

Irani (RANI3): Firme e avançando

Feedback do dia do investidor; atualizando nossas estimativas em ~20%; Reiteramos COMPRA

A Irani acaba de concluir sua primeira apresentação do dia do investidor, apresentada pela administração. A empresa apresentou várias tendências de longo prazo da indústria e expectativas para a próxima década. Em nossa opinião, o que mais se destacou no evento foram as oportunidades de crescimento divulgadas além da plataforma Gaia (atualmente em andamento). Nada foi anunciado oficialmente até agora, mas a Irani acredita que a empresa poderá atingir 430ktpa de produção de papel até o final da década (incluindo expansão da capacidade de celulose, papel e papelão ondulado). A administração deve acelerar alguns desses projetos em algum momento, uma vez que as projeções de alavancagem foram substancialmente reduzidas desde o re-IPO. Também estamos aproveitando a oportunidade para revisar nosso modelo e elevamos nossas estimativas em cerca de 20%, em média, para os próximos anos. Os preços de papel reciclado foram corrigidos em ~ 40% dos picos, o que deve impulsionar as margens nos próximos trimestres - ainda com preços baixos. Reiteramos compra, com as ações sendo negociadas em 4,6x EV/EBITDA 22, bem abaixo dos níveis justos de 6,5x, em nossa opinião.

Visão 2021-2030: Baixa alavancagem para acelerar o crescimento além do GAIA

O perfil de alavancagem da Irani melhorou significativamente desde o re-IPO, e agora prevemos que a dívida líquida/EBITDA deve permanecer perto de 1x ao longo do ciclo de investimento. A administração reconhece esta melhoria e pode acelerar projetos de crescimento além da plataforma Gaia atual (pipeline de projetos atual a ser concluído até 2023). A Irani deve mudar sua estratégia de crescimento para o próximo ciclo e já vislumbra o crescimento da produção. Depois de abordar as iniciativas mais simples e rápidas em termos de produtividade e melhorar sua base de custos (plataforma Gaia), a Irani passará para uma fase de expansão de volumes. O projeto de expansão de Minas Gerais (que foi suspenso após o re-IPO devido aos baixos retornos), está de volta à mesa e sendo reavaliado. A empresa também planeja expandir a produção de celulose e papel (a produção de papel pode chegar a 430ktpa até o final da década), e a conversão de papelão cartão (ainda sem detalhes sobre esses projetos).

A expansão da margem é uma realidade; Ação não reflete a correção do preço do papel reciclado

Os preços de papel reciclado estão de volta a ~ R\$ 1.100/ton, tendo caído ~ 40% de seu pico de ~ R\$ 1.900/ton em maio/junho (ver gráfico 1). A administração espera que os preços dos produtos finais da Irani permaneçam estáveis pelo menos até o final do ano, o que poderia aumentar as margens para um pico de 37% no 4T21. Para 2022, esperaríamos alguma moderação dos preços do

BTG Pactual – Equity Research:

Leonardo Correa

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Caio Greiner

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Bruno Lima

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Analise.Acoes@btgpactual.com

Irani (RANI3)

Data	07/10/2021
Ticker	RANI3
Rating	Compra
Preço Alvo (R\$)	11,0
Preço (R\$)	6,3
Listagem	Novo Mercado

Dados Gerais:

Market Cap. (R\$ mn)	16'15,08
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	14,55

Valuation:

	2021E	2022E
P/L	14,9x	6,0x
EV/EBITDA	7,9x	4,1x

Stock Performance:

Outubro (%)	18%
LTM (%)	37,2%



papelão ondulado, embora não na mesma magnitude da correção do papel reciclado - projetamos margens EBITDA de 33% para o ano. No entanto, se executarmos um cálculo reverso com base nos preços atuais das ações e um múltiplo alvo de 6x, descobriremos que a ação atualmente implica uma contração significativa da margem para 2022. Para que esse cenário se materialize, (i) os preços de papel ondulado precisariam subir ~ 50% dos níveis atuais, ou (ii) os preços do papel ondulado precisariam cair -20% dos níveis atuais. Vemos os dois cenários como altamente improváveis.

Tendências do setor de longo prazo devem permanecer saudáveis impulsionadas pelo e-commerce, substituição em curso

No longo prazo, a Irani continua tendo uma perspectiva positiva para o mercado de papelão ondulado no Brasil, impulsionado principalmente pelo crescimento do e-commerce, juntamente com fundamentos da indústria de alimentos sólidos, e substituição de plástico. A Irani espera que o e-commerce continue crescendo dois dígitos em todo o mundo e registre um CAGR de 22% no Brasil (2018-24). A embalagem de comércio eletrônico usa até 2x mais papel ondulado/corrugado do que a embalagem média de varejo, por isso é um impulsionador de crescimento relevante para os fabricantes de papel. A exposição direta da Irani às vendas do e-commerce ainda é baixa, embora a vejamos como positiva para os fundamentos da indústria brasileira. Os principais clientes da empresa são do setor de alimentos, principalmente frigoríficos, nos quais a administração enxerga um crescimento robusto à frente, com diversas ampliações de frigoríficos em andamento próximo à unidade da Irani em Santa Catarina.

Elevando nossas estimativas em 20% em média para 2021-23; Preço-alvo inalterado em R\$ 11

Aproveitamos para revisar nosso modelo Irani, para incorporar os resultados do 2T21 e a recente correção dos preços de papel reciclado no Brasil. Estamos aumentando nossas estimativas de EBITDA em cerca de 20% em média para 2021-23 (consulte a tabela 1). Projetamos agora uma expansão das margens para 33% em 2022, na esteira da redução dos custos de papel reciclado, enquanto os preços do papelão ondulado devem levar mais tempo para se ajustar. O EBITDA de R\$ 477 milhões em 2022 implica um múltiplo de 4,6x EV/EBITDA, o que é um desconto significativo para ~ 6,5x os níveis justos, em nossa opinião. Nesses níveis, esperamos que a Irani gere rendimentos de fluxo de caixa (free cash flow yield) de 14% (ex-crescimento) em 2022 e termine o ano em 1,1x Dívida Líquida/EBITDA (balanço sólido).

ESG no centro da estratégia: princípios da economia circular, carbono negativo...

Segundo a administração, “a economia circular é intrínseca à natureza da Irani”: a empresa é uma grande recicladora de papel no Brasil e após a conclusão da plataforma Gaia, ela se tornará autossuficiente em suas necessidades de energia (fontes 100% renováveis). A Irani já é carbono líquido negativo e vende créditos de carbono no mercado brasileiro desde 2019 (~ R\$ 350k em 2 anos, ainda imaterial). A administração definiu várias outras metas ESG para os próximos anos, que incluem: (i) Política de zero acidentes; (ii) Aumentar a lacuna de sequestro/emissões de carbono em 20%; (iii) reduzir o consumo específico de água em 30%, e outros ...

Bem posicionado para crescer + Dinâmica de ganhos sólidos; Reiteramos a Compra

A Irani está pronta para embarcar em uma fase de crescimento agressiva pela frente. A empresa agora ostenta um balanço patrimonial muito saudável (abaixo de 1x a alavancagem) e pode se concentrar em entregar crescimento cumulativo pela primeira vez em anos. Esta é uma história de alto crescimento, baixo beta e orientada para o mercado doméstico. Os “ventos a favor” para a indústria de papelão ondulado no Brasil também devem continuar a apoiar o desempenho da ação no curto prazo, uma vez que antecipamos mais expansão de margem à frente. Reiteramos nossa compra da Irani, uma vez que a ação combina forte momento de lucros + grandes projetos de crescimento de longo prazo, sendo negociada a 4,6x EV/EBITDA 22.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	11,6	19,0	15,8	37,1	26,2
EV/EBITDA	8,1	8,4	7,9	4,1	4,5
P/L	120,4	99,0	14,9	6,0	7,7
Dividend Yield %	0,0	0,0	0,4	5,0	8,3

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020	12/2021E	12/2022E
Receita	933	948	1.030	1.592	1.511
EBITDA	180	178	226	508	477
Lucro Líquido	6	10	93	270	212
LPA (R\$)	0,02	0,04	0,36	1,05	0,82
DPA líquido (R\$)	0,00	0,00	0,02	0,31	0,53
Dívida Líquida/Caixa	-693	-728	-242	-357	-537

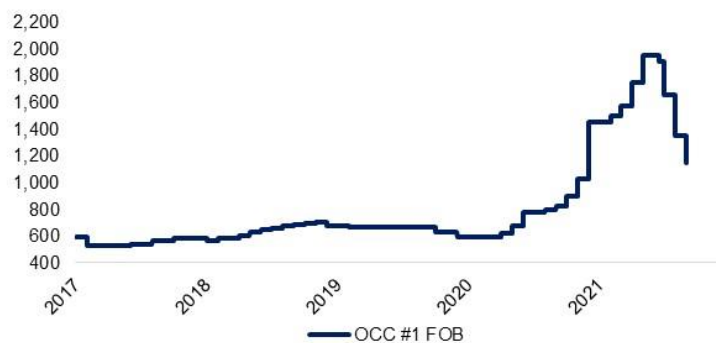
Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 6,35, em 06 de outubro de 2021.

Tabela 1: BTG: Novas estimativas x antigas

Irani	2021E	2022E	2023E
Novo	508	477	437
EBITDA (R\$ MM) Antigo	389	402	430
Novo vs Antigo	31%	19%	2%

Fonte: BTG Pactual

Gráfico 1: Preços de papel reciclado no Brasil (R\$/ton)



Fonte: RISI, 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 BTGPactual 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 ou 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