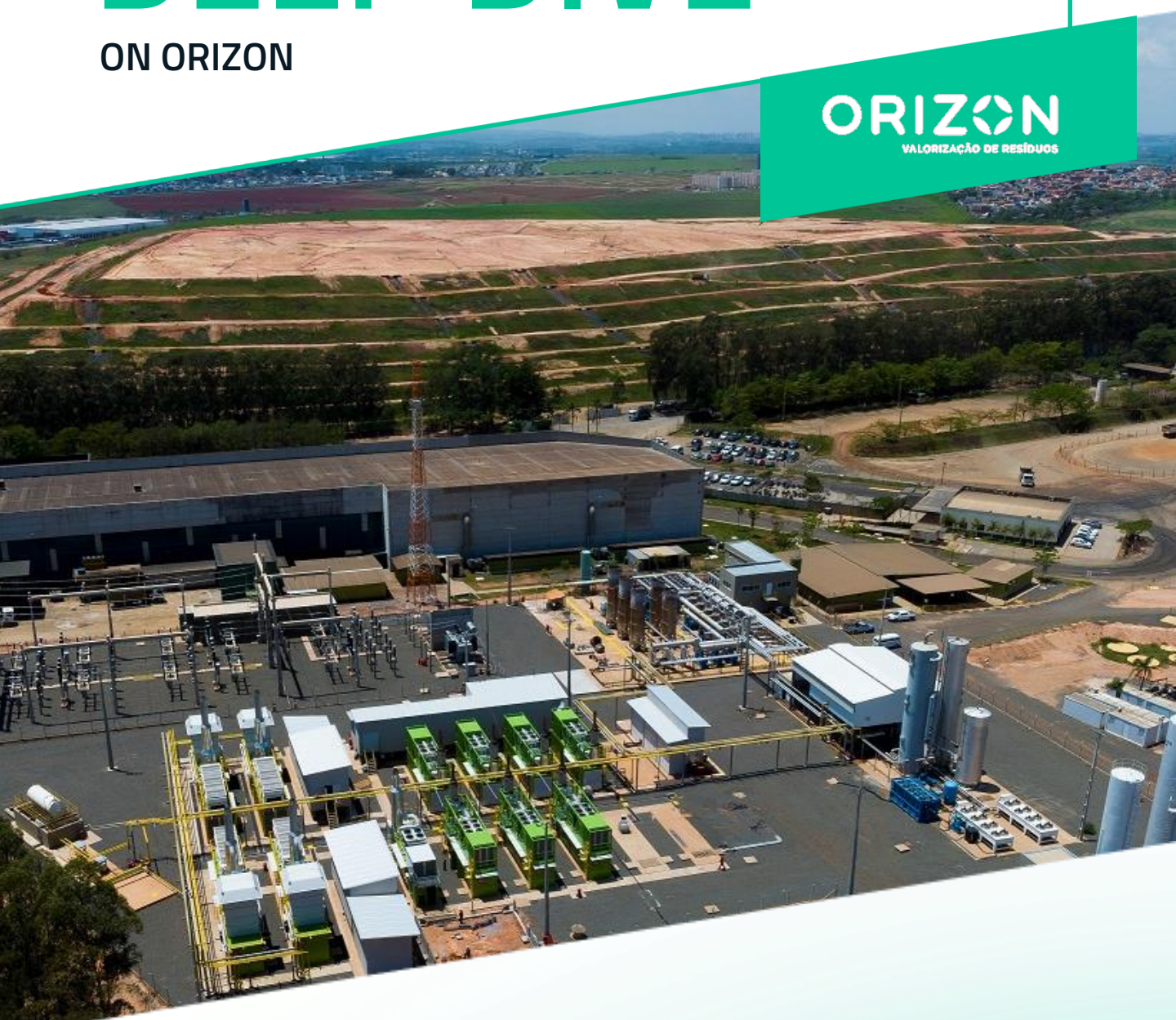


Maio/2024

# DEEP DIVE

ON ORIZON

**ORIZON**  
VALORIZAÇÃO DE RESÍDUOS



**Dry's**  
CAPITAL

# Sumário

	Página
1. Atualização do Setor	01
2. Atualização da Empresa	02
2.1. Aterros Sanitários	02
2.2. Biometano	03
2.3. Créditos de Carbono	05
3. Resultados Recentes	06
4. Atualização do Case e Projeções	08

# 1. Atualização do Setor

Desde que publicamos o nosso Deep Dive em abril de 2023, diversos fatores afetaram os mercados de atuação da Orizon. Dentre eles destacamos:

- Progresso na **consolidação e crescimento** do mercado de aterros. A Orizon passou de 15 para 16 aterros e espera adicionar mais 5 até o fim do ano.
- Avanço nas iniciativas em **biometano para mercado**, com parcerias assinadas e *offtakers* definidos nos principais aterros produtores.
- **Atrasos nas certificações dos créditos de carbono ("CERs")** com as principais agências certificadoras (Gold Standard e Verra) que levaram a revisões nas nossas projeções para a produção e comercialização de CERs.
- **Adequação do balanço** e redução de alavancagem com o *follow-on* em abril de 2023, captando R\$ 91.2 milhões na parcela primária da oferta e o recebimento de R\$ 135 milhões no 4T23 com a venda de 51% de participação na operação de biometano de Paulínia para a Compass.

Apesar da evolução na destinação dos resíduos sólidos após a aprovação do Novo Marco do Saneamento em 2020, parte relevante do mercado ainda é atendido por lixões ou aterros controlados (de destinação imprópria/ilegal). No mercado como um todo, a destinação inadequada de lixo ainda se mantém entre 30 e 40% dos resíduos sólidos totais. O movimento de fechamento de lixões a céu aberto e migração para novos aterros ainda deve se desenrolar por alguns anos, fornecendo pleno potencial de crescimento para as operadoras do setor. No biometano, o mercado tem crescido consideravelmente com a produção passando de 400.000 Nm<sup>3</sup>/dia em 2022 para um pouco mais de 800.000 Nm<sup>3</sup>/dia hoje. A maior parte dessa produção ainda é advinda de aterros. As expectativas para o mercado são bastante promissoras, apoiadas em diversos projetos de produção de biometano novos e pelo desenvolvimento de regulação própria como a lei do Combustível do Futuro (PL 528/2020) em discussão atualmente no Congresso Nacional e que prevê um contingente mínimo de biometano no gás natural comercializado (caminhando de 1% a partir de 2026 até o máximo de 10% no anos seguintes).

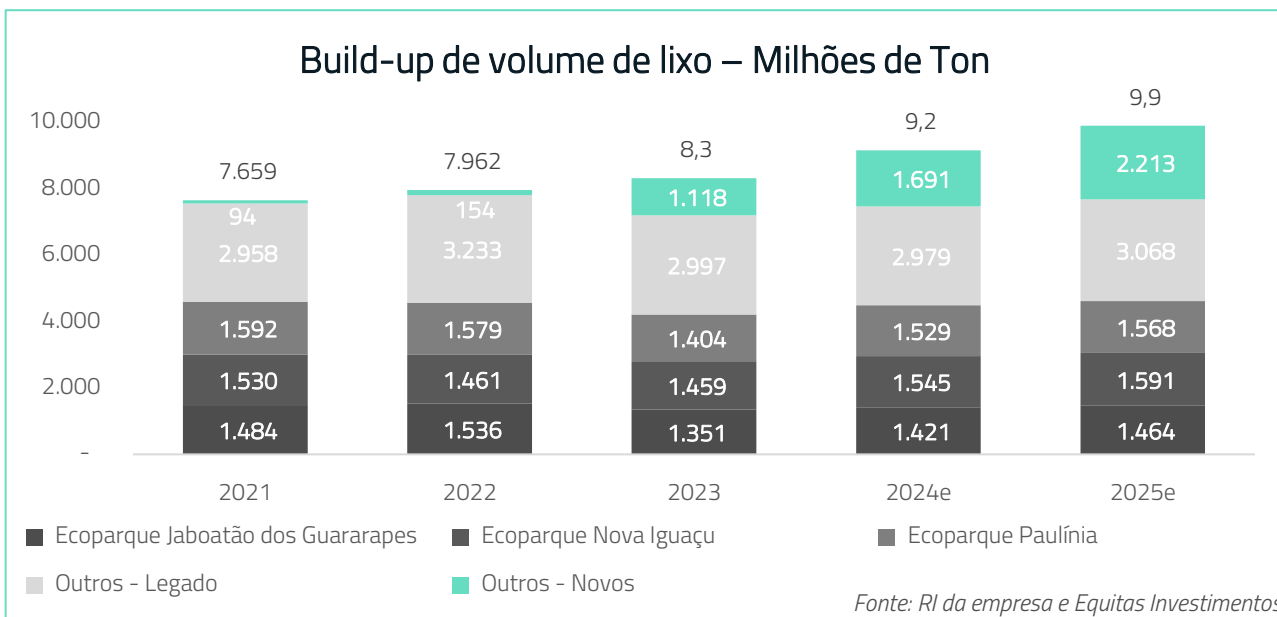
*Fonte: Abrelpe, Câmara dos Deputados e RI da Empresa*

# 2. Atualização da Empresa

## 2.1 Aterros Sanitários

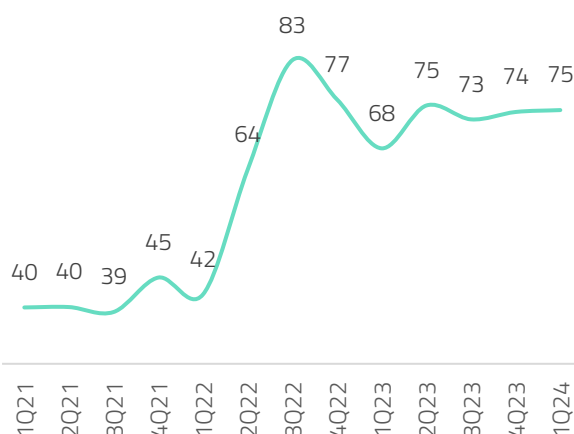
No fechamento de 2023 a Orizon apresentou um crescimento de **10.9% no volume total de resíduos** destinados em seus aterros, alcançando a marca de 8.34 Mton. Grande parte desse crescimento se deu pelo ramp up de aterros novos que foram adicionados durante o ano (Porto velho, Santa Luzia, Cuiabá). No restante dos aterros mais maduros, a companhia aproveitou para melhorar o mix de resíduos que recebe em seus aterros, passando a priorizar resíduos sólidos urbanos (RSU) em detrimento de resíduos da construção civil e hospitalar, por conta do potencial de geração de biogás nos anos subsequentes.

Além disso, a empresa espera atingir aproximadamente 10 Mton no final de 2024 com a aquisição de mais 5 aterros, tendo anunciado também a aquisição de um aterro em Juazeiro do Norte em agosto de 2023, sendo, segundo a companhia, a única opção de destinação adequada de resíduos dessa região, que possui uma geração estimada de 1,200 ton/dia de lixo. Por conservadorismo e falta de visibilidade quanto a timing e preço desses M&As, **não consideramos essas aquisições em nossas projeções**. Esperamos um número ligeiramente inferior de toneladas em 2024 (de 9.2 Mton), alcançando de forma orgânica 10 Mton apenas em 2025.



### Preço médio ajustado pela inflação

R\$/ton



Nota-se também que, apesar de um aumento de volume total de lixo recebido, os Ecoparques mais maduros da Orizon (como o de Jaboatão dos Guararapes, Paulínia e Nova Iguaçu) apresentaram redução de volumes. Isso se deve, como mencionado anteriormente, à seleção de tipo de lixo recebido nesses aterros (mais resíduos orgânicos), principalmente durante 2023. Essa seleção tem efeitos positivos de (i) melhorar o preço médio do lixo recebido (*gate fee*) e (ii) aumentar a produção de biogás, em linha com a estratégia de *waste-to-value* da empresa.

Além disso, o ambiente regulatório mais favorável tem contribuído para o aumento do *gate fee* acima da inflação nos últimos anos. A readequação de contratos advindos da aquisição dos aterros da Estre ambiental, menos rentáveis, também são outro fator que tem sido refletido no ticket médio.

## 2.2 Biometano

Pilar fundamental na tese de investimento em Orizon, o biometano apresentou avanços significativos desde a publicação do nosso último Deep Dive. Do lado regulatório, algumas políticas governamentais melhoraram o cenário do biometano no Brasil: o mais relevante deles, na nossa opinião, foi o PL do “Combustível do Futuro”. O PL foi votado em março de 2024 na Câmara dos Deputados, e deve agora ser avaliado pelo Senado, e estabelece algumas diretrizes e metas para combustíveis limpos no Brasil, em especial, o biodiesel e o biometano. Para o biometano, ficou estabelecido que o CNPE (Conselho Nacional de Política Energética) irá definir metas anuais de redução de emissão de carbono para o mercado de gás natural. Além disso, o PL estabeleceu um limite mínimo de 1% de mistura de biometano no gás natural a partir de 2026, podendo chegar até 10% no futuro, a depender das metas do CNPE. Vale lembrar que atualmente o consumo de gás natural no Brasil varia entre 60 e 80 milhões de m<sup>3</sup>/dia, enquanto a produção de biometano não chega a 1 milhão de Nm<sup>3</sup>/dia. Essa mudança, portanto, tem o potencial de aumentar a demanda de biometano fortemente nos próximos anos, se aprovada. Outro efeito importante é que essa exigência de mistura deverá incentivar o investimento em infraestrutura e interiorização da logística de transporte de gás natural, que hoje se concentra majoritariamente na costa brasileira.

Do lado da Orizon, observamos avanços relevantes na execução dos projetos de biometano da empresa, os principais pontos podem ser descritos por:

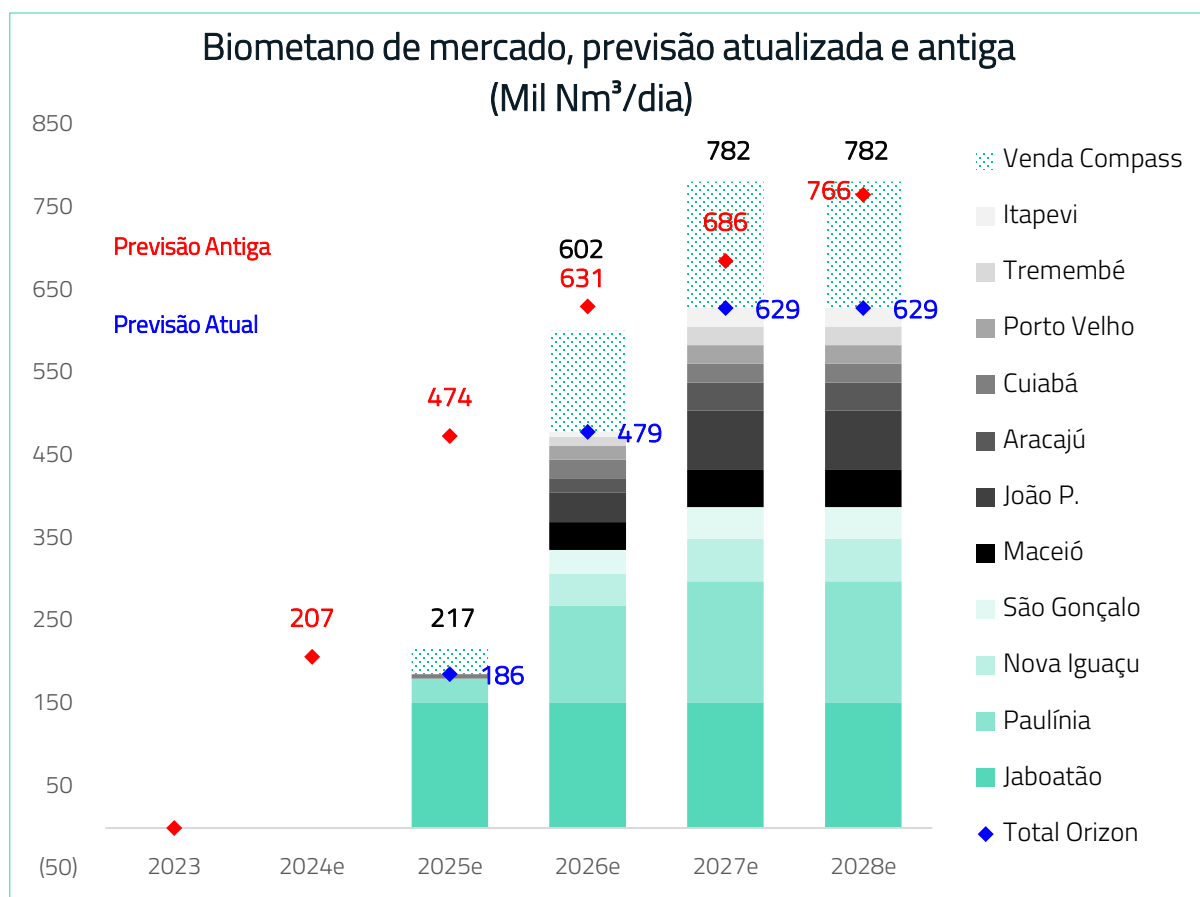
- **Jaboatão dos Guararapes (capacidade de ~150 mil Nm<sup>3</sup>/dia de biometano):** Em 4 abril de 2023 a companhia firmou a venda de 60 mil Nm<sup>3</sup>/dia de biometano para a Copergás, a ser injetado no pipe da companhia. O início do fornecimento desse gás está previsto para setembro de 2024, postergável por mais 6 meses, se preciso, em contrato de preço fixo ajustado a IPCA por 10 anos. Esse montante representava cerca de 40% da capacidade do aterro. No entanto, em dezembro de 2023 a companhia anunciou a comercialização de mais 50 mil Nm<sup>3</sup>/dia de biometano em contrato de preço e prazo semelhantes aos anteriores, com fornecimento estimado para o 2T25. Além disso, o contrato prevê uma opção por parte da Orizon de incrementar em 20 mil Nm<sup>3</sup>/dia o fornecimento de biometano para a Copergás, **podendo atingir assim 130 mil Nm<sup>3</sup>/dia, ou 87% da capacidade total do aterro.** A empresa ainda pode comercializar o excedente com clientes industriais locais.
- **Paulínia (capacidade de até 300 mil Nm<sup>3</sup>/dia):** Em agosto de 2023, a Orizon formou uma Joint Venture (49%) com a transportadora de gás natural Compass (51%) **para produção de 180 mil Nm<sup>3</sup>/dia** de biometano em Paulínia, podendo chegar até **300 mil Nm<sup>3</sup>/dia** se certas condições de produção de biogás no aterro forem atingidas. A parceria traz a transportadora e comercializadora de gás como um *offtaker* para esse biometano produzido, e uma estrutura de *revenue share* em caso de prêmio na comercialização desse gás para clientes terceiros. A ideia desse modelo é de auxiliar na monetização do tributo ambiental do biometano versus o gás natural fóssil, garantindo a Orizon um montante fixo corrigido a IPCA por 20 anos pelo Nm<sup>3</sup> vendido, mas mantendo exposição ao upside de preço caso a JV consiga comercializar esse gás com prêmio. Existe a possibilidade desse modelo ser replicado em outros aterros em regiões de atuação da Compass.
- **Nova Iguaçu e São Gonçalo (capacidade de 180 mil Nm<sup>3</sup>/dia):** Em março de 2024, a Orizon anunciou a formação de uma JV (50%/50%), por meio de sua subsidiária BioE, com a GN Verde (comercializadora controlada pela Urca Comercializadora de Gás Natural), para a produção inicial de **180 mil Nm<sup>3</sup>/dia** de biometano. Esses dois aterros possuíam contratos de longo prazo, de fornecimento de biogás por parte da Orizon para a Gás Verde que até agora utilizava para produção de energia elétrica. Com o acordo, ambas passam a poder explorar o biogás na produção de biometano (mais rentável). **Vale dizer que esse montante adicional de biometano para Orizon não era esperado pelo mercado,** dado o status de contrato legado de fornecimento entre as partes.

Fonte: CNPE, RI da Empresa

Além desses pontos, houve também algumas mudanças relevantes no mercado de biometano para o desenrolar da tese. O primeiro de destaque, foi a abertura por parte da ANP em outubro de 2023 de um estudo para medir a composição do gás injetado proveniente do aterro de Fortaleza no grid da Cegás no Ceará. Esse processo se deu por conta de algumas evidências de irregularidade na composição do gás com menor poder calorífico que o de origem fóssil, dada a maior concentração de nitrogênio no gás. A ANP optou por autorizar, **de forma provisória e por 6 meses**, a injeção do biometano no *grid*, contanto que haja a mistura prévia com o gás natural fóssil na proporção de até 20%. Esse fato desencadeou um debate regulatório no setor sobre a eventual necessidade de mais investimentos por parte dos aterros na adequação do gás aos padrões da ANP ou se existirá algum tipo de *waiver* com condições especiais para esses produtores. O período de teste da ANP começou a contar em março de 2024 e servirá de evidência para os próximos passos na regulação. Ao que consta o posicionamento da Orizon, a empresa indica que os planos de investimento previstos nas plantas de biometano que farão a injeção no pipeline de distribuição, já englobam os recursos necessários para adequação aos padrões da ANP.

Um segundo destaque, foi a redução nas nossas estimativas de conversão do biogás em biometano frente ao que era esperado a época do Deep Dive. Com o advento dos projetos, aumento da produção de biogás nos aterros e definição das tecnologias de purificação a serem utilizadas, chegamos em uma taxa de conversão mais próxima a **40% do que 50% como anteriormente projetado**.

Considerando todos os pontos discutidos acima, nossas curvas de produção de biometano esperado atualizadas passaram a apresentar as seguintes trajetórias:



Fonte: RI da empresa e Equitas Investimentos

## 2.3 Créditos de Carbono

Desde 2022 a Orizon está em processo de certificação e migração de seus créditos de carbono para as principais certificadoras do mundo (Verra e na Gold Standard). O objetivo é ampliar o mercado endereçável dos créditos originados na queima de biogás nos flares de seus aterros (14 no total, com um deles já tendo sido certificado). **No entanto, esse processo se mostrou bem mais demorado do que inicialmente previsto, atrasando quase 2 anos para os primeiros créditos serem emitidos.** Em março de 2024, a Orizon divulgou a primeira emissão pela Gold Standard relativa ao aterro de João Pessoa, no montante de 364.5 kton de CO<sub>2</sub>eq, ou US\$ 2.5mn pós-venda assumindo um preço de US\$ 7 USD/ton CO<sub>2</sub>eq. Essa emissão foi o primeiro passo concretizado pela empresa nesse mercado desde 2021 quando a Orizon recebeu pela última vez os créditos de carbono no mercado voluntário. Na teleconferência de resultados do quarto trimestre de 2024, o CEO Milton Pilão chegou a comentar que **espera uma venda de algo entre 1,5 Mton a 2 Mton de CO<sub>2</sub>eq no primeiro semestre de 2024**, o que, se concretizado, será mais uma excelente notícia para o resultado deste ano. Um último ponto importante sobre a certificação de João Pessoa é o fato que a emissão ter sido retroativa para créditos de carbono gerados em 2021, 2022 e 2023, o que pode também ocorrer para outros aterros e eventualmente aumentar o potencial gerado de CERs para frente (a Orizon estima em 4 Mton o montante de registros para 2024).

Internamente preferimos tratar o registro dos créditos de carbono e sua subsequente comercialização como um opcionalidade para a tese. Em decorrência das incertezas quanto ao volume de fato a ser emitido e o timing da monetização, assumimos que a empresa não comercializará CERs durante 2024, recebendo apenas a partir de 2025 uma fração do potencial gerador.

João Pessoa teve créditos registrados no início de 2024, e, até o momento da publicação deste documento, não foram comercializados e convertidos em caixa

Registros no MDL aguardando regras finais do acordo de Paris

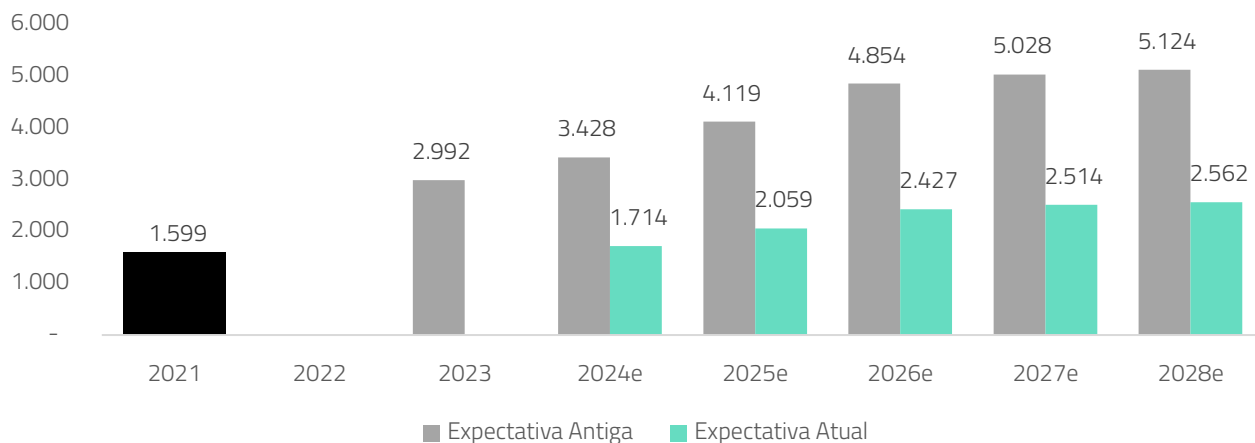
Nova Iguaçu

Itapevi

Originação do projeto	Documentação e concepção	Validação do PDD	Consulta a partes relacionadas	Revisão preliminar	Validação do projeto	Revisão final	Registro
Aparecida				Aracaju	Paulínia		
Porto Velho				Maceió	Barra Mansa	São Gonçalo	João Pessoa
Santa Luzia				Cuiabá	Tremembé	Jaboatão	

Fonte: RI da empresa

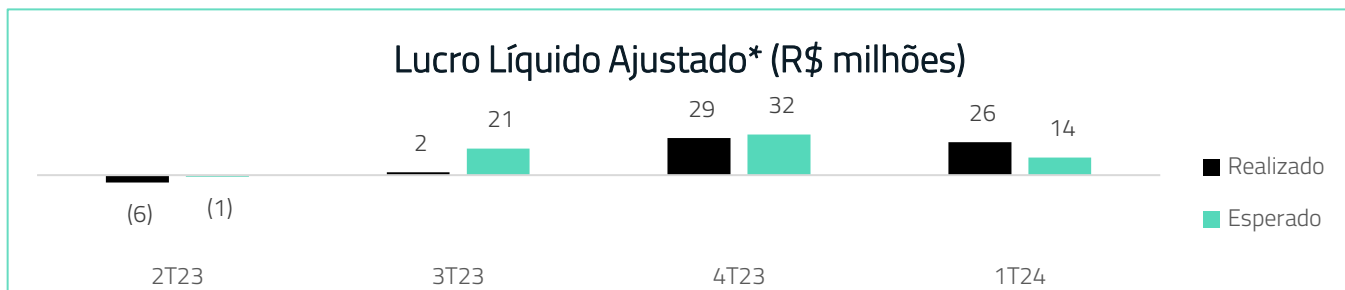
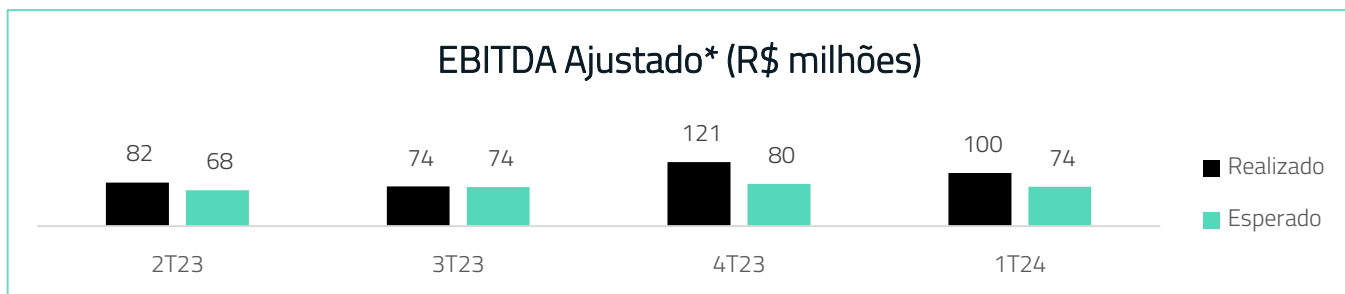
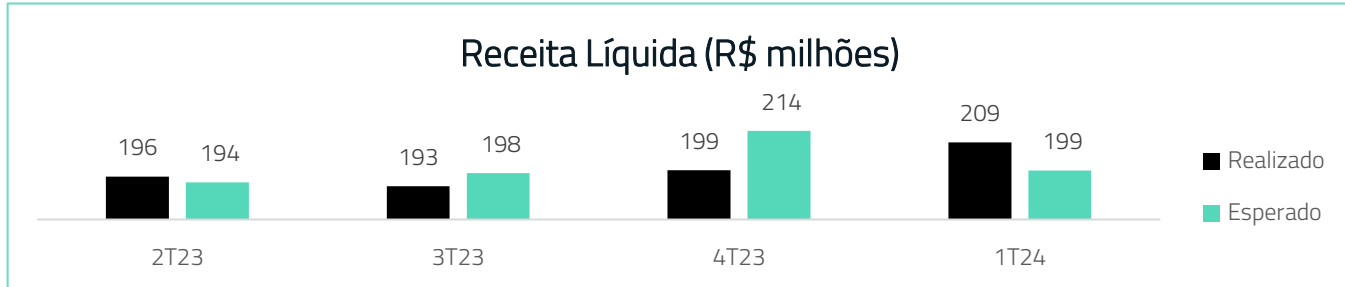
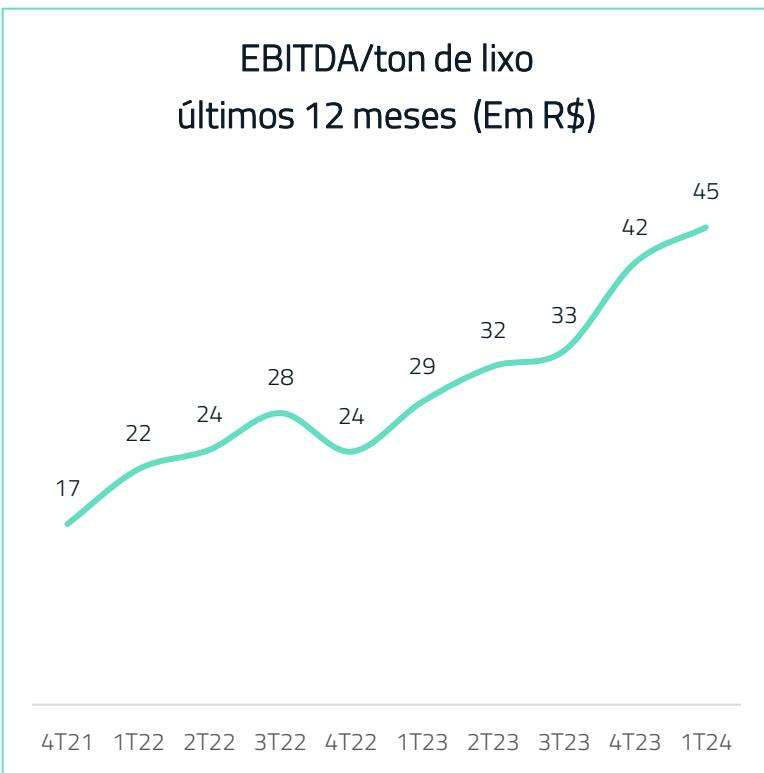
### CERs Vendidos (Em CO<sub>2</sub> ton/equivalente)



Fonte: RI da empresa e Equitas Investimentos

# 3. Resultados Recentes

Desde a nossa última publicação do Deep Dive, a Orizon reportou um total de 4 resultados que compreendem os períodos do 2T23 ao 1T24. Em linhas gerais os resultados foram bons, bem em linha com as projeções de mercado e refletiram os esforços da gestão em melhorar a eficiência dos ativos adquiridos. Como comentado anteriormente, a companhia tem adotado uma postura de reorganização dos resíduos que recebe, focando em resíduos sólidos urbanos que possuem maior potencial de produção de biogás e maior *gate fee* na média. Esse efeito tem se refletido nos resultados reportados e deve continuar nos próximos trimestres, se traduzindo em maiores margens e lucro por tonelada recebida. Além disso, a companhia vem realizando um belo trabalho de redução do custo caixa da operação melhorando a eficiência dos aterros adquiridos e usufruindo do *ramp up* dos aterros recém inaugurados (como é o caso do Pantanal, Santa Luzia e Porto Velho).

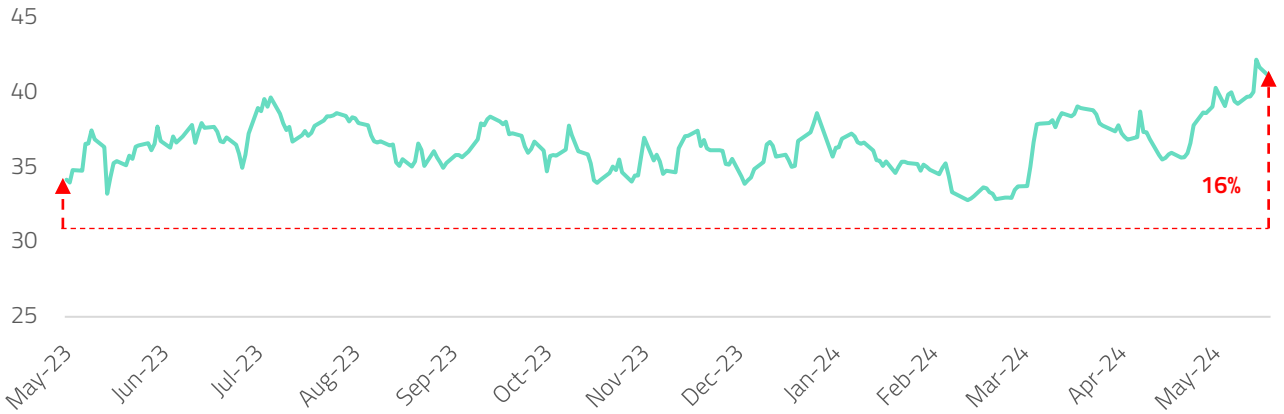


\*Ajustado ex equivalência patrimonial

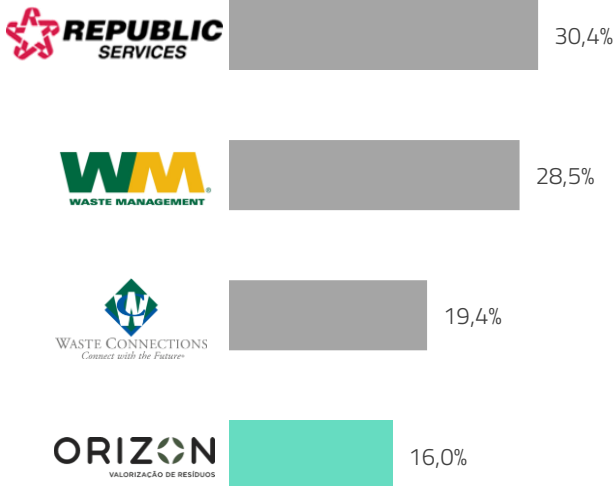


## Performance da ação

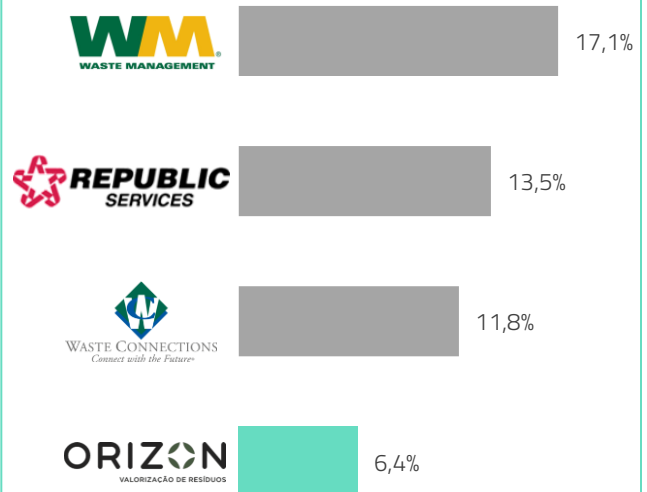
### Preço ORVR3 - R\$/ação



### Performance LTM (%)

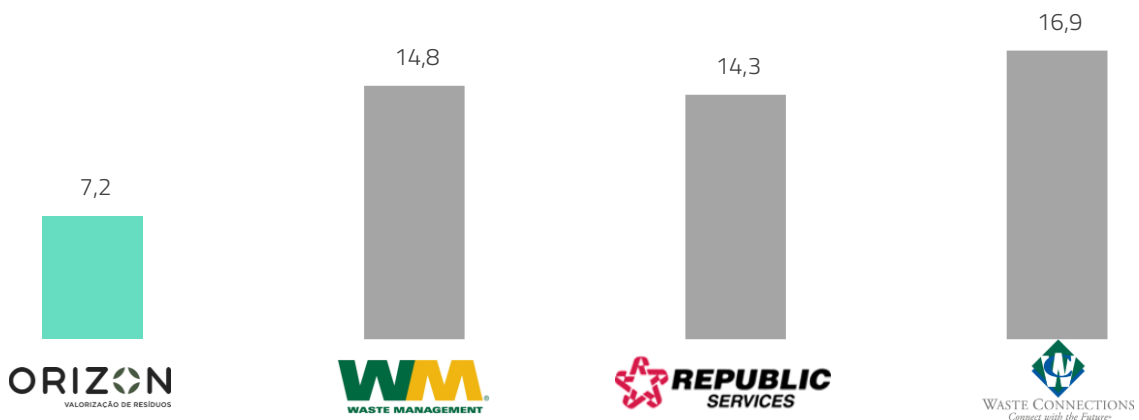


### Performance YTD (%)



### EV/EBITDA\* 12 meses forward

\*Consenso bloomberg



# 4. Atualização do Case e Projeções

## Outras atualizações Orizon

---

Outros avanços foram destaque desde o nosso Deep Dive. Dentre eles destacamos:

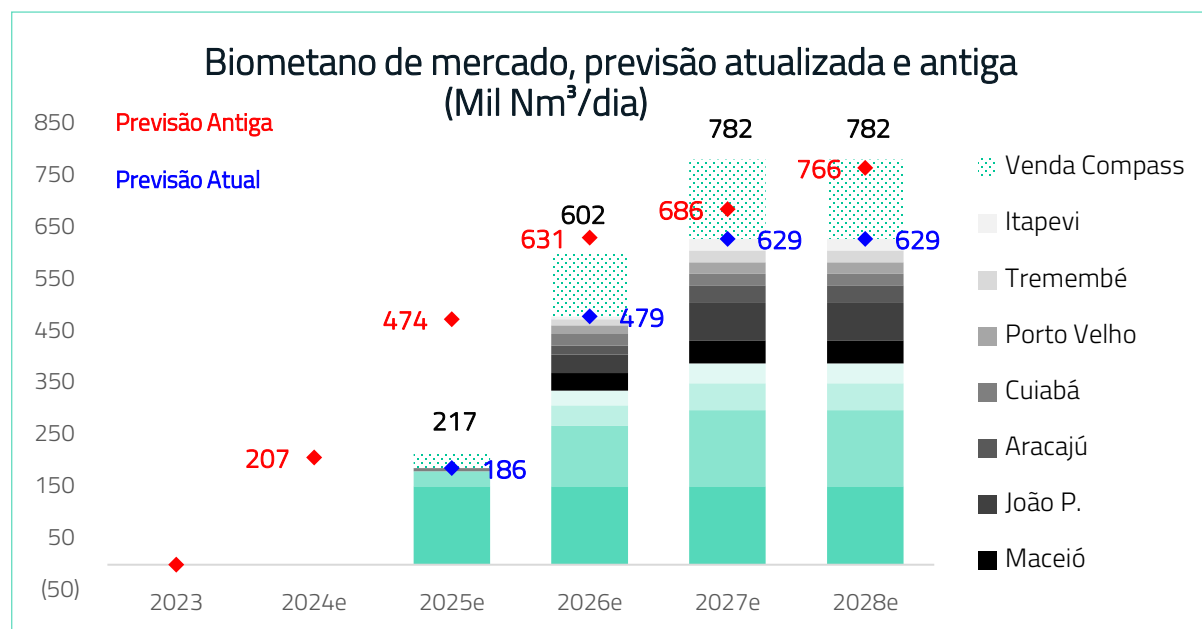
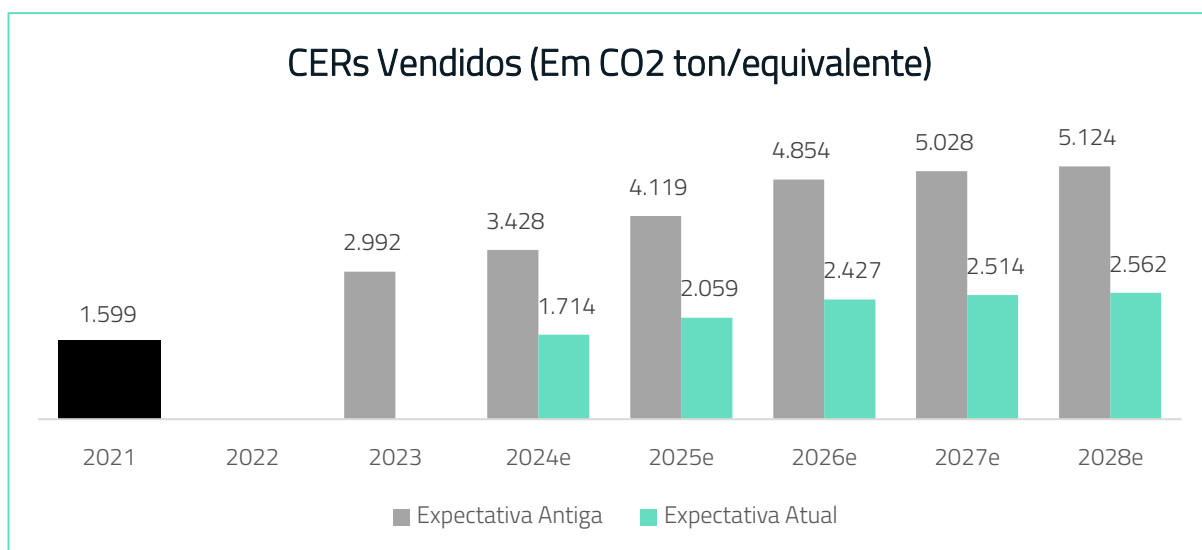
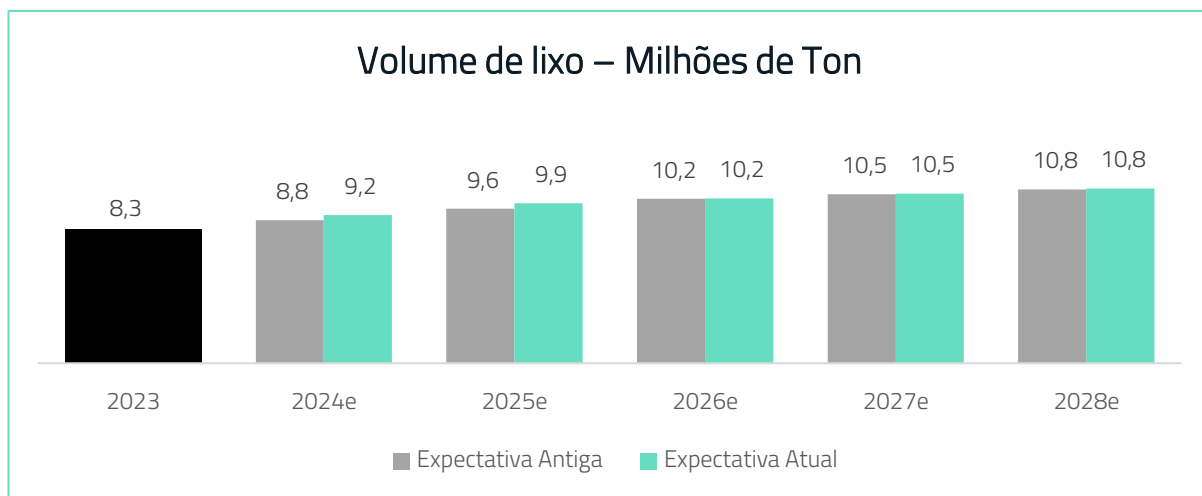
- Parceria com a Tera Ambiental para produção de fertilizantes orgânicos a partir de compostagem do lodo da Sabesp, firmada em junho de 2023. **Em dezembro de 2023, a empresa já estudava a expansão do projeto para dobrar o recebimento de lodo de 3 para 6 mil toneladas por mês.**
- Ramp up das Unidades de Triagem Mecanizada (UTMs) que durante 2023 contribuíram negativamente para o resultado da Orizon em R\$ -38 milhões em EBITDA. Para 2024 é esperado uma reversão do P&L da atividade, passando a contribuir positivamente para o resultado da companhia. Estimamos que esse segmento gere R\$ 19 milhões de EBITDA em 2024.
- Obtenção de concessão para implantar uma unidade de transbordo e triagem mecanizada com o município de Duque de Caxias – RJ. É previsto um volume de 550 mil toneladas ano com receita fixa corrigido pelo IPCA em contrato de 20 anos a partir de 2023.

## Números Orizon

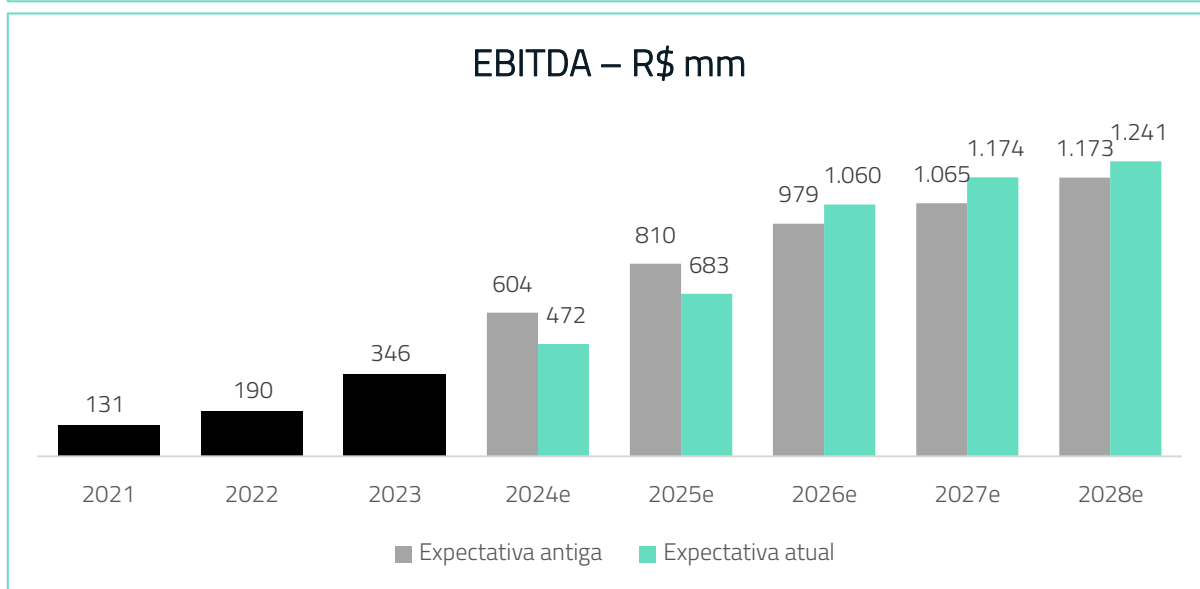
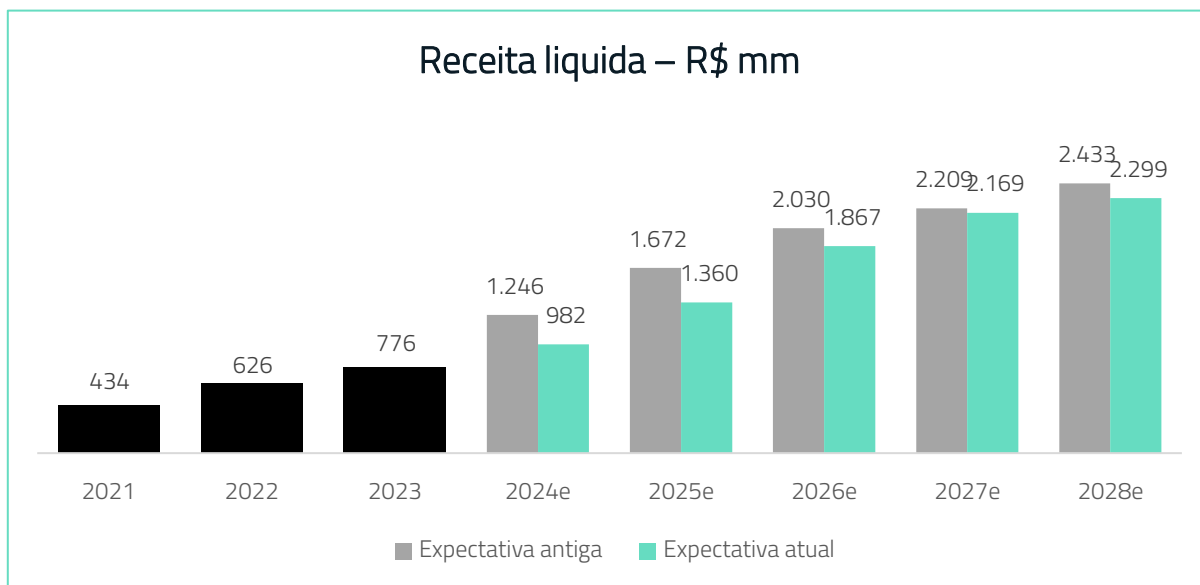
---

Durante o ano de 2023 a Orizon demonstrou a força de seu modelo de negócio robusto, valorizando de forma relevante os resíduos que recebe em seus aterros e executando as melhorias nos ativos adquiridos nos anos anteriores. Evidência disso são os resultados apresentados para o ano, com a receita líquida consolidada da companhia atingindo o patamar de R\$ 982 milhões (24% de crescimento YoY), EBITDA de R\$ 346 milhões (58% de crescimento YoY) e lucro líquido de R\$ 50 milhões (versus prejuízo de R\$ 115 milhões em 2022). Para frente, esperamos a continuidade desse ritmo de crescimento, projetando um CAGR de 24% e 30% para a Receita Líquida e EBITDA nos próximos 5 anos. Essa expectativa, assim como elucidado no nosso Deep Dive, advém principalmente do crescimento da produção de biometano nos aterros da companhia e do crescimento no recebimento de resíduos. Não obstante, nossas projeções atualizadas possuem algumas diferenças daquelas apresentadas à época do Deep Dive. Destacamos:

- Redução da conversão da média de biogás em biometano nos aterros de 50% para 40%.
- Contabilização dos aterros de São Gonçalo e Nova Iguaçu nas expectativas de produção de biometano.
- Redução nas projeções de volume de crédito de carbono comercializado por ano.
- Inclusão de Juazeiro do Norte nas projeções de volumes recebidos nos aterros.

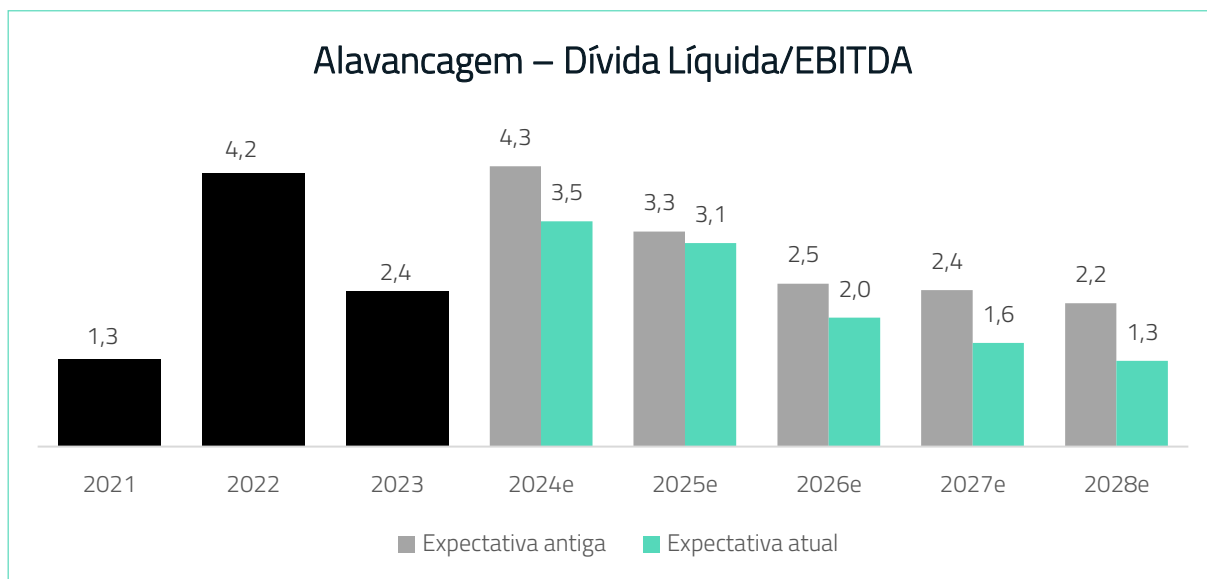


Fonte: RI da empresa e Equitas Investimentos



Fonte: RI da empresa e Equitas Investimentos

## Alavancagem – Dívida Líquida/EBITDA



## Continuamos otimistas com a tese...

Em suma, continuamos enxergando a tese de investimento na Orizon como promissora, acreditando na estratégia da companhia de extrair máximo valor dos resíduos recebidos em seus aterros. Atualmente enxergamos a companhia negociando a 8.3x EV/EBITDA 2024 e 4.7x 2025, o que parece um desconto exagerado se comparado com *peers* globais como Waste Management e Republic Services. Projetamos uma TIR de 3 anos de 33.4% para a tese, modelando para o cenário base um preço médio em valores reais de biometano comercializado de R\$ 3.10/Nm3 e um volume final produzido de 629 Nm3/dia para a BioE.

## Produção de biometano da BioE – Nm3/h

	400	470	575	629	700	800	900
2,00	9,5%	11,5%	14,3%	15,6%	17,4%	19,8%	22,1%
2,50	15,9%	18,6%	22,4%	24,3%	26,8%	30,0%	33,2%
2,75	18,7%	21,8%	26,1%	28,3%	30,9%	34,6%	38,1%
3,10	22,5%	26,0%	30,9%	<b>33,4%</b>	36,4%	40,5%	44,4%
3,50	26,6%	30,5%	36,1%	38,8%	42,2%	46,7%	51,1%
3,75	29,0%	33,2%	39,1%	42,0%	45,6%	50,4%	54,9%
4,10	32,3%	36,8%	43,2%	46,2%	50,1%	55,3%	60,1%

## DISCLAIMERS

Este material foi desenvolvido pela Drýs Capital Ltda. ("Drýs") com caráter meramente informativo e, portanto, não deve ser entendido como oferta, recomendação ou análise de investimento ou ativo, nem tampouco constitui uma oferta de serviço e nem venda de cotas dos fundos sob gestão.

Parte do conteúdo contido nesse documento é relacionado a ativos financeiros investidos pelos fundos de investimento sob gestão da Drýs. Ressaltamos que as projeções ou estimativas apresentadas poderão ter origem em simulações ou modelos proprietários, com o risco de divergir significativamente dos resultados reais, sendo obtidas a partir de dados estatísticos, modelos probabilísticos e metodologias proprietárias, com base em fatos e resultados financeiros obtidos de fontes públicas, ou através de relatórios e análises contratados. Como tal, eventuais estimativas ou projeções contidas nesse documento servem somente para contextualizar o processo de decisão de investimentos da Gestora e não expressam, em nenhum momento, promessa ou garantia de retorno ou resultado do portfólio ou de ativos individuais.

Ainda, apesar do cuidado na obtenção e manuseio das informações apresentadas, a Drýs não declara ou garante a integridade, confiabilidade ou exatidão das informações, as quais podem inclusive serem modificadas sem comunicação, eximindo-se de quaisquer responsabilidades por prejuízos diretos ou indiretos que venham a ocorrer pelo seu uso.

O conteúdo deste documento não pode ser copiado, reproduzido, publicado, retransmitido ou distribuído, no todo ou em parte, por qualquer meio e modo, sem a prévia e expressa autorização, por escrito, da Drýs através de seus representantes.

Para dúvidas ou esclarecimentos adicionais sobre metodologia, modelos ou de métricas e estimativas relativas às empresas ou ativos investidos contidos nesse material, entrar em contato através do e-mail [contato@dryscapital.com.br](mailto:contato@dryscapital.com.br)



**EQUITAS**

**Drýs**  
CAPITAL



## **Drýs Capital**

Rua Funchal - n. 375  
Conjuntos 151 e 152  
CEP. 04551-060  
Vila Olímpia - São Paulo

**Drýs**  
CAPITAL