

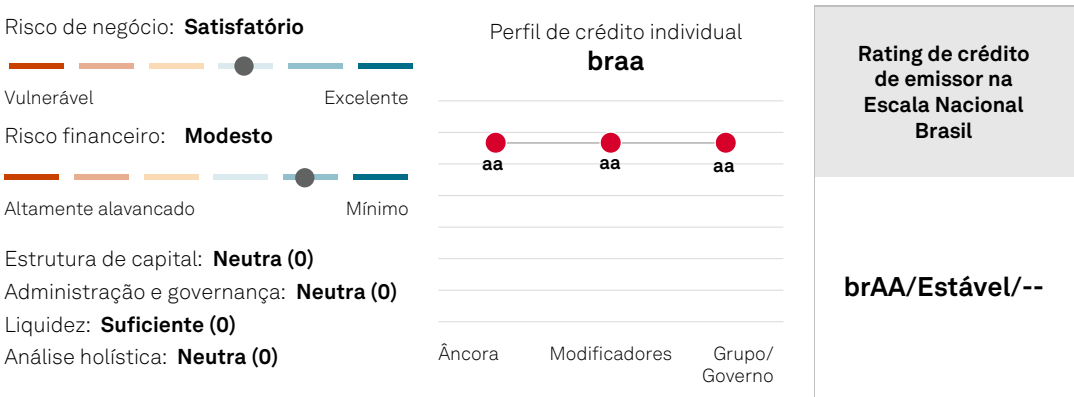
Análise Atualizada

Irani Papel e Embalagem S.A.

6 de novembro de 2025

Este relatório não constitui uma ação de rating.

Resumo de Classificação de Ratings



Analista principal

Victor Soriani
São Paulo
55 (11) 3039-9744
victor.soriani@spglobal.com

Contato analítico adicional

Fabiana Gobbi
São Paulo
55 (11) 3039-9733
fabiana.gobbi@spglobal.com

Esperamos geração de caixa crescente nos próximos anos. A Irani reportou geração de EBITDA de R\$ 140 milhões no terceiro trimestre de 2025 e R\$ 396 milhões nos últimos nove meses findos em 30 de setembro de 2025, sendo 18% e 17% maior do que os mesmos períodos de 2024, respectivamente. O resultado mais forte também se refletiu em uma melhora na margem EBITDA que atingiu cerca de 33% no terceiro trimestre, versus 28% no mesmo período do ano passado em razão do aumento de preços realizados no primeiro semestre desse ano, combinado com menores custos de produção dada a tendência de ligeira queda nos preços das aparas. No terceiro trimestre, os preços mais altos mitigaram os menores volumes de venda de papelão ondulado dado o foco da companhia em rentabilidade ao invés de volume. Esperamos tendência similar de margens no quarto trimestre. Como resultado, projetamos EBITDA de cerca de R\$ 515 milhões em 2025, com margem EBITDA de cerca de 30% em 2025, versus 26,5% em 2024.

Consideramos sólidos volumes a partir de 2026. Apesar da queda nos volumes de venda da Irani de cerca de 8% no terceiro trimestre de 2025 versus o mesmo período do ano passado, a indústria de papelão ondulado ainda apresenta uma dinâmica sólida no ano, com o volume de expedição de papelão ondulado em níveis elevados devido às políticas de transferência de renda e elevado nível de emprego no país. Diante da continuidade de níveis de demanda adequados em 2026, esperamos crescimento na produção de papelão ondulado para cerca de 180 mil toneladas de forma a capturar os benefícios do aumento de escala da planta de Santa Catarina com o projeto Gaia II, e das perspectivas positivas para as exportações de proteína, versus cerca de 173 mil toneladas em 2025 - que é estável comparado a 2024.

Com relação aos preços, projetamos crescimento alinhado à inflação e estabilidade no custo das aparas. Como resultado, esperamos novo aumento de EBITDA e de margem EBITDA para cerca de R\$ 560 milhões e 31%, respectivamente em 2026.

Estimamos redução gradual da alavancagem nos próximos anos. A Irani reportou dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 2,3x nos últimos doze meses finalizados em 30 de setembro de 2025. Esperamos manutenção da dívida nos níveis atuais nos próximos anos, com redução gradual da alavancagem à medida que a geração de EBITDA cresce, impulsionada pelo ramp-up da plataforma Gaia, que deve resultar em melhora de margem e aumento de volume. Projetamos dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 2,0x ao final de 2025 e de 2026.

Perspectiva

A perspectiva estável indica nossa expectativa de que a Irani mantenha um desempenho operacional resiliente, beneficiando-se dos aumentos de preços praticados durante o ano e do *ramp-up* da plataforma Gaia em 2026. Esperamos que a empresa apresente índice de dívida líquida sobre EBITDA de cerca de 2,0x em 2025-2026.

Cenário de rebaixamento

Uma ação de rating negativa nos próximos 12-18 meses poderia resultar do enfraquecimento das condições de mercado ou de elevadas pressões de custo, reduzindo a geração de caixa da Irani. Nesse cenário, observaríamos dívida líquida sobre EBITDA acima de 2,5x e fluxo de caixa operacional livre (FOCF – *free operating cash flow*) sobre dívida próximo de 10% de forma consistente, além de uma possível redução em seu colchão de liquidez. Além disso, um rebaixamento seria possível diante de maiores riscos de uma intervenção negativa do grupo controlador que prejudicasse a qualidade de crédito da empresa.

Cenário de elevação

Uma ação de rating positiva nos próximos 12-18 meses poderia resultar de um fortalecimento das métricas de crédito da Irani, com dívida líquida sobre EBITDA se aproximando de 1,0x e FOCF sobre dívida acima de 20%, enquanto a empresa mantém forte colchão de liquidez. Além disso, no médio a longo prazo, uma elevação de rating dependeria de maior escala e desempenho resiliente de fluxo de caixa. Uma ação de rating positiva também dependeria de uma melhora na qualidade de crédito do grupo, com uma redução no seu nível de endividamento.

Descrição da Empresa

A Irani Papel e Embalagem S.A. é uma empresa brasileira de embalagens que atua nos segmentos de papel para embalagens e embalagens de papelão ondulado. A empresa também possui florestas no Rio Grande do Sul destinadas à venda de toras de madeira e arrendamento para extração de resinas.

A empresa conta com quatro unidades de produção localizadas nos estados de Minas Gerais, Santa Catarina e São Paulo, além de 27,9 mil hectares de floresta em Santa Catarina, onde a madeira é usada como matéria-prima para a fabricação de papel, e cerca de 7,8 mil hectares de floresta no Rio Grande do Sul.

A Irani é controlada pelo grupo Habitasul, pertencente à família Druck, que detém 57% de participação na empresa. O grupo também atua no segmento de desenvolvimento imobiliário e hotelaria.

Principais Métricas

Irani Papel e Embalagem S.A. – Resumo das projeções*

-Ano fiscal findo em 31 de dezembro de-							
R\$ milhões	2023R	2024R	2025E	2026P	2027P	2028P	2029P
Receita	1.594	1.627	1.698	1.783	1.871	1.964	2.062
EBITDA (reportado)	664	516	621	599	612	667	710
(+/-) Outros	(199)	(86)	(107)	(38)	(18)	(31)	(32)
EBITDA	465	431	514	560	594	636	678
(-) Juros-caixa pagos líquidos de receitas financeiras	(112)	(89)	(139)	(151)	(120)	(78)	(63)
(-) Imposto-caixa pago	(108)	(34)	(35)	(55)	(93)	(126)	(148)
Geração interna de caixa (FFO - funds from operations)	245	308	341	354	382	432	467
Despesa com juros líquidas de receita financeira	117	122	137	151	120	78	63
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	270	396	533	419	377	433	446
Investimentos (capex)	369	229	225	250	228	170	170
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flow)	(100)	166	308	169	149	263	276
Dividendos	206	126	171	109	76	90	122
Recompra de ações (reportada)	42	49	30	--	--	--	--
Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)	(347)	(9)	108	60	73	173	154
Dívida (reportada)	1.626	1.686	1.937	1.777	1.677	1.542	1.407
(+) Passivos de arrendamentos	24	19	52	55	57	59	61
(-) Caixa acessível e investimentos líquidos	(601)	(604)	(899)	(791)	(757)	(788)	(800)
(+/-) Outros	8	2	2	2	2	2	2
Dívida	1.057	1.104	1.093	1.043	980	815	670
Caixa e investimentos de curto prazo (reportados)	601	604	899	791	757	788	800
Índices ajustados							
Dívida/EBITDA (x)	2,3	2,6	2,1	1,9	1,6	1,3	1,0
FFO/dívida (%)	23,1	27,9	31,2	34,0	39,0	52,9	69,7
Cobertura de juros caixa pelo FFO (x)	3,2	4,5	3,5	3,3	4,2	6,5	8,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	4,0	3,5	3,8	3,7	5,0	8,1	10,8
OCF/dívida (%)	25,5	35,8	48,8	40,2	38,5	53,1	66,5
FOCF/dívida (%)	(9,4)	15,1	28,2	16,2	15,2	32,3	41,2
DCF/dívida (%)	(32,8)	(0,8)	9,8	5,8	7,4	21,3	22,9
Crescimento anual da receita (%)	(5,5)	2,1	4,4	5,0	5,0	5,0	5,0
Margem EBITDA (%)	29,2	26,5	30,3	31,4	31,8	32,4	32,9

*Todos os números foram ajustados pela S&P National Ratings, exceto se apresentados como reportados. R: Realizado. E: Estimado. P: Projetado

Resumo Financeiro

Irani Papel e Embalagem S.A. – Resumo Financeiro

	-Ano fiscal findo em 31 de dezembro de-				
(R\$ milhões)	2020	2021	2022	2023	2024
Receita líquida	1.029,6	1.605,8	1.686,7	1.594,2	1.627,5
EBITDA	234,5	507,1	533,8	465,2	430,6
Geração interna de caixa (FFO - <i>funds from operations</i>)	149,3	400,3	417,1	244,5	307,8
Despesas com juros líquidas de receita financeira	62,0	41,8	60,9	117,0	122,5
Juros-caixa pagos líquidos de receitas financeiras	64,0	21,2	14,2	112,4	88,9
Fluxo de caixa operacional (OCF - <i>operating cash flow</i>)	196,3	383,7	375,7	269,7	395,6
Investimentos (capex)	72,7	395,6	544,7	369,3	229,5
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - <i>free operating cash flow</i>)	123,6	(11,9)	(169,0)	(99,6)	166,1
Fluxo de caixa discricionário (DCF - <i>discretionary cash flow</i>)	107,0	(120,3)	(374,3)	(347,3)	(9,1)
Caixa e investimentos de curto prazo	346,2	506,3	1.049,2	601,0	604,2
Caixa disponível bruto	346,2	506,3	1.049,2	601,0	604,2
Dívida	288,0	425,9	772,1	1.057,3	1.103,6
Patrimônio líquido	786,2	957,4	1.125,1	1.279,7	1.366,5
Índices ajustados					
Margem EBITDA (%)	22,8	31,6	31,6	29,2	26,5
Retorno sobre capital (%)	14,0	33,5	29,7	21,4	12,3
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,8	12,1	8,8	4,0	3,5
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	3,3	19,9	30,3	3,2	4,5
Dívida/EBITDA (x)	1,2	0,8	1,4	2,3	2,6
FFO/dívida (%)	51,9	94,0	54,0	23,1	27,9
OCF/dívida (%)	68,2	90,1	48,7	25,5	35,8
FOCF/dívida (%)	42,9	(2,8)	(21,9)	(9,4)	15,1
DCF/dívida (%)	37,2	(28,3)	(48,5)	(32,8)	(0,8)

Comparação com os Pares

O rating da Irani é superior àquele da Adami (brA+/Estável/--), porém inferior ao rating da Klabin (brAAA/Estável/--). As três empresas operam no segmento de embalagens de papel. O rating 'brAAA' da Klabin, líder no segmento de embalagens de papelão ondulado no Brasil, reflete seu portfólio diversificado de produtos, sua escala elevada e integração de sua produção, produzindo e vendendo celulose, papéis e embalagens.

Apesar de Adami e Irani possuírem participação de mercado semelhantes no segmento de papelão ondulado doméstico (cerca de 4%-5%), o rating da Irani reflete as maiores capacidade de produção e verticalização da produção, já que a empresa também vende papel para embalagens e produz toda a sua necessidade de papel e de celulose, garantindo margens EBITDA mais elevadas se comparadas à Adami.

O segmento de embalagens de papelão ondulado representa 60% da receita da Irani, enquanto os 40% restantes correspondem à venda de papel para embalagens. No caso da Adami, além do

Irani Papel e Embalagem S.A.

segmento de embalagens de papelão ondulado, cerca de 30% da receita está vinculada ao segmento madeireiro.

Com relação ao perfil de risco financeiro da Irani e da Adami, projetamos métricas de dívida líquida sobre EBITDA similares em torno de 2,0x para as duas empresas em 2025 e 2026.

Irani Papel e Embalagem S.A. - Comparação com os pares

	Irani Papel e Embalagem S.A.	Adami S.A. Madeiras	Klabin S.A.
Rating de crédito de emissor na Escala Nacional Brasil	brAA/Estável/--	brA+/Estável/--	brAAA/Estável/--
Período	Anual	Anual	Anual
Fim do período	--Ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2024--		
Milhões	R\$	R\$	R\$
Receita líquida	1.627,5	1.432,2	19.645,3
EBITDA	430,6	342,8	7.405,8
Geração interna de caixa (FFO - funds from operations)	307,8	301,1	5.484,5
Despesa com juros líquida de receita financeira	122,5	6,9	1.899,5
Juros-caixa pagos líquidos de receitas financeiras	88,9	(11,9)	1.432,2
Fluxo de caixa operacional (OCF - operating cash flow)	395,6	328,8	4.137,3
Investimentos (capex)	229,5	403,2	3.530,4
Fluxo de caixa operacional livre (FOCF - free operating cash flow)	166,1	(74,4)	606,8
Fluxo de caixa discricionário (DCF - discretionary cash flow)	(9,1)	(107,5)	(1.172,2)
Caixa e investimentos de curto prazo	604,2	710,1	7.530,2
Caixa disponível bruto	1.103,6	170,1	38.166,1
Dívida	1.366,5	1.256,9	8.637,2
Patrimônio líquido	(9,1)	(107,5)	(1.172,2)
Índices ajustados			
Margem EBITDA (%)	26,5	23,9	37,7
Retorno sobre capital (%)	12,3	18,6	12,4
Cobertura de juros pelo EBITDA (x)	3,5	49,8	3,9
Cobertura de juros-caixa pelo FFO (x)	4,5	(24,4)	4,8
Dívida/EBITDA (x)	2,6	0,5	5,2
FFO/dívida (%)	27,9	177,0	14,4
OCF/dívida (%)	35,8	193,3	10,8
FOCF/dívida (%)	15,1	(43,8)	1,6
DCF/dívida (%)	(0,8)	(63,2)	(3,1)

Liquidez

Avaliamos a liquidez da Irani como suficiente. Projetamos índice de fontes sobre usos de caixa acima de 2,5x nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025, resultado da sua posição robusta de caixa e de baixos vencimentos de dívida, além de menores investimentos (capex) nos próximos anos. Apesar disso, não acreditamos que a empresa seja capaz de suportar eventos de baixa probabilidade ao longo dos anos sem necessidade de refinanciamento.

Principais fontes de liquidez

- Caixa e equivalente de caixa de R\$ 681 milhões em 30 de setembro de 2025;
- Geração interna de caixa (FFO – *funds from operations*) de cerca de R\$ 540 nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025; e
- Linha de crédito disponível de R\$ 250 milhões com o BNDES
- Nova emissão de debêntures de R\$ 120 milhões em outubro de 2025 .

Principais usos de liquidez

- Dívida de curto prazo de R\$ 187 milhões em 30 de setembro de 2025;
- Necessidades de capital de giro de R\$ 10 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025;
- Capex de cerca de R\$ 245 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025; e
- Distribuição de dividendos de cerca de R\$ 125 milhões nos próximos 12 meses a partir de 30 de setembro de 2025.

Análise de Cláusulas Contratuais Restritivas (*Covenants*)

Exigências

A empresa está sujeita a *covenants* financeiros de aceleração da dívida em seus empréstimos e em suas debêntures. Os *covenants* mais restritivos e com verificação anual exigem:

- Dívida líquida sobre EBITDA abaixo de 3,5x, e
- EBITDA sobre despesa financeira líquida acima de 2,0x.

Expectativa de cumprimento

Esperamos que a Irani cumpra os *covenants* acima com uma folga superior a 45% nos próximos dois anos

Ratings de Emissão – Análise de Recuperação

	Valor da emissão	Vencimento	Rating de emissão	Rating de recuperação
Irani Papel e Embalagem S.A.				
4ª emissão de debêntures <i>senior secured</i>	R\$ 60 milhões	Dezembro de 2029	brAA+	br2 (80%)

Principais fatores analíticos

- O rating ‘brAA+’ da 4ª emissão de debêntures da Irani está um nível acima do rating de crédito corporativo da empresa (brAA), refletindo o rating de recuperação ‘br2’ com uma expectativa de recuperação substancial de 80% para os credores em um cenário hipotético de default. A emissão conta com alienação fiduciária de ativos da empresa.
- Em nosso cenário simulado, o default ocorreria em 2029, resultado da combinação de um menor volume de vendas em meio a um aumento substancial no preço dos insumos e impossibilidade de repasse de custos, além de aumento da inadimplência dos clientes da empresa.

Irani Papel e Embalagem S.A.

- Avaliamos a Irani com base no princípio de continuidade (*going-concern*) de suas operações, pois consideramos que a empresa seria reestruturada em um cenário de default, gerando maior valor para os credores.
- Aplicamos um múltiplo de 5,0x ao seu EBITDA de emergência projetado de R\$ 330 milhões, resultando em um valor bruto da empresa (EV – *enterprise value*) de R\$ 1,6 bilhão.

Default simulado e premissas de avaliação

- Ano simulado de default: 2029
- Múltiplo de EBITDA: 5,0x
- EBITDA de emergência: R\$ 330 milhões

Estrutura de prioridade de pagamentos (*waterfall*)

- EV líquido, após despesas administrativas: R\$ 1,5 bilhão
- Dívida prioritária: R\$ 20 milhões (ACC -Adiantamento de contrato de câmbio)
- Dívida *senior secured*: R\$ 80 milhões (4ª emissão de debêntures)
- Expectativa de recuperação da dívida *senior secured* da Irani: 80% (incluindo a 4ª emissão de debêntures).
- Dívida *senior unsecured*: R\$ 1,9 bilhão (outras debêntures, Finame e empréstimos bancários)

Nota: Todos os montantes de dívida incluem seis meses de juros pré-petição.

Critérios e Artigos Relacionados

Critérios

- [Metodologia: Considerações suplementares de ratings na Escala Nacional Brasil](#), 18 de agosto de 2025
- [Metodologia para atribuição de ratings corporativos na Escala Nacional Brasil](#), 18 de agosto de 2025

Artigo

- [Definições de ratings na Escala Nacional Brasil](#)

Copyright © 2025 pela Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos os direitos reservados.

Nenhum conteúdo (incluindo-se ratings, análises e dados relativos a crédito, avaliações, modelos, software ou outras aplicações ou informações obtidas a partir destes) ou qualquer parte destas informações (Conteúdo) pode ser modificada, sofrer engenharia reversa, ser reproduzida ou distribuída de nenhuma forma, nem meio, nem armazenada em um banco de dados ou sistema de recuperação sem a prévia autorização por escrito da Standard & Poor's Financial Services LLC ou de suas afiliadas (coletivamente, S&P). O Conteúdo não deverá ser utilizado para nenhum propósito ilícito ou não autorizado. Nem a S&P, nem seus provedores externos, nem seus diretores, representantes, acionistas, empregados nem agentes (coletivamente, Partes da S&P) garantem a exatidão, completitude, tempestividade ou disponibilidade do Conteúdo. As Partes da S&P não são responsáveis por quaisquer erros ou omissões (por negligência ou não), independentemente da causa, pelos resultados obtidos mediante o uso de tal Conteúdo, ou pela segurança ou manutenção de quaisquer dados inseridos pelo usuário. O Conteúdo é oferecido "como ele é". AS PARTES DA S&P ISENTAM-SE DE QUALQUER E TODA GARANTIA EXPRESSA OU IMPLÍCITA, INCLUSIVE, MAS NÃO LIMITADA A QUAISQUER GARANTIAS DE COMERCIALIZAÇÃO, OU ADEQUAÇÃO A UM PROPÓSITO OU USO ESPECÍFICO, LIBERDADE DE FALHAS, ERROS OU DEFEITOS DE SOFTWARE, QUE O FUNCIONAMENTO DO CONTEÚDO SEJA ININTERRUPTO OU QUE O CONTEÚDO OPERE COM QUALQUER CONFIGURAÇÃO DE SOFTWARE OU HARDWARE. Em nenhuma circunstância, deverão as Partes da S&P ser responsabilizadas por nenhuma parte, por quaisquer danos, custos, despesas, honorários advocatícios, ou perdas diretas, indiretas, incidentais, exemplares, compensatórias, punitivas, especiais ou consequentes (incluindo-se, sem limitação, perda de renda ou lucros e custos de oportunidade ou perdas causadas por negligência) com relação a qualquer uso do Conteúdo aqui contido, mesmo se alertadas sobre sua possibilidade.

Parte do Conteúdo pode ter sido criado com o auxílio de uma ferramenta de inteligência artificial (IA). O Conteúdo Publicado criado ou processado usando IA é composto, revisado, editado e aprovado pela equipe da S&P.

Análises relacionadas a crédito e outras, incluindo ratings e as afirmações contidas no Conteúdo são declarações de opiniões na data em que foram expressas e não declarações de fatos. As opiniões da S&P, análises e decisões de reconhecimento de ratings (descritas abaixo) não são recomendações para comprar, reter ou vender quaisquer títulos ou tomar qualquer decisão de investimento e não abordam a adequação de quaisquer títulos. Após sua publicação, em qualquer maneira ou formato, a S&P não assume nenhuma obrigação de atualizar o Conteúdo. Não se deve depender do Conteúdo, e este não é um substituto das habilidades, julgamento e experiência do usuário, sua administração, funcionários, conselheiros e/ou clientes ao tomar qualquer decisão de investimento ou negócios. A S&P não atua como agente fiduciário nem como consultora de investimentos, exceto quando registrada como tal. Embora obtenha informações de fontes que considera confiáveis, a S&P não conduz auditoria nem assume qualquer responsabilidade de diligência devida (*due diligence*) ou de verificação independente de qualquer informação que receba. Publicações relacionadas a ratings de crédito podem ser divulgadas por diversos motivos que não dependem necessariamente de uma ação decorrente de um comitê de rating, incluindo-se, sem limitação, a publicação de uma atualização periódica de um rating de crédito e análises correlatas.

Até o ponto em que as autoridades reguladoras permitam a uma agência de rating reconhecer em uma jurisdição um rating atribuído em outra jurisdição para determinados fins regulatórios, a S&P reserva-se o direito de atribuir, retirar ou suspender tal reconhecimento a qualquer momento e a seu exclusivo critério. As Partes da S&P abdicam de qualquer obrigação decorrente da atribuição, retirada ou suspensão de um reconhecimento, bem como de qualquer responsabilidade por qualquer dano supostamente sofrido por conta disso.

A S&P mantém determinadas atividades de suas unidades de negócios separadas umas das outras a fim de preservar a independência e objetividade de suas respectivas atividades. Como resultado, certas unidades de negócios da S&P podem dispor de informações que não estão disponíveis às outras. A S&P estabeleceu políticas e procedimentos para manter a confidencialidade de determinadas informações que não são de conhecimento público recebidas no âmbito de cada processo analítico.

A S&P pode receber remuneração por seus ratings e certas análises, normalmente dos emissores ou subscritores dos títulos ou dos devedores. A S&P reserva-se o direito de divulgar seus pareceres e análises. A S&P disponibiliza suas análises e ratings públicos em seus websites www.spglobal.com/ratings/pt/ (gratuito) e www.ratingsdirect.com (por assinatura), e pode distribuí-los por outros meios, inclusive em suas próprias publicações ou por intermédio de terceiros redistribuidores. Informações adicionais sobre nossos honorários de rating estão disponíveis em www.spglobal.com/usratingsfees.

STANDARD & POOR'S, S&P e RATINGSDIRECT são marcas registradas da Standard & Poor's Financial Services LLC.