



Galapagos Dragon FIC FIM CP

Dez/21

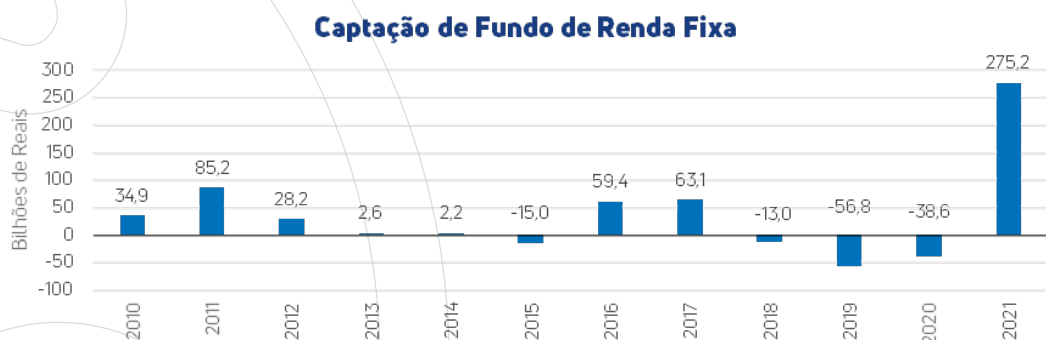
Com objetivo de dar mais transparência e detalhamento a respeito do fundo Galapagos Dragon FIC FIM CP, divulgaremos mensalmente, essa carta exclusiva do mandato, falando um pouco a respeito do mercado de crédito, detalhando o resultado mensal do fundo, suas posições, destaques da carteira e perspectivas.

Mercado de Crédito

Começamos o ano com o Boletim Focus indicando que a expectativa para 2021 era de recuperação econômica, inflação baixa e câmbio estável. No entanto, ao final dele observamos uma realidade bastante diferente. Diante da pandemia e dos impasses sobre a vacinação, os conflitos políticos se acentuaram, enterrando, portanto, as chances de reformas estruturais que o governo propunha até então. Com a recuperação econômica lenta e o índice de desemprego em alta, novas rodadas de auxílio emergencial foram aprovadas, prejudicando as contas do governo e deteriorando os fundamentos fiscais.

Apesar do alto desemprego, o choque negativo de oferta decorrente das restrições impostas pela pandemia, a alta do preço das commodities e a desvalorização do real resultaram em uma forte alta da inflação em 2021. Nesse contexto, o Banco Central, que até então mantinha política monetária bastante expansionista, mirando conter a inflação, elevou a taxa Selic em 725 pontos no decorrer do ano.

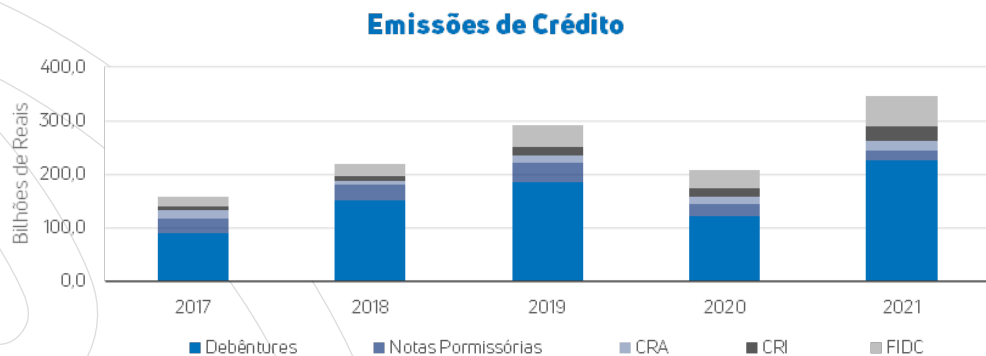
Em função do ciclo de alta da taxa de juros, que deve trazer a Selic de volta aos dois dígitos na próxima reunião do COPOM, em 2021 a renda fixa voltou a ser protagonista na indústria de fundos, captando cerca de R\$275 bilhões até novembro. Além de encerrar a sequência de três anos de encolhimento dos fundos de renda fixa, o fluxo recorde de 2021 supera em 1,8x o volume total captado na última década, conforme abaixo:



Fonte: Anbima

Nesse contexto, o mercado de crédito privado, que ainda apresentava resquícios de convalescência desde a crise de liquidez de 2020, encontrou ambiente favorável à sua completa recuperação. Os spreads, que estavam excessivamente altos, respaldados por bons fundamentos de crédito das companhias, apresentaram fechamento importante no decorrer do ano e impulsionaram o retorno das carteiras de crédito em 2021. Os índices IDA-DI e IDEX-DI, que refletem o comportamento de carteiras selecionadas de crédito líquido, apresentaram performance no ano com rentabilidade nominal de 7,41% e 8%, respectivamente, o que equivale a 168,5% e 181,9% do CDI.

Com o nível de spread normalizado, elevado fluxo de capital para ativos de renda fixa e antecipação de captações em decorrência de risco eleitoral, as emissões de ativos de crédito dispararam. Até novembro de 2021 o volume de emissões somava R\$ 345.6 bilhões, o maior volume de renda fixa já emitido em um ano na história do mercado de capitais brasileiro.



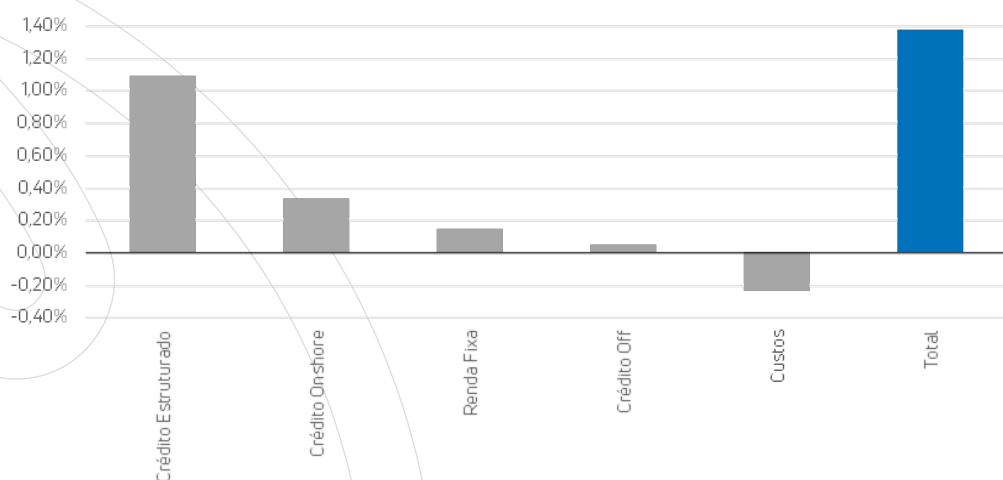
Fonte: Anbima

Com o volume recorde na oferta de ativos, seria esse o presságio de mais uma crise de liquidez no mercado de crédito brasileiro? Entendemos que não. Porque, como já destacado, as emissões estão sendo sustentadas por volume também recorde de captação dos fundos de renda fixa e o nível de spread praticado está bem mais equilibrado do que o observado, por exemplo, nas emissões de 2018 e 2019. Nesse sentido, o mercado de crédito parece ter aprendido uma importante lição.

Entendemos que o maior desafio do gestor em 2021 foi superar a inflação, que deve acumular cerca de 10% no ano. Em 2022, diante do relevante aperto monetário e da expectativa de inflação sob controle, a indústria de crédito privado deve apresentar performance de destaque, pois além de beneficiar-se do atual ciclo de alta dos juros, apresenta oportunidades com bons fundamentos e garantias que propiciam ótima relação de risco e retorno.

Carteira

Em dezembro o fundo Galápagos Dragon rendeu 1,38%, o equivalente a 180% DI ou DI+3,40%, e acumulou 7,62% (173% do DI ou DI+1,59%) em 2021. O resultado foi principalmente explicado pelas alocações em crédito estruturado e posições em crédito corporativo local, conforme gráfico abaixo:

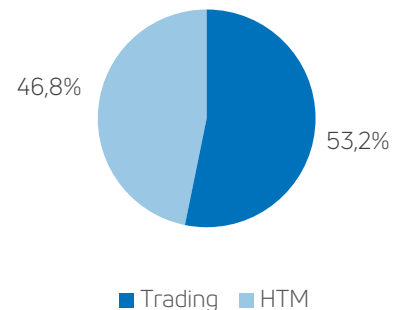
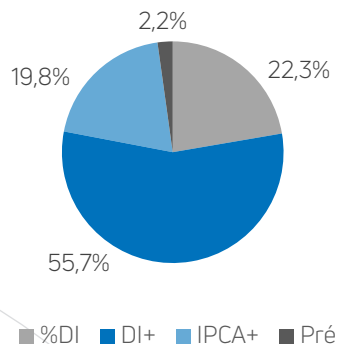


No decorrer do ano, a carteira do fundo foi gradualmente migrando de posições de crédito corporativo líquidas para operações mais estruturadas. Primeiro porque surgiram novas oportunidades de securitização, internas e externas, que ofereciam melhores expectativas de retorno, segundo porque os spreads de crédito de debentures já não apresentavam a mesma atratividade observada no início do ano.

No mercado internacional, diante da incerteza em relação a nova variante Omicron, sinalização de aperto monetário do FED e antecipação do *tapering* (redução da compra de ativos pelo FED), decidimos, de forma conservadora e antecipada, zerar nossas exposições em novembro.

Ao final do ano a carteira era composta conforme tabela e gráficos abaixo:

Estratégia	%PL	Spread	Carry	Duration
Caixa	22.29%	0.00%	9.15%	2.06
Crédito Onshore	37.92%	2.63%	12.02%	1.47
Estruturados	39.79%	25.87%	37.39%	2.87
Total	100.00%	11.29%	21.47%	2.16



A parcela de estruturados objetiva remunerar o capital do fundo a partir do financiamento de operações de crédito cujos ativos tenham boa qualidade e apresentem perfeita formalização de lastros. Destacam-se no portfólio as operações com lastro imobiliário (17,7% do PL), às quais estamos expostos via ativos mezanino e subordinados. Compõem, ainda, a carteira de estruturados ativos mezaninos e seniores nos seguintes segmentos: multicedentes multisacados (7,4%), venture debt (4,4%), corporativo (3,5%), financiamento de veículos (3,3%), NPL (2,2%) e crédito estudantil (1,6%), que são protegidos por subordinação média ponderada de 20%.

A carteira lastro de créditos estruturados apresentou desempenho positivo no mês. Os índices de inadimplência seguem estáveis, enquanto as taxas de cessão apresentam, no geral, aumento em linha com a taxa SELIC, mantendo assim o excesso de *spread*. O bom desempenho da estratégia combinado à robusta estrutura de proteção dos ativos (garantias reais, excesso de *spread* e/ou subordinação), faz com que tenhamos confiança na classe de ativo sendo, portanto, a principal estratégia do fundo Dragon.

No mercado de crédito corporativo local dividimos nossa estratégia em dois grupos: (i) *high grade* (24,8%); (ii) e *high yield* (13,3%). O *book high grade* concentra emissores com maior qualidade de crédito e liquidez. Atualmente, dado o formato *flat* da curva de *spreads*, privilegiamos a alocação em ativos curtos com *duration* e *spreads* médios de 1,58 ano e 2,01%, respectivamente. O *book high yield* (13,1%), por sua vez, apresenta maior risco de crédito e liquidez, geralmente mitigados via prazos curtos e garantias reais. Essa parte da carteira tem *duration* de 1,26 ano e 3,84% de *spread*. A maior parte das posições *high yield* está associada à aposta de reabertura e retomada da economia no pós-covid.

O mercado de crédito local apresentou, por mais um mês, abertura discreta dos *spreads*. O recuo na performance decorre principalmente do volume recorde de emissões que inundou o mercado e interferiu negativamente na dinâmica do mercado secundário. A perspectiva é que o fluxo para renda fixa continue positivo nos próximos meses. Nesse contexto, a classe de ativos de crédito deve apresentar desempenho, no geral, favorável, sem prejuízo da ocorrência de correções marginais de *spread* em períodos que concentrem alto volume de emissões primárias, como os observados no último trimestre.

Crédito Estruturado

Com objetivo de dar maior transparência e detalhamento do fundo Galápagos Dragon, descrevemos abaixo, por setor, nossas principais posições em crédito estruturado.

Imobiliário

As operações são originadas pela Wiz, empresa especializada na gestão de canais de distribuição de produtos financeiros e seguros com atuação em todo o país. Os direitos creditórios são representados por empréstimos a pessoas física e jurídicas com garantia imobiliária (alienação fiduciária) que superam 2,5x o valor inicial da dívida. No geral, são linhas de cerca de 160 meses de prazo, sem carência, indexada a IPCA mais *spread* de 13 a 15% ao ano. A inadimplência histórica da carteira é bastante comportada, sendo que a gestora teve êxito na única retomada de garantia que se fez necessária.

Multicedente e Multisacado

A classe representa 7,4% do PL do Dragon. O FIDC investido oferece crédito a empresas de médio porte a partir de desconto de recebíveis (mínimo 50% performado) e contratos (até 50%) junto a contrapartes de grande porte ou pulverizadas. Em 2021 o Santa Cruz desembolsou volume de R\$ 331MM em operações com 43 cedentes e 210 sacados, os direitos creditórios tiveram, em média, prazo de 142,8 dias e rendimento de 1,94% ao mês. A performance da carteira foi excelente, a inadimplência baixa, de apenas 0,82% (base 31/12/21), fazendo com que a cotas subordinada júnior acumulasse ganho de 220,81% no período.

Venture Debt

A exposição é via cotas sênior (50% de subordinação) e representa 4,4% do PL do Dragon. O ativo é lastreado por concessão de crédito a empresas startups que tenham novas rodadas de investimentos mapeadas. São linhas trancheadas, com prazo de 24 a 36 meses, ao custo médio superior a 2% ao mês e garantias reais (aval dos sócios, cessão de recebíveis, alienação de bens móveis e imóveis e *cash collateral*). Em caso de evento de liquidez (nova rodada de captação, venda de ativos etc.) a gestora tem a opção de solicitar o vencimento antecipado do crédito e liquidar a dívida.

Corporativo

Representa 3,5% da carteira do Dragon, dividida em duas operações. A primeira é um CRI lastreado em dívida corporativa da Comfrio – empresa dedicada a logística a frio para cadeia de alimentos e agronegócios. Além de *Covenants* financeiros (Dívida Líquida / EBITDA $\leq 3.3x$ e EBITDA / Despesa Financeira $\geq 1,5x$), a dívida é garantida, ainda, por cessão de fluxo de contratos (7,5% do saldo total transitando em conta vinculada) e alienação fiduciária de imóveis logísticos (70% do valor da dívida). A operação amortizará, mensalmente, a partir de janeiro de 2022 e tem vencimento final em dezembro de 2025.

A segunda operação é de cota subordinada de operação de DIP *Financing* do grupo Moreno, dedicado à produção de açúcar e álcool. Após reestruturação de sua dívida e alta no preço das commodities, a companhia apresenta bons fundamentos de crédito. A operação conta, ainda, com garantia real de duas usinas que estimamos cobrir mais de 200% do saldo devedor.

Financiamento de veículos

Representa 3,3% carteira do fundo. O FIDC compra direitos creditórios, garantidos por alienação fiduciária de veículos, originados pela Creditas. Além da garantia real, a carteira caracteriza-se pela pulverização de devedores (ticket médio de R\$20 mil), longo prazo (40 meses) e taxa elevada (2,5% ao mês). A inadimplência é o risco preponderante desse tipo de crédito, sendo assim, a competência na cobrança e execução é vital para a boa performance da estrutura (30% das parcelas são pagas com algum atraso), que apresenta inadimplência final acumulada de 4,5% sobre as parcelas vencidas.

NPL

Exposição de 2,2% do PL em ativo sênior lastreado em créditos vencidos e não pagos de pessoas jurídicas originados pelo banco Santander e adquiridos por 2,54% do valor de face das dívidas. A carteira é composta por 2029 processos de 1770 devedores com ticket médio de R\$133mil por devedor e com aval das pessoas físicas dos sócios em 85% das operações.

A operação conta com equipe dedicada ao levantamento de bens, execução e cobrança dos devedores que, no segundo semestre de 2021, teve recuperação líquida de R\$445 mil (7,4% do valor de aquisição), acumulou R\$1 milhão (16,7% do valor de aquisição) em acordos ajustados a taxa de 1,5% ao mês e tem penhorado R\$7,5 milhões (125% do valor de aquisição) em bens que garantem R\$5,48 milhões em dívidas (91,3% do valor de aquisição).

O ativo é remunerado a taxa de 12% ao ano acrescido de 20% de performance da carteira, amortiza conforme fluxo de caixa, que é 100% destinado ao investidor sênior até a completa liquidação do passivo sênior, que representa 75% do capital da estrutura.

Crédito Estudantil

O fundo Dragon possui exposição de 1,6% do PL em ativo sênior lastreado em crédito estudantil voltado para cursos profissionalizantes de curta duração com foco em áreas tecnológicas e de inovação. As operações são originadas em parceria com a Revelo, renomada empresa de tecnologia no setor de recursos humanos que desenvolveu uma plataforma de recrutamento e seleção que conecta os candidatos às vagas.

O processo de aprovação e concessão de crédito utiliza, além dos tradicionais *bureaus* de crédito, dados do mercado de trabalho compilados pela Revelo, gerando maior assertividade na seleção dos devedores e menor inadimplência final.

A operação já financiou mais de 1100 estudantes com tickets médios de R\$5,5mil por devedor a uma taxa de 2,5% ao mês e prazo médio de 21 meses. A inadimplência da operação segue comportada após quase 1 ano de operação, somando cerca de 5% em crédito vencidos e não pagos com mais de 30 dias.

Dado o atual nível de inadimplência, pulverização, subordinação regulamentar mínima de 40% e excesso de *spread* estimado de 35% ao ano, julgamos a operação como bastante saudável, segura e rentável (DI+8%).

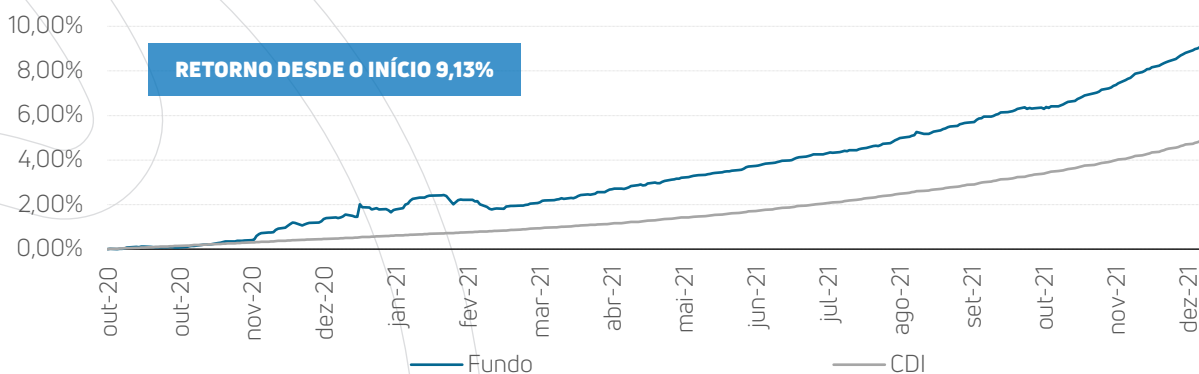
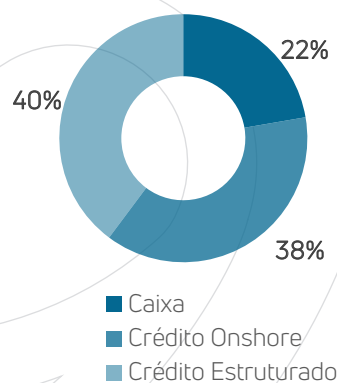
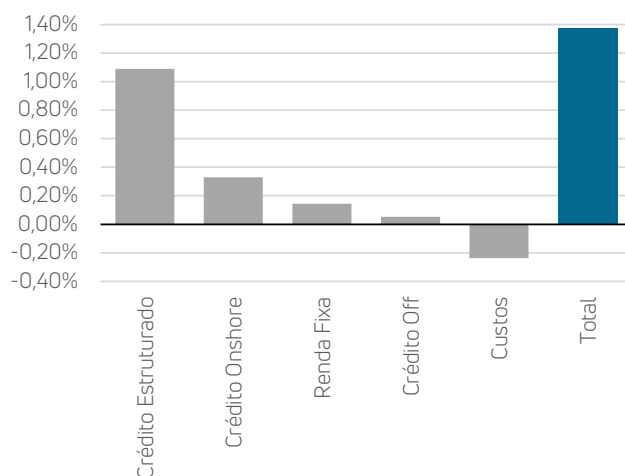
Características do Fundo

CNPJ 36.729.755/0001-79
Público-alvo Investidor Qualificado
Classificação Anbima Multimercado Crédito Privado
Status Aberto para Captação
Data de início 01-10-2020
Aplicação inicial R\$ 1.000,00
Data de Cotização D+0
Movimentação mínima R\$ 1.000,00
Saldo mínimo de permanência R\$ 1.000,00
Cotização de Resgate D+90 com liquidação no 1º dia subsequente
Taxa de Administração 0,90 % ao ano
Taxa de Performance 20% S/ CDI
Gestor Galapagos Capital Investimentos e Participações
Administrador BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
Custodiante Banco BTG Pactual S/A
Auditor Ernst Young Auditores

Objetivo do fundo

O fundo investe em ativos de crédito estruturados com alto nível de rendimento e excelente colateralização e em ativos de crédito líquido. Oportunisticamente, pode investir em créditos internacionais.

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Desde Início
2021	0,37%	0,43%	-0,05%	0,54%	0,50%	0,53%	0,53%	0,69%	0,80%	0,49%	1,17%	1,38%	7,62%	9,13%
% CDI	250%	320%	-	260%	188%	173%	148%	163%	181%	103%	199%	180%	173%	187%
2020	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0,07%	0,33%	0,99%	1,40%	1,40%
% CDI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44%	224%	605%	301%	301%

Performance Acumulada

Distribuição por Classes de Ativos

Atribuição de Performance no Mês

Dados de Fechamento do Mês

Valor da Cota	PL Mês	PL Médio (desde o início)	PL Fundo Master	Meses Positivos	Meses Negativos	Maior Retorno Mensal	Menor Retorno Mensal	Volatilidade Anualizada	Sharpe
1,09130740	R\$ 41.792.391	R\$ 28.843.581	R\$ 42.024.766	14	1	1,38%	-0,05%	0,86%	4,54