

## Raízen (RAIZ4): Resultado do 2T do ano-safra 2021/22

### EBITDA foi 18% acima

A Raízen reportou um conjunto sólido de resultados para o ano fiscal de 2021/22, com um EBITDA IFRS16 ajustado de R\$ 4 bilhões (R\$ 3,3 bilhões excluindo IFRS16), 18% acima de nossa estimativa. O lucro de R\$ 864 milhões ficou 10% abaixo de nossa estimativa, principalmente devido a R\$ 447 milhões em despesas não caixa relacionadas à variação do ativo biológico. Se ajustamos por essa variação, o lucro também teria sido acima da nossa estimativa. A taxa de alavancagem líquida ficou em 1,5x EBITDA (últimos 12 meses) após o IPO, a aquisição da Biosev e capital de giro sazonalmente desfavorável (R\$ 3,4 bilhões devido ao acúmulo de estoque). Esperamos que a maior parte desse capital de giro seja liberado durante o segundo semestre fiscal do ano.

### Valor da inteligência de mercado; um trimestre desafiador em distribuição de combustíveis

O forte EBITDA foi impulsionado principalmente por resultados mais fortes do que o esperado em energias renováveis (16% acima de nossa estimativa de R\$ 2,1 bilhões) e açúcar (81% acima de nossa estimativa de R\$ 915 milhões), e impulsionado pela decisão de vender volumes 19% e 37% maiores de etanol e açúcar no trimestre. O preço médio realizado também ficou bem acima dos pares, mesmo no açúcar, reforçando a capacidade da Raízen de arbitrar oportunidades com eficiência. O segmento de marketing e serviços, por outro lado, viu um EBITDA cair 7% para R\$ 1,1 bilhão, devido a margens menores no Brasil (9% abaixo e situando-se em R\$ 82/m<sup>3</sup>) e na Argentina.

### A estimativa da companhia do EBITDA para o ano fiscal de 21/22 foi fraca

Junto com os resultados, e com a metade do ano fiscal já para trás, a Raízen divulgou suas estimativas de moagem de cana, EBITDA e capex para o ano fiscal de 21/22. Todos os três vieram abaixo do que esperávamos. Considerando 100% da Biosev para o ano todo, os volumes de cana são esperados na faixa de 75-76 milhões de toneladas, 5% abaixo da nossa estimativa, considerando a média do intervalo. O EBITDA consolidado ex-IFRS16 é esperado em R\$ 10-11 bilhões, 10% abaixo da estimativa considerando a média do intervalo, principalmente devido a uma projeção abaixo do esperado em renováveis. O intervalo médio da projeção de capex consolidado de R\$7,1-7,55 bilhões está 3% acima do nosso modelo para o ano fiscal.

### Por que a projeção de EBITDA da empresa parece muito conservadora para nós?

Vamos divagar um pouco sobre a projeção, com foco em energias renováveis e açúcar (R&A). O esmagamento da cana inferior não foi exatamente uma

#### BTG Pactual – Equity Research:

##### Thiago Duarte

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Pedro Soares

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Henrique Brustolin

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

##### Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

[Analise.Acoes@btgpactual.com](mailto:Analise.Acoes@btgpactual.com)

#### Raízen (RAIZ4)

Data	12/11/2021
Ticker	RAIZ4
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	6,8
Listagem	Nível 2

#### Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	70.397,06
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	63,85

#### Valuation:

	2021E	2022E
P/L	-	16,3x
EV/EBITDA	-	6,9x

#### Stock Performance:

Novembro (%)	0,3%
--------------	------

surpresa dado que várias companhias apresentaram resultados decepcionantes nos yields após um clima muito desfavorável. Ainda assim, estimamos que a Raízen tenha vendido no 1S22 apenas 52% do etanol total e 49% do açúcar total a ser produzido no ano. Depois de fazer um EBITDA para R&A de R\$ 3,6 bilhões no primeiro semestre, o intervalo médio da projeção implica que o EBITDA do segundo semestre teria que ser de apenas R\$ 3,1 bilhões, apesar dos preços de mercado do etanol e do açúcar estarem pelo menos 20% e 10% acima dos níveis realizados no primeiro semestre. Isso até ignora a capacidade histórica da Raízen de capturar preços acima do mercado. Portanto, nos perguntamos quais são as premissas de preço do etanol e do açúcar para 2º semestre da Raízen, ou se estamos perdendo mais alguma coisa. Na verdade, vemos motivos para aumentar nossas estimativas de R&A do e não o contrário.

## Reiteramos a Compra

Enquanto esperamos por esclarecimentos sobre o que poderia justificar uma projeção de EBITDA mais branda do que o esperado, estamos mantendo nossas estimativas e preço-alvo inalterados. A Raízen continua sendo uma aposta sem paralelo dado o futuro das energias renováveis, com o etanol definido para se beneficiar no curto prazo da alta dos preços do petróleo, enquanto também se beneficia fortemente do que vemos como uma mudança estrutural no preço do açúcar. O negócio de distribuição de combustível continua sendo a principal ressalva devido a um cenário macro desafiador e um cenário regulatório piorando no Brasil.

Valuation	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
RoIC (EBIT) %	16,6	12,2	24,8	25,2	22,8
EV/EBITDA	-	-	6,9	5,5	5,1
P/L	-	-	16,3	13,5	13,7
Dividend Yield %	-	-	0,0	1,8	3,8

  

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2020	12/2021E	12/2022E	12/2023E	12/2024E
Receita	120.580	114.602	172.817	189.301	202.901
EBITDA	7.057	7.925	13.270	16.235	16.413
Lucro Líquido	1.553	1.353	4.317	5.217	5.129
LPA (R\$)	-	-	0,42	0,50	0,50
DPA Líquido (R\$)	-	-	0,00	0,12	0,26
Dívida Líquida/Caixa	-16.687	-17.797	-20.643	-19.410	-13.360

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 6,80, em 12 de Novembro de 2021.

**Tabela 1: Revisão de resultados do FY2T22 – Raízen**

<b>RAIZ, R\$ mi</b>	<b>FY2T22</b>	<b>FY2T22E</b>	<b>FY2T21</b>	<b>FY1T22</b>	<b>A/E</b>	<b>a/a</b>	<b>t/t</b>
<b>Receita líquida</b>	<b>48.911</b>	<b>43.990</b>	<b>27.696</b>	<b>37.544</b>	<b>11,2%</b>	<b>76,6%</b>	<b>30,3%</b>
CPV	(46.136)	(40.223)	(25.574)	(34.783)	14,7%	80,4%	32,6%
<b>Lucro bruto</b>	<b>2.775</b>	<b>3.766</b>	<b>2.122</b>	<b>2.761</b>	<b>-26,3%</b>	<b>30,8%</b>	<b>0,5%</b>
Desp. Vendas, Gerais & Adm	(1.653)	(1.692)	(1.165)	(1.234)	-2%	41,8%	33,9%
Outros	315	(104)	156	192	n.m.	102,4%	64,2%
<b>EBITDA</b>	<b>3.595</b>	<b>3.347</b>	<b>2.330</b>	<b>2.939</b>	<b>7,4%</b>	<b>54,3%</b>	<b>22,3%</b>
<b>EBITDA ajust.</b>	<b>3.960</b>	<b>3.347</b>	<b>2.244</b>	<b>2.220</b>	<b>18,3%</b>	<b>76,4%</b>	<b>78,4%</b>
Depreciação & Amortização	2.175	1.385	1.217	1.233	57%	78,8%	76,5%
<b>EBIT</b>	<b>1.420</b>	<b>1.970</b>	<b>1.112</b>	<b>1.719</b>	<b>-27,9%</b>	<b>27,7%</b>	<b>-17,4%</b>
Resultados financeiros	(561)	(595)	(424)	(278)	-6%	32,4%	102,1%
Equivalência Patrimonial	(17)	(8)	2	(13)	103%	n.m.	39,2%
<b>Lucro antes de impostos</b>	<b>859</b>	<b>1.367</b>	<b>690</b>	<b>1.429</b>	<b>-37,1%</b>	<b>24,5%</b>	<b>-39,9%</b>
Imposto de Renda	23	(410)	(158)	(620)	n.m.	n.m.	n.m.
Minoritários	(18)	(410)	(34)	78	-96%	-46,0%	n.m.
<b>Lucro Líquido</b>	<b>864</b>	<b>957</b>	<b>498</b>	<b>888</b>	<b>-10%</b>	<b>73,4%</b>	<b>-2,6%</b>
Margem Bruta	5,7%	8,6%	7,7%	7,4%	-2,9p.p	-2,0p.p	-1,7p.p
Margem EBITDA ajust.	8,1%	7,6%	8,1%	5,9%	0,5p.p	0,0p.p	2,2p.p
Margem Operacional	2,9%	4,5%	4,0%	4,6%	-1,6p.p	-1,1p.p	-1,7p.p
Margem líquida	1,8%	2,2%	1,8%	2,4%	-0,4p.p	0,0p.p	-0,6p.p

Fonte: Empresa e BTG Pactual

## Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTG Pactual Digital

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

## Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

**Certificação dos analistas:** Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, conseqüentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse [www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx](http://www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx)