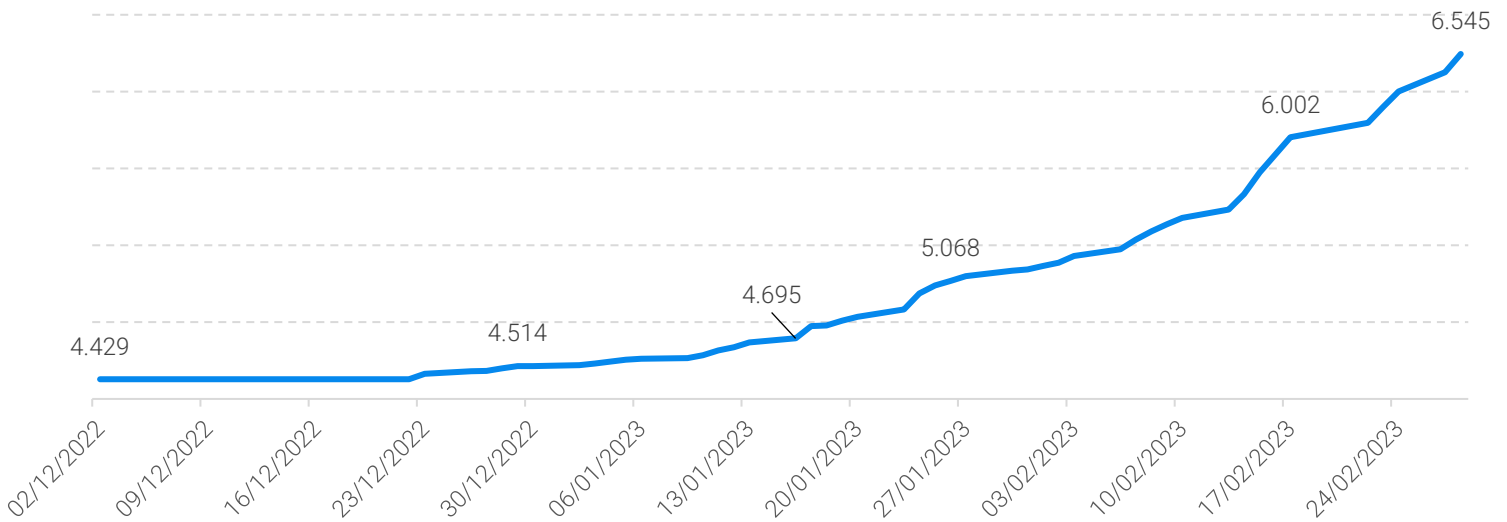
* Ativos previstos para próximas alocações

AZ Quest Sole FIAGRO FII - AAZQ11

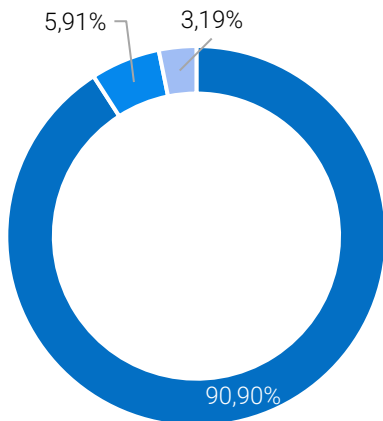
Resultados



Cotistas

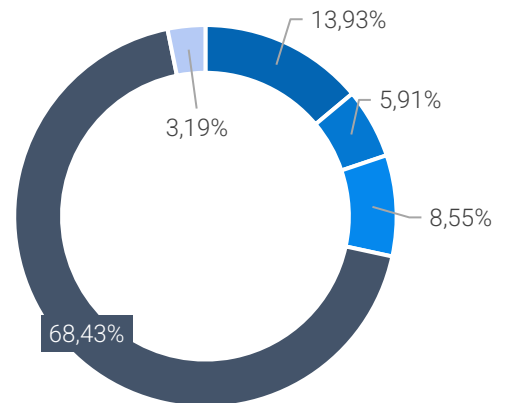


Concentração por Tipo de Ativo



■ CRA ■ FIDC ■ CAIXA

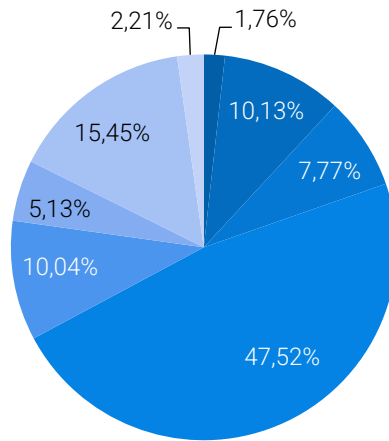
Concentração por Tipo de Ativo



■ Sênior ■ Mezanino ■ Subordinada ■ Única ■ Disponibilidades

Resultados

Exposição por Segmento



■ Amendoim ■ Fertilizante Especiais ■ Nutrição Animal ■ Diversos ■ Laticínios ■ Revenda ■ Biodiesel ■ Bioinsumos

Diversificação Geográfica





AZQUEST

AZ Quest Sole FIAGRO FII - AAZQ11

Disclaimer

O material é meramente informativo e não considera os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades individuais de um ou de determinado grupo de investidores.

Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretam o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.

Recomendamos a consulta de profissionais especializados para decisão de investimentos. Fundos de Investimento não contam com a Garantia do Administrador, do Gestor, de qualquer mecanismo de seguro, ou, ainda, do Fundo Garantidor de Crédito – FGC. É recomendada uma avaliação de performance de fundos de investimento em análise de no mínimo 12 meses. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do Fundo de Investimento antes de aplicar seus recursos. As rentabilidades divulgadas são líquidas de taxa de administração e performance e bruta de impostos. Este material não pode ser copiado, reproduzido ou distribuído sem a prévia e expressa concordância da AZ Quest. Algumas das informações aqui contidas foram obtidas com base em dados de mercado e de fontes públicas consideradas confiáveis.

Os fundo pode utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.

Ainda que o gestor mantenha sistema de gerenciamento de riscos, não há garantia de completa eliminação da possibilidade de perdas para o fundo de investimento e para o investidor.

Este documento não se constitui em uma oferta de venda e não constitui o prospecto previsto no código de autoregulação da Anbima para a indústria de fundos de investimento. Leia o prospecto, o formulário de informações complementares, lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir.

Para mais informações, ligue para (55) 11 3526 2250 ou acesse www.azquest.com.br.

O regulamento do fundo poderá ser obtido no site da B3 (<https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/abrirGerenciadorDocumentosCVM>).

