

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Análise de dados selecionados das empresas abertas em 2025

Estudos especiais do BNDES
75/2026

Rio de Janeiro
Junho 2026



Introdução

O produto interno bruto (PIB) brasileiro encerrou o ano de 2025 com um crescimento de 2,3%, superior à mediana das expectativas de mercado no início do ano (2,0%), ainda que inserido em um cenário de desaceleração da atividade econômica. Tal moderação refletiu, em grande medida, os efeitos defasados da política monetária contracionista. A taxa básica de juros se manteve em 15% durante todo o segundo semestre do ano, elevando o custo do capital das empresas. Como resultado, houve também aumento de inadimplência corporativa e níveis recordes de pedidos de recuperação judicial.

No primeiro trimestre de 2026 foram divulgados os dados do balanço patrimonial e das demonstrações financeiras relativos ao 4T/2025 das empresas de capital aberto brasileiras. Esse conjunto de informações oferece uma oportunidade relevante para avaliar as condições financeiras do setor corporativo não financeiro em um período marcado por um ciclo de maior aperto monetário, volatilidade cambial e desaceleração da atividade econômica doméstica.

Nesse contexto, o objetivo deste trabalho é avaliar a saúde financeira das empresas não financeiras de capital aberto no Brasil. Para isso, analisa-se uma amostra de 265 empresas – excluindo-se o setor de finanças e seguros – que apresentaram negociação em bolsa de valores, com base nos dados da Economatica. A análise abrange quatro dimensões da saúde financeira corporativa: lucratividade, solvência, endividamento e alavancagem. Para cada indicador, os resultados são apresentados em duas perspectivas: o total da amostra e o total excluindo Petrobras e Vale, de modo a isolar o efeito que essas duas grandes exportadoras de *commodities* exercem sobre o agregado e, assim, revelar a situação financeira de um conjunto mais amplo das empresas não financeiras brasileiras.

A escolha desses quatro indicadores reflete a complementaridade entre as dimensões que capturam. A lucratividade (lucro bruto/receita bruta) mede a capacidade

de geração de resultado a partir da atividade operacional. A solvência (despesa financeira/Ebitda)¹ avalia o quanto dessa geração de caixa é comprometido com o serviço da dívida. O endividamento (dívida bruta/patrimônio líquido) examina a estrutura de capital e a dependência de financiamento externo. E a alavancagem (dívida líquida/Ebitda) relaciona o passivo financeiro líquido à geração de caixa operacional, oferecendo uma medida dinâmica do risco associado ao perfil de endividamento. Juntos, esses indicadores permitem construir um panorama abrangente e consistente das condições financeiras das empresas não financeiras brasileiras e de sua relação com o ciclo macroeconômico recente.

Lucratividade (lucro bruto/receita bruta)

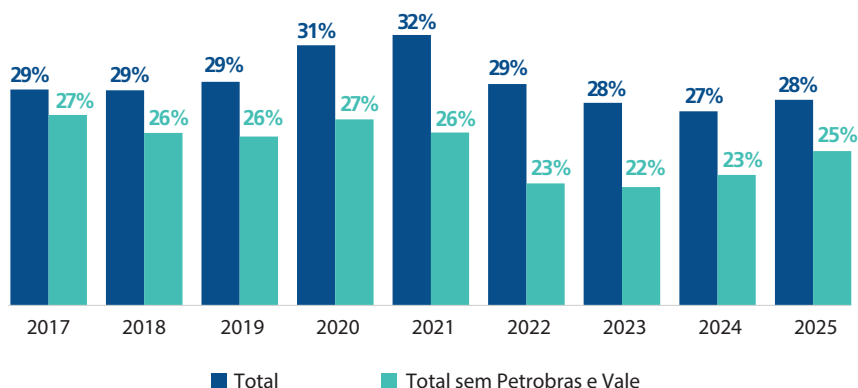
Em 2025, a receita agregada das empresas não financeiras cresceu 5,7% em comparação com 2024, refletindo, em parte, a resiliência da demanda doméstica e o efeito de preços ainda elevados em alguns segmentos. O lucro bruto, obtido após os descontos dos custos diretos de produção, cresceu 8,5% na comparação anual. Contudo, a melhora aparente nos resultados é, em parte, reflexo da base deprimida de comparação em 2024, quando as empresas ainda carregavam o peso de passivos elevados, perdas cambiais e altas despesas financeiras, inseridas em um ambiente de maior pressão sobre custos.

Como consequência, o indicador de lucratividade, obtido pela razão entre lucro bruto e receita bruta, teve em 2025 sua trajetória de queda, observada desde 2021, revertida. Ao excluirmos Petrobras e Vale da análise, registra-se um crescimento da lucratividade das empresas de capital aberto nos últimos três anos, porém com indicador ainda em patamar inferior ao observado entre 2017 e 2020.

1 Ebitda é a sigla para *earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization* (lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização).

A queda da lucratividade em perspectiva histórica evidencia um problema de possível compressão de margem, potencialmente associada à elevação de custos de insumos – como metais industriais (cobre e alumínio), fertilizantes, *diesel* e energia –, ao encarecimento do crédito e à maior dificuldade de repasse de preços. Adicionalmente, a manutenção de taxas de juros em patamares elevados tende a afetar não apenas o resultado financeiro, mas também as decisões operacionais das empresas, contribuindo para um ambiente de menor rentabilidade (Gráfico 1).

GRÁFICO 1. TRAJETÓRIA DA LUCRATIVIDADE (LUCRO/RECEITA) DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS (%)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Economatica. Disponível em: <https://www.economatica.com>. Acesso em: 14 abr. 2026.

Solvência (despesas financeiras/Ebitda)

A razão entre despesa financeira e Ebitda mostra a capacidade das companhias em honrar os pagamentos com serviço de suas dívidas usando o caixa gerado por suas atividades operacionais. Assim, quanto maior o indicador, maior a parcela

do Ebitda absorvida pelo serviço da dívida e, portanto, menor a folga financeira das companhias.²

Em 2021, em resposta aos efeitos econômicos da pandemia de Covid-19, a taxa Selic foi reduzida a seu menor patamar histórico – 2% ao ano –, o que diminuiu as despesas financeiras das empresas, melhorando o indicador de solvência. A partir de 2022, o ciclo se reverteu: o Banco Central iniciou um processo agressivo de aperto monetário para conter a inflação, elevando a Selic a dois dígitos e pressionando significativamente o custo das dívidas corporativas.

Além do canal dos juros, a variação cambial constitui outro fator relevante na determinação da despesa financeira das empresas, sobretudo para aquelas com passivos denominados em moeda estrangeira. A depreciação do real eleva o custo de captações externas e pode ampliar as despesas financeiras em moeda local.

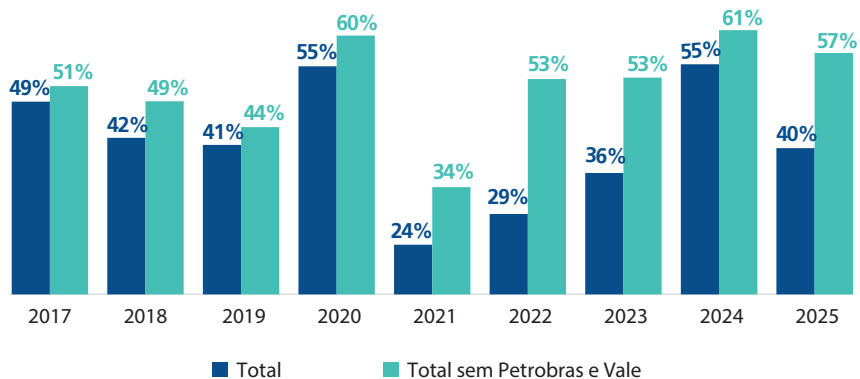
Registra-se uma piora no indicador de solvência após 2021. Parte pode ser explicada pelo aumento dos juros; parte, pelo câmbio; e parte, pela reduzida geração de caixa das empresas.

O Gráfico 2 mostra uma melhora em 2025 em relação ao ano anterior. A despesa financeira do total das empresas não financeiras representava 55% do Ebitda em 2024 e passou a ser 40% em 2025. A apreciação do real ao longo do ano contribuiu reduzindo o custo de passivos em moeda estrangeira, apesar da manutenção da Selic em patamar bastante restritivo. Contudo, ao se excluir Petrobras e Vale da análise, a melhora é mais modesta, passando de 61% para 57% em 2025. A exposição cambial dessas duas companhias funciona como *hedge* natural, de modo que a apreciação do real tende a beneficiá-las em relação às demais empresas, que em sua maioria têm receitas em moeda local. Essa diferença evidencia que a melhora agregada é fortemente influenciada pelo desempenho dessas duas

² Valores acima de 1 indicam que a geração de caixa operacional é insuficiente para cobrir integralmente as despesas financeiras, sinalizando maior vulnerabilidade financeira.

companhias, enquanto o conjunto mais amplo das empresas não financeiras ainda opera com nível relevante de comprometimento do caixa operacional para o serviço da dívida.

GRÁFICO 2. ÍNDICE DE SOLVÊNCIA (DESPESA FINANCEIRA/EBITDA) DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS (%)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Economática. Disponível em: <https://www.economatica.com>. Acesso em: 14 abr. 2026.

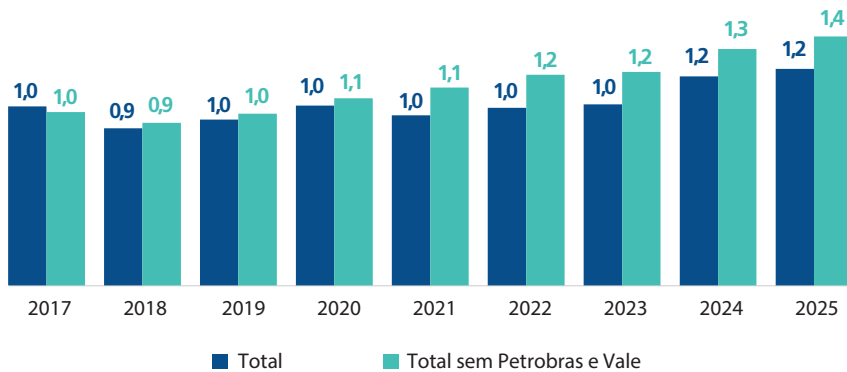
Endividamento (dívida bruta/patrimônio líquido)

O cenário de elevado comprometimento financeiro das empresas não financeiras é complementado pela análise de endividamento, medida pela razão entre dívida bruta e patrimônio líquido. Esse indicador mensura a relação entre a dívida financeira bruta e o capital próprio das empresas. Valores mais elevados indicam maior dependência de financiamento de terceiros em relação à base patrimonial.

O Gráfico 3 revela uma trajetória de deterioração progressiva ao longo do período analisado. Entre 2017 e 2023, o indicador agregado situou-se próximo a 1,0, man-

tendo-se em patamar relativamente controlado. A partir de 2024, iniciou-se uma tendência de alta que levou o indicador a 1,2. Em 2025, a taxa de crescimento da dívida bruta (4,4%) foi superior à expansão do patrimônio líquido (1,2%), movimento que revela aumento no endividamento financeiro das empresas.

GRÁFICO 3. INDICADOR DE ENDIVIDAMENTO (DÍVIDA BRUTA/PATRIMÔNIO LÍQUIDO) DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS



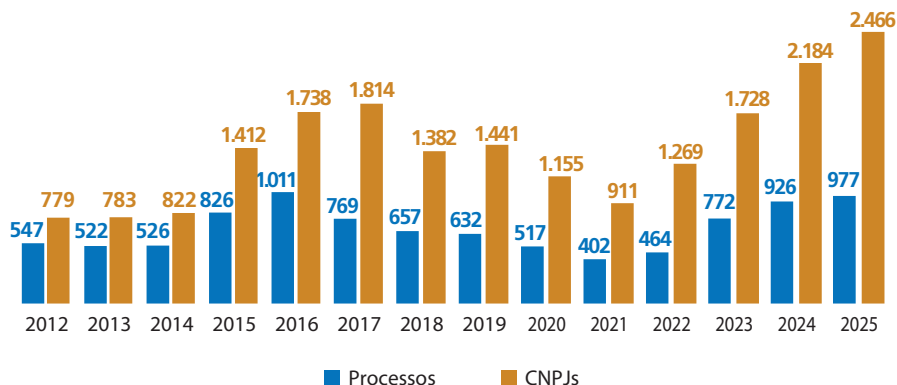
Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Economatica. Disponível em: <https://www.economatica.com>. Acesso em: 14 abr. 2026.

A análise desagregada, excluindo Petrobras e Vale, revela um quadro mais preocupante. A partir de 2020, o indicador do grupo sem as duas exportadoras permaneceu sistematicamente acima do agregado em toda a série, atingindo o maior nível em 2025. Enquanto o total agregado nunca superou 1,2, o grupo sem Petrobras e Vale já opera igual ou acima desse valor desde 2022, sinalizando que o endividamento elevado é uma característica persistente para a maior parte das empresas não financeiras brasileiras.

O quadro de endividamento elevado encontra respaldo nos dados de inadimplência corporativa divulgados pela Serasa Experian (Recorde..., 2026). O ano de 2025 se encerrou com 8,9 milhões de empresas inadimplentes no Brasil, maior patamar da série histórica, com as dívidas negativadas somando R\$ 213 bilhões em dezembro. O Gráfico 4 mostra que os pedidos de recuperação judicial tota-

lizaram 977 processos em 2025, o maior volume desde 2016, com alta de 5,5% em relação ao ano anterior. Na ótica das empresas efetivamente envolvidas em recuperação judicial, o impacto é ainda mais expressivo: foram 2.466 CNPJs em recuperação judicial, crescimento de 13% e recorde da série histórica.³

GRÁFICO 4. RECUPERAÇÃO JUDICIAL (EM NÚMEROS)



Fonte: Recuperações..., 2026.

Em um horizonte maior, a normalização do endividamento corporativo requer um processo consistente de redução da dívida relativa ao patrimônio, que, por sua vez, depende de condições econômicas, financeiras e creditícias mais favoráveis, incluindo redução do custo de capital, recuperação sustentada da lucratividade operacional e ambiente macroeconômico propício ao investimento e à geração de caixa. Enquanto essas condições não se consolidarem, o endividamento elevado deve continuar restringindo a capacidade de investimento e o potencial de crescimento das empresas não financeiras brasileiras.

3 A Serasa Experian (Recuperações..., 2026) fez uma mudança metodológica recente, distinguindo, entre os casos de recuperação judicial, aqueles que estavam em processos na justiça (o volume de casos no Judiciário) e o número de CNPJs (quantas empresas de fato já foram atingidas). Isso é relevante porque um processo judicial pode envolver vários CNPJs, o que pode levar a dados subestimados.

Alavancagem (dívida líquida/Ebitda)

O indicador de alavancagem, medido pela razão entre dívida líquida e Ebitda, expressa quantos anos de geração de caixa operacional seriam necessários para que uma empresa quitasse integralmente sua dívida líquida, isto é, a dívida bruta deduzida das disponibilidades e aplicações financeiras de curto prazo. Diferentemente do indicador de endividamento, que captura a estrutura de capital da empresa, a alavancagem relaciona o passivo financeiro à capacidade efetiva de geração de caixa, oferecendo uma medida mais dinâmica do risco financeiro. Quanto menor o indicador, mais rapidamente a empresa seria capaz de amortizar sua dívida com o caixa gerado pelas atividades operacionais, e, portanto, menor o risco associado ao seu perfil de endividamento.

O mercado de crédito utiliza amplamente esse indicador como parâmetro para avaliar a saúde financeira das empresas.⁴ Embora com forte variação setorial, o mercado usualmente considera níveis de dívida líquida/Ebitda abaixo de 2,0x relativamente confortáveis; níveis entre 2,0x e 3,5x indicam alavancagem moderada; e acima de 3,5x podem sinalizar maior pressão financeira, especialmente em setores cíclicos ou com menor previsibilidade de receitas.⁵ Vale ressaltar, contudo, que esses limites variam significativamente por setor – segmentos com receita mais previsível e estável, como *utilities* e concessões, tendem a suportar níveis de alavancagem mais elevados do que setores cíclicos, como varejo e construção.

⁴ O indicador dívida líquida/Ebitda é a métrica de alavancagem mais frequentemente utilizada em *covenants* de contratos de dívida de empresas listadas na B3, representando 38,5% do total de cláusulas restritivas identificadas, com limite médio de 3,4x (Albarez; Schiozer, 2021). É também o indicador padrão em relatórios de análise de mercado de bancos de investimento como BTG Pactual e XP Investimentos.

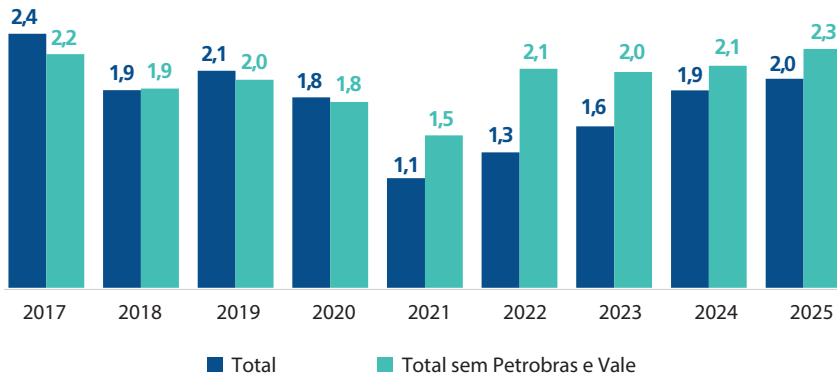
⁵ O Corporate Finance Institute (CFI) afirma que um índice dívida líquida/Ebitda abaixo de 3x é favorável, indicando capacidade de repagamento da dívida e potencialmente melhores *ratings* de crédito, enquanto índices acima de 4x sinalizam potencial estresse financeiro (Lip, 2020).

Em 2025, a dívida líquida do total das empresas cresceu 9,0%, ao passo que o Ebitda cresceu apenas 1,7%. Esse comportamento revela que o endividamento das empresas para financiar suas operações não está sendo acompanhado pelo crescimento dos lucros, sinalizando um risco à estrutura financeira e de capital.

O Gráfico 5 revela uma trajetória com dinâmica distinta da observada no indicador de endividamento. O agregado total partiu de um patamar elevado em 2017 (2,4x) e recuou progressivamente até atingir seu menor nível em 2021 (1,1x), o que pode ser reflexo do ciclo de afrouxamento monetário, que reduziu as despesas financeiras e, combinado com a recuperação da atividade econômica pós-pandemia, impulsionou o Ebitda das empresas. A partir de 2022, o indicador voltou a se deteriorar com o aperto monetário, encerrando 2025 em 2,0x, patamar que, embora ainda dentro da faixa considerada confortável pelo mercado de crédito, representa quase o dobro do nível mínimo registrado quatro anos antes.

Se excluirmos Petrobras e Vale do agregado das empresas, o índice se encontra em nível mais elevado, atingindo o maior valor (2,3x) em 2025. Esse movimento sugere que a melhora da solvência observada em 2025 no agregado ainda não se traduziu em desalavancagem efetiva para a maioria das empresas, que continuam operando com dívida líquida elevada em relação à sua geração de caixa. Conforme mencionado anteriormente, após flexibilização monetária em resposta à crise de Covid-19, o Banco Central elevou a Selic de 2% para mais de 13% em dois anos. Nos anos seguintes a dívida líquida cresceu, uma vez que as empresas precisaram refinarçar passivos a custos mais altos e, em muitos casos, recorrer a novo endividamento para cobrir o próprio serviço da dívida anterior, mas o Ebitda não conseguiu acompanhar esse ritmo.

GRÁFICO 5. INDICADOR DE ALAVANCAGEM (DÍVIDA LÍQUIDA/EBITDA) DAS EMPRESAS NÃO FINANCEIRAS



Fonte: Elaboração própria com base nos dados da Economatica. Disponível em: <https://www.economatica.com>. Acesso em: 14 abr. 2026.

Dessa forma, os resultados de 2025 mostram que a evolução parcialmente positiva dos indicadores financeiros das empresas não financeiras brasileiras deve ser interpretada com cautela. Embora a lucratividade agregada tenha se recuperado e a razão entre despesas financeiras e Ebitda tenha apresentado melhora em relação a 2024, o endividamento e a alavancagem continuaram em trajetória desfavorável. Além disso, a exclusão de Petrobras e Vale revela um quadro mais restritivo para o conjunto mais amplo das empresas, marcado por menor folga financeira, maior dependência de capital de terceiros e maior comprometimento da geração operacional de caixa com o serviço da dívida.

Conclusão

A análise dos balanços de 2025 indica que a saúde financeira das empresas brasileiras não financeiras permanece fragilizada, apesar de sinais pontuais

de melhora em alguns indicadores agregados. A recuperação da lucratividade e a redução do comprometimento do Ebitda com despesas financeiras não foram suficientes para reverter a tendência de aumento do endividamento e da alavancagem. Esse quadro sugere que o ciclo de aperto monetário ainda produz efeitos relevantes sobre a estrutura financeira das companhias, sobretudo por meio do encarecimento da dívida, da maior dificuldade de refinanciamento e da limitação da geração de caixa operacional.

A comparação entre o total das empresas da amostra e o conjunto excluindo Petrobras e Vale reforça esse diagnóstico. As duas grandes companhias exercem influência significativa sobre os resultados agregados, seja em razão de sua escala, seja pela exposição ao mercado externo e à dinâmica de *commodities*. Quando excluídas, observa-se um setor corporativo mais pressionado, com indicadores de solvência, endividamento e alavancagem menos favoráveis.

Em termos de solvência, endividamento e alavancagem, as companhias analisadas revelam um quadro histórico que combina dívidas oneradas a juros elevados com Ebitda crescendo a taxas menores. Como consequência, a capacidade de honrar compromissos financeiros fica fragilizada, resultando em um cenário de aumento nos pedidos de recuperação judicial. A comparação entre o total das empresas e o total sem Petrobras e Vale revela que a despesa financeira sobre o Ebitda, a dívida bruta sobre o patrimônio líquido e a dívida líquida sobre o Ebitda seriam ainda muito piores sem as duas grandes exportadoras.

A trajetória futura dos indicadores dependerá, em larga medida, da evolução das condições macroeconômicas e financeiras. A combinação de juros ainda elevados e crescimento econômico moderado tende a manter o ambiente desafiador para a desalavancagem corporativa no curto prazo. No cenário externo, a apreciação cambial contribui para diminuir o passivo das empresas em dólar. Uma normalização mais consistente dos indicadores de saúde financeira das empresas requer não apenas a redução do custo de capital, mas também a recuperação sustentada da lucratividade operacional, condição necessária para que o processo de desa-

lavancagem ganhe tração de forma mais ampla, e não concentrada em poucos grandes grupos econômicos.

Referências

ALBANEZ, T.; SCHIOZER, R. F. *Panorama dos covenants em contratos de dívida de empresas listadas na B3*. [S. l.]: FGV EAESP, 2021. (Artigo Clínico n. 4). Disponível em: https://pesquisa-eaesp.fgv.br/sites/gvpesquisa.fgv.br/files/arquivos/cp_4_schiozer_covenants.pdf. Acesso em: 15 maio 2026.

LIP, G. Net Debt-to-EBITDA ratio: guide, formula, and examples. *CFI*, [s. l.], 28 jan. 2020. Disponível em: <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/net-debt-ebitda-ratio/>. Acesso em: 15 maio 2026.

RECORDE histórico: Empresas encerraram 2025 com R\$ 213 bilhões em dívidas e inadimplência no maior patamar já registrado, aponta Serasa Experian. *Serasa Experian*, [s. l.], 1 abr. 2026. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/sala-de-imprensa/indicadores/record-historico-empresas-encerraram-2025-com-rdollar-213-bilhoes-em-dividas-e-inadimplencia-no-maior-patamar-ja-registrado-aponta-serasa-experian/>. Acesso em: 14 abr. 2026.

RECUPERAÇÕES judiciais avançam no Brasil e atingem 2,5 mil empresas em 2025, maior nível da série, aponta Serasa Experian. *Serasa Experian*, [s. l.], 7 abr. 2026. Disponível em: <https://www.serasaexperian.com.br/sala-de-imprensa/indicadores/recuperacoes-judiciais-avancam-no-brasil-e-atingem-25-mil-empresas-em-2025-maior-nivel-da-serie-aponta-serasa-experian/>. Acesso em: 14 abr. 2026

Editado pela Gerência de Editoração e Memória do
Departamento de Relacionamento da
Área de Relacionamento, Marketing e Cultura

