



Operação Condor

Carlos Herrera, CNPI*



8 de maio de 2025

As engrenagens estão em movimento

"Não são as coisas que nos perturbam, mas a nossa visão sobre elas."
Epicteto

Caros assinantes,

No primeiro trimestre de 2025 tivemos um tom mais otimista para a Bolsa brasileira. No geral, as ações subiram, embaladas pela expectativa de queda de juros e pela busca por oportunidades que ficaram negligenciadas durante o ciclo anterior.

Não custa lembrar: em 2024, muitos investidores, assustados com a incerteza fiscal e a taxa Selic elevada, migraram para a renda fixa. Afinal, 15% ao ano parecia uma recompensa óbvia demais para ser ignorada.

Mas é justamente nesses momentos de consenso que o mercado comete seus maiores excessos: enquanto boa parte dos recursos corria para os títulos públicos, nós seguimos em empresas que discretamente ofereciam TIRs muito superiores — na casa de 25% a 30%.

E o mais importante: não estamos falando de empresas frágeis ou apostas que não se faz ideia do que irá acontecer. São companhias com capacidade operacional comprovada, mas que enfrentam algum desafio pontual ou carregam ruídos que afastam os holofotes.

É esse tipo de oportunidade que buscamos na Condor Insider: negócios sólidos, ainda subestimados, onde o ceticismo cria a assimetria.

Neste relatório, analisamos os resultados do 4T24 de Portobello (PTBL3) e Guararapes (GUAR3) — dois exemplos vivos dessa filosofia.

A **Portobello (PTBL3)** continua avançando na sua transformação operacional e na estratégia de internacionalização, mesmo diante de um mercado interno mais morno. A **Guararapes (GUAR3)** entrega ganhos reais

OPERAÇÃO CONDOR

ATUALIZAÇÃO

Carlos Herrera, CNPI*
operacao@condorinsider.com

Portobello (PTBL3)

Compra

Preço (07/05/25): R\$3,97
Preço-teto: R\$3,65
Preço-alvo: R\$6,00
Market Cap (R\$ MM): 559,72

Guararapes

(GUAR3)

Manter

Preço (07/05/25): R\$7,91
Preço-teto: R\$6,57
Preço-alvo: R\$10,50
Market Cap (R\$ Bi): 3,95

em volume, margem e geração de caixa na Riachuelo, enquanto ajusta a Midway e navega os desafios da Carter's.

Ambas mostram uma execução que ainda não está totalmente refletida nos preços. E nosso dever, como sempre, é identificar essas mudanças antes que o mercado desperte.

Vamos aos detalhes.

Portobello (PTBL3) – Oportunidades e desafios: revisão de premissas e valuation. Fique de olho

A Portobello acumula alta de aproximadamente 14% desde o início do ano, acompanhando o bom humor do mercado a partir de abril. De forma geral, estamos confortáveis com nossa recomendação. O setor atravessa um momento desafiador, com crescimento de apenas 3,9% em 2024, segundo dados da ANFACER. No mesmo período, a Portobello cresceu 18,1% (a/a) em volume vendido, ganhando Market Share e alcançando R\$2,4 bilhões em receita líquida consolidada — +9,9% em relação a 2023— comprovando sua liderança e resiliência.

Se a empresa entregou no *top line* por que as ações não deslancham? Acreditamos que ainda há incertezas em relação à retomada mais forte do setor (não apenas da Portobello) e, principalmente, em relação à unidade Portobello America, cujo *ramp-up* tem sido mais lento do que previsto. A nossa visão é que à medida que ambos os eventos ganharem visibilidade, o mercado deverá se empolgar com o papel. Até lá, o essencial é que, operacionalmente, a empresa tem feito o dever de casa — embora não tão rápido quanto gostaríamos.

Nosso preço-alvo é de R\$6,00 por ação, com recomendação qualitativa de COMPRA. No curto prazo, no entanto, consideramos prudente monitorar o papel e buscar oportunidades de aquisição caso o preço atinja ou fique abaixo do nosso teto de R\$3,65 por ação.

Todos os olhos sobre a Portobello America

Se o foco do mercado está na PB America, comecemos por ela. Em 2023, a Portobello inaugurou sua mais nova e moderna fábrica no Tennessee, EUA. A expectativa era de que, ao longo do ano, a operação ganhasse fôlego para que, em 2024, alcançasse sua plena capacidade produtiva. No entanto, isso não ocorreu. Dificuldades operacionais, logísticas e, principalmente, desafios relacionados à equipe impactaram o *ramp-up* da unidade, tornando sua maturação mais lenta do que o inicialmente previsto e afetando os resultados de 2024.

Levando em consideração que o poder de barganha com fornecedores é menor nos EUA do que no Brasil, o que dificulta um melhor capital de giro, o crescimento da inflação e da pressão cambial no período, o cenário é bastante desafiador. Em 2024, por exemplo, a unidade registrou um prejuízo bruto de ~R\$2,1 milhões, apesar do crescimento de 30% (a/a) na receita.

A boa notícia é que o *ramp-up* parece, finalmente, ter ficado para trás, e já deveríamos ver uma evolução significativa em 2025. Atualmente (4T24), a unidade opera com 88,4% de sua capacidade produtiva. Além disso, em nossa conversa com a equipe de RI em abril, foi destacado que os custos operacionais já estão praticamente alinhados ao planejado no business case.

Estimamos um crescimento mais robusto da receita em 2025, com estabilização gradual nos anos seguintes, aproximando-se de R\$700 milhões em 2027 (Tabela 1). Simultaneamente,

pre vemos uma recuperação das margens, saindo de 15% em 2025 para 25% em 2027. Esta premissa se baseia na percepção de que ainda há espaço para maior eficiência operacional e logística, além do fato de que a fábrica ainda não opera em sua capacidade plena. Nesse patamar, a unidade geraria aproximadamente R\$172 milhões de lucro bruto em 2027.

Tabela 1. Projeções para Portobello America

	2023	2024	25E	26E	27E
Receita líquida	229	298	441	574	688
YoY (%)		30,3%	48,0%	30,0%	20,0%
CPV	(190)	(300)	(375)	(459)	(516)
Lucro bruto	38	(2)	66	115	172
Mg. Bruta (%)	16,7%	-0,7%	15,0%	20,0%	25,0%

Fonte: Condor Insider

Nas demais unidades do grupo— **Portobello, Portobello Shopping e Pointer** —também adotamos projeções conservadoras, são elas:

1. Crescimento da receita líquida superior em 2025E, com declínio gradual até 2027.
2. Margem bruta próxima à média histórica no caso da Portobello.
3. Percentuais ligeiramente superiores à margem histórica para a PB Shopping.
4. Margens inferiores no caso da Pointer, embora haja espaço para surpresas positivas, considerando o bom desempenho da unidade em 2024 (especialmente no 4T24).

Nesse cenário, estimamos uma **estabilização do CAPEX**, melhoria do capital de giro e, conseqüentemente, maior geração de caixa e desalavancagem financeira. Para 2025, já pre vemos uma Dívida Líquida / EBITDA próxima a 4,5x sob nossas métricas (que diferem das da empresa), com declínio gradual até algo próximo de 2,8x em 2027.

Em 2026, a empresa deverá voltar a gerar lucro — com alguma surpresa, isso poderia ocorrer ainda em 2025 — embora com um ROE ainda baixo (~6%), convergindo para um patamar mais próximo de 20%-25% até 2027, nível comparável à média histórica.

Tabela 2. Principais projeções para a PTBL3 – Condor Insider

	2023	2024	25E	26E	27E
Receita Líquida	2.191	2.408	2.772	3.121	3.441
YoY (%)		9,9%	15,1%	12,6%	10,3%
Lucro Bruto	855	865	1.054	1.179	1.310
Mg. Bruta (%)	39,0%	35,9%	38,0%	37,8%	38,1%
EBITDA Ajustado	285	337	425	497	584
Mg. EBITDA (%)	13,0%	14,0%	15,3%	15,9%	17,0%
Lucro Líquido	(35)	(102)	(31)	22	86
Mg. Líquida (%)	-1,6%	-4,2%	-1,1%	0,7%	2,5%

Fonte: Condor Insider

Valuation com premissas conservadoras...

Atualmente, com base em nossas projeções, as ações da Portobello (PTBL3) são negociadas a aproximadamente **4,5x EV/EBITDA**, o que representa um desconto de **20% em relação à média dos últimos cinco anos**. Para 2027, ano em que projetamos o retorno da lucratividade, a empresa estaria negociando a aproximadamente **4x EBITDA, 6,5x P/L e 1,3x P/VP**.

Em termos de **TIR** para um investimento no papel considerando um desinvestimento ao final de 2030, estimamos uma taxa de retorno de **25% ao ano (nominal em reais)**.

Tentamos adotar as premissas mais prudentes em todas as etapas do processo de valuation, reforçando uma abordagem cautelosa para a precificação da Portobello.

Por exemplo, no cálculo do múltiplo de saída, aplicamos um 4x EV/EBITDA, equivalente a um desconto de 30% em relação à média histórica. Consideramos esse desconto excessivo, especialmente ao avaliarmos a evolução do mix de ativos projetado até 2030 — momento em que aproximadamente 25% da receita deverá vir da divisão norte-americana, onde os múltiplos de mercado são consideravelmente mais elevados.

A escolha por um múltiplo de saída mais conservador se justifica, principalmente, pela situação financeira atual da empresa e seu histórico recente de execução. No entanto, é fundamental destacar que, no longo prazo, o desempenho histórico da companhia sugere uma redução progressiva desse desconto. Ou seja, à medida que o *ramp-up* da **Portobello America** evolui e a melhora macroeconômica se consolida, essa defasagem de precificação tende a ser corrigida, possibilitando uma reprecificação mais favorável da ação.

Preço-Alvo e Impactos na Precificação

Nosso **preço-alvo permanece em R\$6,00 por ação**, utilizando uma taxa de desconto (**Ke**) de **aproximadamente 17% nominal em reais**.

Caso mantivéssemos esse **Ke**, mas eliminássemos o desconto aplicado ao **múltiplo de saída**, o preço-alvo aumentaria para **R\$9,00 por ação**—um indicativo de potencial valorização do papel à medida que os desafios operacionais e financeiros forem superados.

Definição de Preço-Teto e Margens de Segurança

Além das premissas prudentes no valuation, aplicamos uma metodologia conservadora para definir nosso **preço-teto**, estabelecendo um ponto de corte quando a **TIR supera os 27% ao ano**. Essa abordagem é sustentada por diversos fatores, por exemplo:

1. **Valuations relativos dentro do nosso universo de cobertura**, garantindo uma comparação justa com ativos do mesmo setor ou liquidez parecida (microcaps cíclicas).
2. **O cenário de alta taxa de juros no Brasil**, impactando diretamente o custo de capital e as métricas financeiras da empresa para frente.
3. **Alavancagem financeira elevada**, que adiciona riscos ao modelo de precificação.
4. **A premissa de que a Portobello somente voltará a distribuir dividendos a partir de 2027**, reduzindo atratividade de curto prazo para investidores de dividendos.

Acompanharemos de perto a evolução da empresa ao longo do ano, revisando nossa tese conforme novos eventos e dados forem sendo incorporados.

Por ora, reafirmamos **nossa recomendação qualitativa de COMPRA, com preço-alvo de R\$6,00 por ação**. No entanto, para manter a consistência com os critérios previamente estabelecidos e preservar o equilíbrio entre risco e retorno, consideramos o **preço-teto de R\$3,65** como um ponto de referência. Recomendamos a compra do papel caso atinja ou fique abaixo desse valor.

Guararapes (GUAR3) – Um 2024 sólido, com espaço para mais em 2025. Manter

Desde o início do ano as ações da Guararapes (GUAR3) já subiram 40%, menos que os 70% da C&A (CEAB3, que está em nossa carteira Microcaps), mas bem acima das Lojas Renner (LREN3, que subiu 20%), que não está em nenhuma das nossas carteiras.

Além da melhora geral do mercado a partir de abril, o aumento reflete o bom desempenho da empresa ao longo de 2024. Foi um ano sólido e bem executado, com avanços consistentes na operação da Riachuelo, melhora nas margens e evolução na geração de caixa — reforçando nossa visão construtiva para 2025. De fato, estou finalizando a escrita deste relatório depois de ler os resultados do 1T25, sobre os quais tenho uma visão construtiva na qual aprofundaremos nos próximos dias. Com o varejo físico ganhando tração e a companhia mantendo disciplina na alocação de capital, vemos espaço para mais valorização das ações ao longo do ano. **Nossa recomendação é de MANTER, com preço-alvo de R\$10,50.**

Mercadorias: a locomotiva da Guararapes (+)

A receita líquida do 4T24 da vertical de Mercadorias alcançou R\$2,4 bilhões, com crescimento de 14,1% a/a — um ritmo de expansão muito superior ao do setor de vestuário no Brasil (que cresceu 2% segundo o IBGE). O destaque foi o SSS (vendas mesmas lojas), que avançou 13,9% a/a, superando os principais pares C&A (+12%) e a Renner (+9%).

Esse crescimento não veio de reajuste de preço, mas sim de ganho real de volume. A estratégia de reposicionamento pós-pandemia, trazendo preços mais competitivos e coleções com melhor aceitação, foi um sucesso. Em entrevista recente ao site [Brazil Journal](#), o CEO André Farber afirmou que a Guararapes agora pode, de forma seletiva, aplicar aumentos de preço em produtos de maior valor agregado, com menor risco de perder tração.

A margem bruta de Mercadorias subiu 1,3 pp. no 4T24, para 54,9%, puxada por dois fatores: a) **Produção própria:** a fábrica Guararapes aumentou o volume em +33% a/a, trazendo maior eficiência e diluição de custos e; b) **Gestão de estoque:** a redução de remarcações foi visível, sinalizando melhora de produtividade comercial e planejamento de coleções.

No ano de 2024, a margem bruta de Mercadorias alcançou 50,9% (+2,0 pp.), e o EBITDA ajustado do segmento foi recorde: R\$986 milhões, com margem de 13,7% (+2,2 pp. a/a).

Dentro das bandeiras, a Casa Riachuelo manteve trajetória positiva, mas a Carter's decepcionou no trimestre, com queda de margem, afetada pela alta do dólar (custo de importação) e possível enfraquecimento de demanda em tickets mais altos.

Midway Financeira: ajuste prudente, preparando o terreno para 2025

A Midway voltou a crescer a carteira de crédito em 2024, encerrando o ano com R\$5,7 bilhões — puxada principalmente pelo cartão Riachuelo Private Label.

A inadimplência acima de 90 dias, que havia dado sinais de deterioração em 2023, caiu 2 pp. no quarto trimestre, enquanto o índice de cobertura foi elevado para 101,8% — um movimento importante de blindagem num cenário macro ainda incerto.

No entanto, esse ajuste veio com um custo no curto prazo: a) o EBITDA da Midway caiu 20,8% no 4T24 (para R\$98 milhões); b) as despesas operacionais cresceram mais de 20% a/a, puxadas por reforço da estrutura de cobrança e crédito.

Vale notar que a receita bruta da Midway ficou praticamente estável ano contra ano, mesmo com crescimento de operações de cartão (+5%), pois houve retração em outras linhas (como empréstimos pessoais e seguros). Ou seja: **o que parece ser uma piora de margem no trimestre, na verdade é um investimento defensivo na qualidade da carteira.**

Essa mudança de postura reduz o risco de surpresas negativas à frente e deixa a Midway mais bem posicionada para um ciclo de juros mais baixos em 2025.

Midway Mall: estabilidade e resiliência no portfólio

O Midway Mall, único shopping center da Guararapes, manteve seu perfil resiliente ao longo de 2024. A receita líquida do 4T24 somou R\$34,9 milhões, com crescimento de 8,9% a/a, impulsionada pelo aumento nas receitas de aluguel e estacionamento.

O destaque, mais uma vez, ficou por conta do NOI (Net Operating Income). O NOI no trimestre foi de R\$32,8 milhões, com uma margem impressionante de 93,9% — um nível de eficiência operacional muito superior à média dos shoppings brasileiros. No consolidado de 2024, o NOI alcançou R\$109,5 milhões, mantendo margem superior a 94%.

Apesar de ser uma vertical pequena dentro da Guararapes (em termos de peso financeiro), o shopping contribui positivamente para a geração de caixa e ajuda a compor a robustez do balanço. **O ativo também representa uma opcionalidade estratégica:** em caso de necessidade futura de liquidez, a Guararapes teria condições de monetizar esse ativo premium em Natal (RN) — uma região onde o shopping tem posicionamento dominante.

Consolidado: consistência operacional e robustez financeira

No consolidado, a Guararapes mostrou que o bom desempenho das suas principais divisões não foi isolado. A receita líquida totalizou R\$3,0 bilhões no 4T24, uma alta de 10,8% a/a — crescendo de forma consistente trimestre após trimestre. No ano, a receita acumulada ficou em R\$9,6 bilhões, avanço de 9,5% em relação a 2023.

Tabela 3. Resumo dos resultados do 4T24 e de 2024

	4T23	4T24	a/a	2023	2024	a/a
Receita Líquida	2.730	3.026	10,8%	8.795	9.634	9,5%
Lucro Bruto	1.567	1.775	13,3%	5.141	5.682	10,5%
Mg. Bruta (%)	57,4%	58,7%	1,3 pp	58,5%	59,0%	0,5 pp
EBITDA Ajustado	518	566	9,3%	1.028	1.487	44,7%
Mg. EBITDA (%)	19,0%	18,7%	-0,3 pp	11,7%	15,4%	3,7 pp
Lucro Líquido	230	250	8,8%	(34)	235	n.s
Mg. Líquida (%)	8,4%	8,3%	-0,1 pp	-0,4%	2,4%	2,8 pp.

Fonte: Condor Insider



O lucro bruto foi de R\$1,8 bilhão no 4T24 (+13,3% a/a), com margem bruta subindo para 58,7% (+1,3 pp.), impulsionada principalmente pela melhora no segmento de Mercadorias.

O EBITDA consolidado ajustado alcançou R\$566 milhões no 4T24 (+9,3% a/a) e R\$1,5 bilhão no ano inteiro, com a margem EBITDA ajustada subindo 3,7 p.p. no acumulado de 2024 para 15,4%.

Mesmo com a Midway pesando pontualmente no trimestre, a expansão operacional do varejo foi suficiente para garantir crescimento saudável na rentabilidade.

O lucro líquido foi de R\$250 milhões no 4T24 — um crescimento de 8,8% sobre o 4T23. Mas, ajustando pelo efeito extraordinário da venda de ativos no ano anterior, o lucro recorrente teria crescido 43% a/a, o que mostra a real força do resultado.

Um dos destaques mais claros do resultado foi a forte desalavancagem: a dívida líquida caiu 53% em 12 meses, encerrando o ano em R\$498 milhões. O índice de alavancagem fechou 2024 em apenas 0,3x dívida líquida/EBITDA — um patamar de excelência para o setor de varejo.

A empresa também vem pré-pagando debêntures e mantendo mais de 2x a dívida de curto prazo coberta por caixa, blindando o balanço contra oscilações de mercado.

Além disso, a Guararapes entregou R\$910 milhões de fluxo de caixa livre em 2024 — o segundo ano seguido de geração expressiva de caixa, o que reforça a capacidade de autofinanciamento da companhia para seu crescimento e eventuais distribuições futuras.

Disclaimer

Este relatório foi preparado pelo analista independente e autônomo Carlos Herrera e é de uso exclusivo de seu destinatário. Não pode ser reproduzido ou distribuído, no todo ou em parte, a qualquer terceiro sem autorização expressa. O estudo é baseado em informações disponíveis ao público e/ou diretamente junto à(s) companhia(s) objeto da análise. Estas fontes são consideradas confiáveis e de boa-fé na data de publicação. Contudo, não existe nenhuma garantia, expressa ou implícita, quanto à sua exatidão.

Uma vez que as opiniões são baseadas em julgamentos e estimativas, estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio devido a alterações nas condições de mercado.

Este relatório não representa oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre o analista Carlos Herrera e os destinatários. Portanto, os destinatários devem desenvolver também suas próprias análises e estratégias.

O analista responsável pela elaboração deste relatório declara, nos termos da resolução nº20 de 2021 que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma.