

IDEX-CDI: Resultados do 2T26 dos Emissores

Analisamos abaixo os resultados do 2T26 das companhias que compõem o IDEX-CDI, o índice *benchmark* das debêntures indexadas ao CDI. São 202 emissores e 146 grupos econômicos, conforme amostra de 31 de agosto. A cobertura desta revisão é de 84,2% do índice. Refletimos neste texto a nossa percepção de crédito.

LEITURA DO TRIMESTRE

Resultados neutros para o risco de crédito. No 2T26, a alavancagem média do IDEX-CDI ficou estável em 2,7x (Gráfico 1), refletindo a **solidez dos emissores**. A representatividade das companhias com alavancagem acima de 5,0x segue contida em 5,1% (Gráfico 6). Esses fatores, somados à boa performance operacional, preservam o risco médio do IDEX-CDI em níveis confortáveis, **sem deterioração** de risco de crédito.

Alavancagem. A melhora operacional observada (Gráfico 5) foi absorvida por CAPEX em alta, juros altos, aquisições e devolução de capital ao acionista. Com isso, a alavancagem do período ficou estável.

O principal desafio segue sendo a conversão de caixa, diante dos juros e ciclos de CAPEX altos, assunto sendo encarado com seriedade pela administração das companhias.

Passivo alongado, primário fraco. A dívida de curto prazo caiu de 15,6% da dívida bruta no 1T24 para 9,8% no 2T26, na média (Gráfico 2). O *liability management* feito nos últimos anos pelos emissores foi o que atenuou o impacto da redução relevante do volume de emissões de debêntures no período.

Setores. Energia (29,6% do IDEX) sustenta indicadores de estrutura de capital e cobertura de juros em patamares saudáveis, mas o operacional mais fraco elevou a alavancagem a 2,8x no trimestre. Saneamento apresentou investimentos de 100,9% do EBITDA ex-IFRS 16 em média, refletindo o ciclo de CAPEX do setor, o que sustenta a alavancagem acima da média do IDEX. Em Locação, essa mesma métrica de investimentos foi de 78,7% do EBITDA ex-IFRS 16, com retomada de apetite por parte dos emissores.

Emissores. Rede D'Or (principal emissor do IDEX) apresentou mais um trimestre positivo com forte geração de caixa. Vibra foi o principal beneficiado pela conjuntura do trimestre, com a alta do petróleo. Aegea (aporte de R\$ 2,1 bn) e Dasa (bons resultados operacionais e desinvestimentos) endereçaram de forma positiva os desconfortos sinalizados pelos investidores. Hapvida (alavancagem de 1,9x para 3,6x em doze meses) foi o destaque negativo.

Qualidade do índice. Apesar dos efeitos do ciclo de crédito serem notáveis, com o aumento na frequência de eventos de reestruturação (RJs e REs), os nomes problemáticos não são representativos do universo investível de crédito privado. Os emissores dos principais eventos de crédito que estavam no índice *benchmark* tinham peso baixíssimo (de 0,04% a 0,44%; Gráfico 3), observando as amostras dos 6 meses que antecederam os respectivos inadimplimentos.

Performance. A baixa representatividade de emissores estressados e a solidez dos fundamentos de crédito da média dos emissores do índice são fatores que ajudam a explicar a **outperformance** do IDEX-CDI em relação ao CDI no ano (Gráfico 4), apesar de resgates líquidos de R\$ 60,2 bn nos fundos que perseguem essa estratégia.

Gráfico 1 · Alavancagem do IDEX

Dívida líquida / EBITDA ex-IFRS 16, LTM

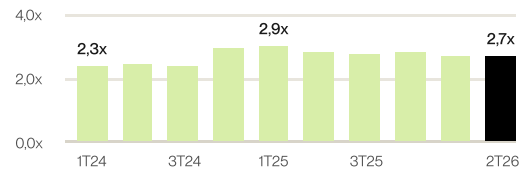


Gráfico 2 · Dívida de curto prazo

Percentual da dívida bruta, média ponderada

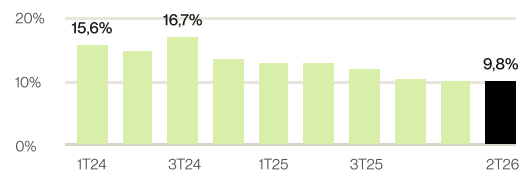
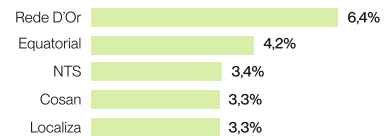


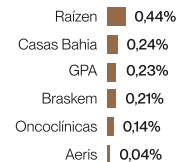
Gráfico 3 · Quem pesa no índice

Peso no IDEX-CDI, em 31/08/26 e antes da saída

Cinco maiores grupos hoje · somados 20,7%



Em reestruturação, antes do evento · somados 1,3%



RESEARCH

Gabriela El-Jaick, CFA

Co-Head de Research
geljaick@letocapital.com.br

Nikolau Müller, CFA

Co-Head de Research
nmuller@letocapital.com.br

Victor Pinheiro

vpinheiro@letocapital.com.br

Lisa Albaneze, CFA

lalbaneze@letocapital.com.br

Theo Handofsky

thandofsky@letocapital.com.br

Equipe de análise

analysts@letocapital.com.br



CRÉDITO PRIVADO · RESEARCH



IDEX-CDI: 2T26

Revisão dos resultados

03. **Panorama do Trimestre**

05. **Análise Setorial**

08. **Metodologia**

09. **Aviso Importante**

Para uma melhor experiência,
navegue pelo índice

Amostra de 31 de agosto de 2026 · 202 emissores · 146 grupos econômicos ·
cobertura de 84,2% do peso do índice

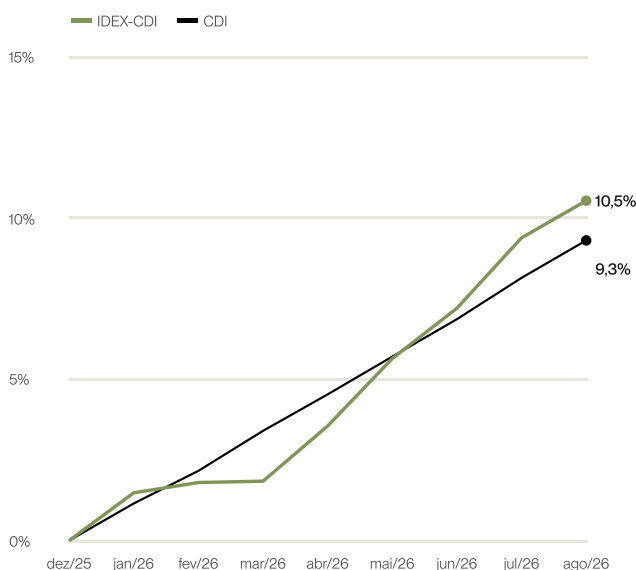
01 Panorama do Trimestre

A leitura mais direta do 2T26 é a de um trimestre de resultados mistos cujo agregado de risco de crédito não se deteriorou, na média. Em um ano marcado por uma série de eventos de crédito, da Recuperação Extrajudicial da Raízen até a Recuperação Extrajudicial da Casas Bahia, é importante analisar o universo investível. O IDEX-CDI é o índice *benchmark* de crédito privado no país, composto pelas debêntures mais líquidas indexadas ao CDI. São 202 emissores distribuídos em 20 setores, dentre os quais energia, saúde e saneamento são os principais. A maior concentração do índice em um emissor é de 6,4% (Rede D'Or), e os primeiros 5 emissores representam 21% (para referência, o *CEMBI Brazil*, índice de *bonds* emitidos por empresas brasileiras, tem o maior emissor com 15,4% do índice e os primeiros 5 com 46,3%). As empresas envolvidas nos eventos de reestruturação deste ano ou **nunca estiveram** no IDEX-CDI (pela pouca relevância dentro do universo investível) ou eram **pouco representativas**. Conforme o Gráfico 3, durante os 6 meses antecedentes aos eventos de inadimplimento, o peso dos respectivos emissores era baixíssimo, de **0,04% a 0,44%**.

Inclusive, na média, a rentabilidade dos emissores do IDEX-CDI melhorou: a margem EBITDA ex-IFRS 16 ponderada do IDEX saiu de 35,5% no 2T25 para 37,4% no 2T26, com avanço também em relação ao 1T26 (37,0%; Gráfico 5). Mesmo com CAPEX em alta, juros altos, aquisições e devolução de capital ao acionista, a alavancagem média encerrou o 2T26 em 2,7x, abaixo dos 2,8x do 2T25 e em linha com o 1T26 (Gráfico 1). Ainda, a conversão do EBITDA ex-IFRS 16 em caixa operacional continua em patamar saudável, de 55,3% (Gráfico 7).

Gráfico 4 · Performance acumulada em 2026

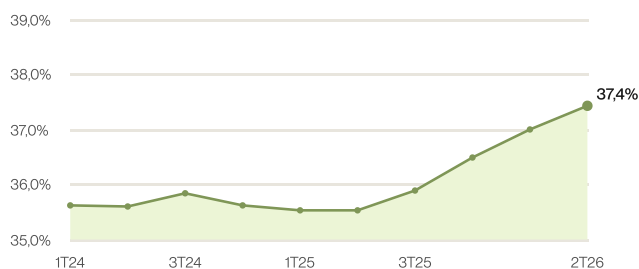
IDEX-CDI e CDI, retorno acumulado desde 31/12/2025



Fonte: IDEX-CDI (JGP/IDEX Analytics) e CDI (B3); retornos mensais do índice, acumulado por composição.

Gráfico 5 · Margem EBITDA ex-IFRS 16

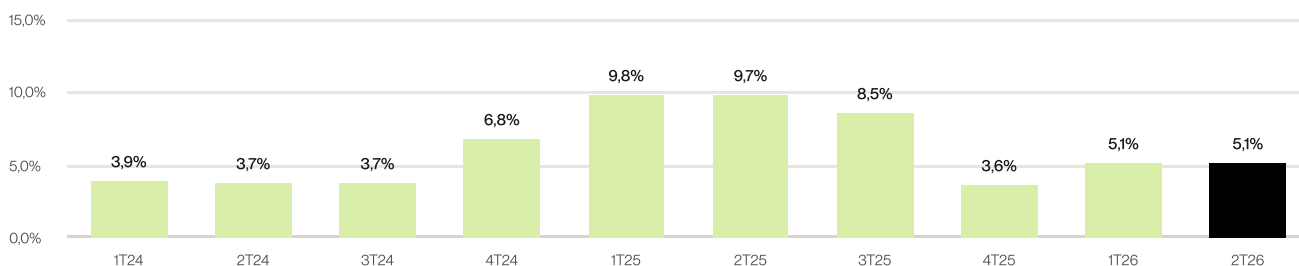
Média ponderada, LTM, 1T24 a 2T26



Fonte: Leto Capital, modelos proprietários; cobertura do painel balanceado de 82,4% do peso do índice.

Gráfico 6 · Emissores com alavancagem acima de 5,0x

Peso no índice · alavancagem LTM, ex-IFRS 16 · cobertura de 81,1% do peso do índice



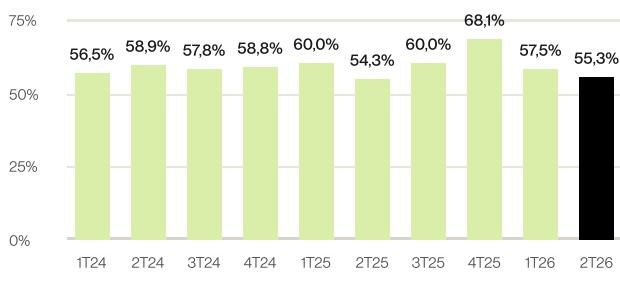
Emissores acima de 5,0x no 2T26: Cosan S.A., BRK, Auren, Cesp, Marfrig, AES Tietê, MetroSP. Fonte: Leto Capital, modelos proprietários.

As melhoras do período vieram concentradas onde o **petróleo** ajudou (**Vibra** de 2,4x para 1,6x) ou onde houve **reforço de capital**, como o aporte de R\$ 2,1 bn na **Aegea** (evento subsequente), de R\$ 750 milhões na Movida e de R\$ 600 milhões na Vamos. Outras histórias de desinvestimentos, maturação operacional e gestão de custos e despesas também merecem menção, como a **Dasa**, que entregou queda de alavancagem de 4,1x no 2T25 para 3,4x no 2T26 e aumento da margem EBITDA de 11,3% para 16,2%, ainda que com pouca variação t/t. Em muitos nomes, a alavancagem ficou de lado ou subiu por **decisão deliberada de investimento**, caso de **Equatorial e Localiza**. As deteriorações relevantes ficaram restritas a histórias específicas, como **Hapvida** (alavancagem saltou de 1,9x no 2T25 para 3,6x no 2T26), e não configuram um movimento de piora generalizada da qualidade de crédito do índice. O percentual de empresas do IDEX que possuem alavancagem acima de 5,0x segue controlado em 5,1% (Gráfico 6).

Do lado do acesso a mercado, o sentimento pessimista do **C-Level** das empresas é evidenciado pelo baixo volume de emissões primárias e relevância de operações “curtas” (com prazos de 2 a 4 anos) nas poucas operações que saíram. Com o mercado de capitais mais exigente em relação ao prêmio de risco diante do cenário macroeconômico desafiador, o primário ficou devagar no trimestre. Os bancos de fomento e linhas bilaterais, somado a emissões com pouca *duration*, têm sido a solução para absorver a demanda de rolagem das companhias, contendo uma crise de liquidez no curto prazo. De todo modo, nos últimos anos as companhias que compõem o IDEX fizeram um trabalho relevante de **liability management**, alongando significativamente o prazo médio dos seus endividamentos. Essa tendência é evidenciada no Gráfico 2, que mostra uma forte redução do **percentual de dívida de curto prazo das empresas**, saindo de 15,6% no 1T24 para 9,8% no 2T26. Assim, boa parte das companhias não está tendo dificuldade em atravessar esse período de restrição de crédito. Há, ainda, as exceções que conseguiram excelentes emissões, em termos de prazo e custo. A **Vibra** fez a emissão mais longa e mais barata da sua história (dez anos, CDI – 0,40% após *swap*), a **Motiva** desembolsou R\$ 4,4 bn (por meio dos emissores operacionais do grupo), a **Aegea** contratou linhas longas de fomento nas subsidiárias operacionais e a **Tupy** tomou R\$ 600 milhões (evento subsequente) no BNDES em condições melhores que o custo corrente da dívida.

Gráfico 7 · Conversão de caixa do IDEX

Caixa operacional / EBITDA ex-IFRS 16, LTM



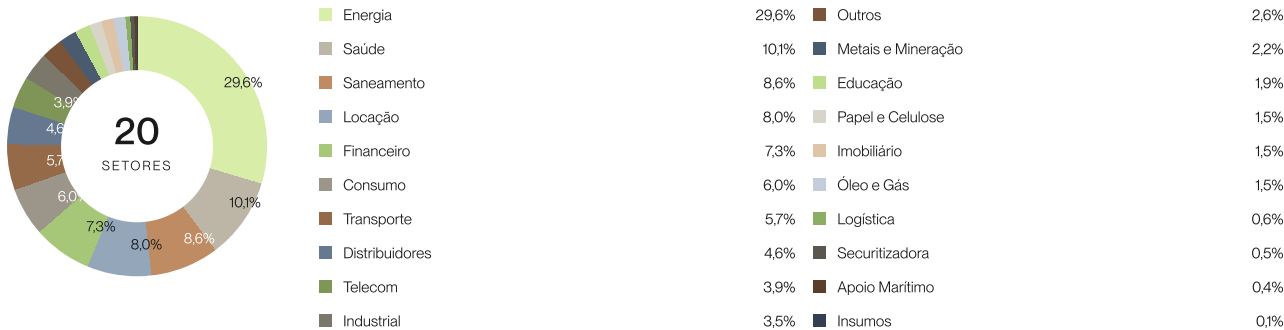
Fonte: Leto Capital, modelos proprietários; cobertura de 82,2% do peso do índice.

02 Análise Setorial

A composição do IDEX-CDI, conforme amostra de 31 de agosto, estava distribuída nos setores conforme o Gráfico 8.

Gráfico 8 · Peso por setor no IDEX-CDI

Composição de 31 de agosto de 2026

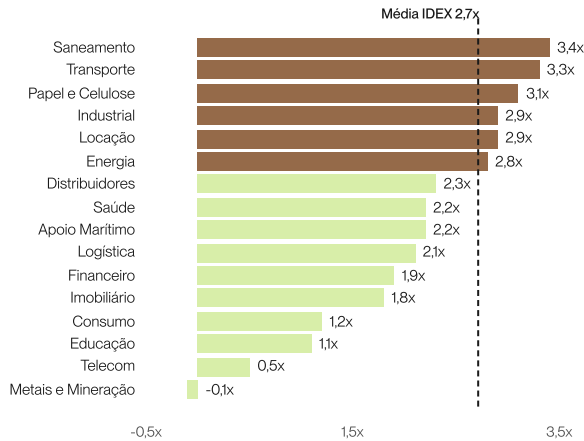


Fonte: composição do IDEX-CDI em 31/08/2026 (IDEX Financials); classificação setorial da Leto Capital. "Outros" inclui emissores sem setor atribuído.

A leitura por setor deste trimestre está resumida em dois recortes. O Gráfico 9 mostra a alavancagem de cada setor no 2T26 contra a média do índice, e o Gráfico 10 traz o sentimento de crédito por setor, agregado da tabela de emissores sob cobertura. Saúde, Saneamento, Transporte, Distribuidores e Óleo e Gás estão entre os setores com sentimento positivo. Energia, Locação, Consumo e Telecom ficam neutros, e Logística, de peso pequeno no índice, é o único setor com sentimento negativo; em Financeiro a leitura é dividida, com pesos quase iguais entre sinais opostos.

Gráfico 9 · Alavancagem por setor no 2T26

Dívida líquida / EBITDA ex-IFRS 16, LTM · marrom = acima da média



Exclui o grupo Outros. Fonte: Leto Capital, modelos proprietários; painel balanceado 1T24 a 2T26.

Gráfico 10 · Sentimento de crédito por setor no 2T26

Sinal agregado dos grupos sob cobertura · peso coberto no IDEX

SETOR	PESO	SENTIMENTO
Energia	25,5%	Neutro
Saúde	9,7%	Positivo
Saneamento	7,8%	Positivo
Locação	7,1%	Neutro
Transporte	5,3%	Positivo
Financeiro	4,9%	Positivo
Consumo	4,8%	Neutro
Distribuidores	4,6%	Positivo
Outros	3,4%	Positivo
Telecom	2,7%	Neutro
Industrial	2,1%	Positivo
Educação	1,6%	Neutro
Papel e Celulose	1,5%	Neutro
Metals e Mineração	1,1%	Positivo
Óleo e Gás	1,1%	Positivo
Logística	0,4%	Negativo
Apoio Marítimo	0,4%	Positivo
Imobiliário	0,2%	Neutro
Total coberto	84,2%	

Leitura do 2T26 por grupo econômico (85 grupos), agregada por setor pelo peso de cada grupo.
Fonte: Research da Leto Capital; sem recomendação de investimento.

O **choque de oferta do Oriente Médio** foi o fator conjuntural mais relevante do trimestre e beneficiou de forma não recorrente a cadeia de óleo, gás e distribuição de combustíveis. A **Vibra** (1,8% do IDEX) é o caso mais claro: a margem de distribuição saltou para R\$ 456/m³ (contra R\$ 258/m³ no 1T26 e R\$ 113/m³ no 2T25) e financiou uma queda de alavancagem de 2,4x para 1,6x, além da emissão mais longa e mais barata da história da companhia. Com o Brasil importador líquido de derivados e o mercado desabastecido, quem tinha suprimento e logística capturou margens muito acima do normal, sobretudo no B2B.

Energia elétrica (29,6% do IDEX) entregou o trimestre mais fraco entre os setores relevantes do índice, e é o setor relevante em que os indicadores de crédito mais se moveram em doze meses: a alavancagem subiu de 2,7x no 2T25 para 2,8x no 2T26 (2,7x no 1T26), acima da média do índice (Gráfico 9), e a cobertura de juros recuou de 4,5x para 3,1x, ainda em patamar confortável. Dois vetores explicam o quadro operacionalmente fraco do trimestre: custos gerenciáveis em alta e preços de energia bem mais baixos, na casa de R\$ 200/MWh contra mais de R\$ 300/MWh no trimestre anterior, com *curtailment* seguindo como dreno estrutural nas geradoras.

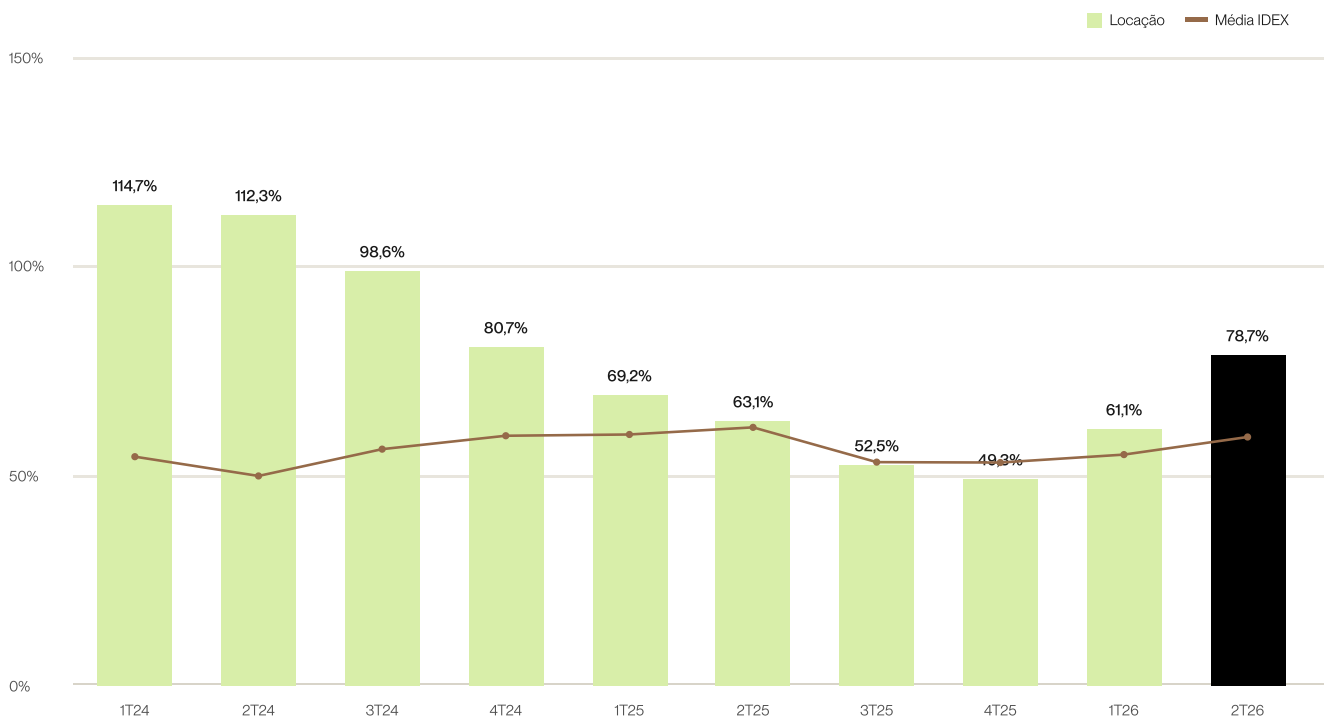
Equatorial (4,2% do IDEX), **CPFL** (1,8% do IDEX) e **Copel** (1,6% do IDEX) entregaram execução consistente, com custos controlados e perdas em queda. A **Serena** (0,6% do IDEX) mostra efeitos do *curtailment*, com EBITDA sustentado por crédito de PIS/COFINS, geração 13,9% menor e alavancagem em 4,6x (4,2x no 2T25). Um tema relevante no setor tem sido a consolidação. **Equatorial** comprando 30% da Copasa (0,6% do IDEX), **Taesá** (0,8% do IDEX) adquirindo cinco concessões de transmissão da **Energisa** e acreditamos que a venda da **Enel SP** (0,5% do IDEX) possa estar próxima, em função da pressão política e da Aneel em relação à caducidade da concessão. Alguns emissores estão em fase de investimentos relevantes. **Eneva** segue no pico do ciclo de CAPEX antes de maturar os novos projetos conquistados no LRCap. **Axia** guia R\$ 12 a 14 bn de investimento anual em transmissão, o que limita a queda adicional de alavancagem. A **NTS** (3,4% do IDEX) é a exceção de natureza: o risco deixou de ser contratual e passou a ser regulatório, com a ANP propondo zerar a base de ativos.

Saúde (10,1% do IDEX) fechou o trimestre com alavancagem média de 2,2x, estável t/t e abaixo dos 2,4x do 2T25, e continua como o setor de maior dispersão. A **Rede D'Or** (6,4% do IDEX), maior posição do índice, entregou trimestre sólido: margem EBITDA ex-IFRS 16 de 20,0% (+2,6 p.p. a/a), FCF de R\$ 1,1 bn e alavancagem de 1,9x (2,0x no 2T25) mesmo com R\$ 0,9 bn de dividendos, com liquidez robusta e ausência de *covenants* financeiros. No extremo oposto, a **Hapvida** (1,8% do IDEX) viu a margem comprimir e a alavancagem sair de 1,9x para 3,6x em doze meses, com a cobertura de juros caindo de 2,4x para 1,5x e consumo de caixa de R\$ 615 milhões no trimestre. A judicialização passou a surtir efeito relevante nos números reportados: o saldo de depósitos judiciais cíveis em aberto, que na prática é caixa indisponível, saiu de cerca de R\$ 400 milhões em 2023 para mais de R\$ 1,2 bn. A companhia identificou que 11% da base de beneficiários opera com margem negativa e o reequilíbrio está agora sujeito a medida cautelar da ANS. **Dasa** (0,5% do IDEX) e **Qualicorp** (0,2% do IDEX) seguem em travessia, a primeira com desalavancagem orgânica e por meio da venda de ativos ainda inacabada (Clínicas AMO e Hospital da Bahia à venda), a segunda tendo como sensibilidade central a rolagem dos vencimentos de 2027.

O segmento de locação (8,0% do IDEX) teve um trimestre neutro, com estabilidade em quase todos os indicadores. A alavancagem média no 2T26 foi de 2,9x (3,2x no 2T25), a margem EBITDA ex-IFRS 16 de 39,9% (38,4% no 2T25) e a cobertura de juros de 2,4x (2,4x no 2T25). O indicador que chamou atenção foi o CAPEX como percentual do EBITDA ex-IFRS 16, que subiu cerca de 16 p.p. a/a e 18 p.p. t/t, fechando o trimestre em 78,7%, contra 59,4% da média do IDEX, o que pressionou a conversão de caixa do setor no período (Gráfico 11). Na Localiza (3,3% do IDEX), a renovação de frota voltou a consumir caixa depois de dois anos de compra contida, e o efeito aparece antes no indicador de investimento do que na alavancagem: a companhia segue com perfil de dívida alongado e acesso amplo, mas a conversão de EBITDA em caixa fica comprimida enquanto o ciclo de reposição durar. **Movida** (0,5% do IDEX) e **Vamos** (0,8% do IDEX), ambas do grupo Simpar, caminham na direção oposta, com alavancagem ex-IFRS 16 recuando de 3,2x para 2,9x e de 3,9x para 2,8x entre o 2T25 e o 2T26, resultado da forte evolução operacional na **Movida** e da venda de ativos e CAPEX represado na **Vamos**. As duas também contaram com aporte de capital no último trimestre, responsável por pouco mais de 0,1x da queda em cada uma. A **Armac** (0,5% do IDEX) é a exceção negativa, com alavancagem subindo de 2,8x para 3,1x em doze meses, ainda em processo de *turnaround* estratégico.

Gráfico 11 · CAPEX / EBITDA ex-IFRS 16 em Locação

Média ponderada, LTM · barras = Locação · linha = média do IDEX



Cobertura de 81,82% do peso do índice. Razão de somas ponderadas ($\sum \text{peso} \times \text{CAPEX} / \sum \text{peso} \times \text{EBITDA ex-IFRS 16}$). Fonte: Leto Capital, modelos proprietários.

O setor de saneamento (8,6% do IDEX) apresentou um trimestre operacionalmente neutro, no qual os ciclos de investimentos necessários para atingir as metas de universalização continuam pressionando a conversão de caixa das empresas e mantendo a alavancagem acima da média geral do índice, em 3,4x contra 2,7x do IDEX (Gráfico 9). O contexto do CAPEX elevado e a alta previsibilidade dessas concessões e PPPs em contratos de longo prazo nos dá conforto em relação aos indicadores que deterioraram marginalmente e a expectativa de desalavancagem futura.

Um indicador que reflete bem o principal ponto de atenção do setor é o capex sobre EBITDA ex-IFRS 16 em 100,9% no 2T26, o mais alto do índice: saneamento investe hoje mais do que gera de resultado operacional. É por isso que a margem EBITDA de 59,7%, a maior entre os setores relevantes, ainda não se traduz em geração de caixa nas **concessões que não estão maduras**. A **Copasa** (0,6% do IDEX) é o caso mais delicado: o controle acionário está em transição com a entrada da Equatorial, que financiou os R\$ 5,6 bn praticamente todo em dívida na **holding** compradora, e a companhia entra num ciclo de investimento sem o histórico de execução das operadoras privadas. A **Aegea** (3,1% do IDEX), com alavancagem ex-IFRS 16 subindo de 2,9x para 3,7x em doze meses, reforçou seu balanço com o aporte de R\$ 2,1 bn de agosto (evento subsequente), que cobre as amortizações da **holding** até 2028 e 2029. Nossa leitura é que a deterioração marginal dos indicadores se dá no contexto da curva de universalização, e não é sinal de perda de qualidade de crédito, desde que três condições se mantenham: previsibilidade tarifária, acesso a linhas longas de fomento ou competitivas no mercado de capitais e disciplina na precificação do CAPEX contratado.

03 Metodologia

NOTA METODOLÓGICA E MAPA DE COBERTURA

Cobertura do trimestre. Esta versão usa a composição do IDEX de 31 de agosto de 2026, com 202 emissores em 146 grupos econômicos, e dados de análise de crédito proprietária da Leto Capital atualizados em 03 de setembro de 2026. A lista de emissores sob cobertura reúne os 85 grupos com leitura do 2T26, somando 84,2% do peso do índice.

METODOLOGIA DAS MÉTRICAS DE CRÉDITO

Definição das métricas. Todas as métricas agregadas citadas nesta carta e nos gráficos seguem definições fixas. **Alavancagem** é dívida líquida sobre EBITDA ex-IFRS 16, sempre em base LTM: excluímos o efeito de arrendamento para que companhias intensivas em locação e concessão sejam comparáveis às demais, e por vezes fazemos ajustes em relação ao que consideramos resultado operacional. Por isso, os números mencionados podem divergir dos divulgados pelas próprias companhias. **Rentabilidade operacional** é a margem EBITDA ex-IFRS 16. **Cobertura de juros** é EBITDA ex-IFRS 16 sobre juros efetivamente pagos, e não sobre despesa financeira contábil. **Estrutura de capital** é dívida líquida sobre capital total. Risco de **rolagem** é simplificado como a parcela de curto prazo da dívida bruta. **Geração de caixa** é o fluxo de caixa livre sobre EBITDA ex-IFRS 16, com o fluxo de caixa livre construído a partir do EBITDA e deduzidos juros, variação de capital de giro, impostos, arrendamento, CAPEX, aquisições e demais linhas operacionais e de investimento. **Apetite de investimento** é CAPEX sobre EBITDA ex-IFRS 16.

Como as médias são calculadas. A média do IDEX é sempre a média ponderada pelo peso de cada emissor ou grupo econômico no índice, nunca a média simples: um emissor de 6% do índice pesa seis vezes mais que um de 1% na formação do agregado. O painel é balanceado, ou seja, entram apenas os emissores com série completa em todos os trimestres da janela exibida, o que mantém a comparabilidade entre trimestres.

Cobertura. O IDEX tem 202 emissores em 146 grupos econômicos na composição de 31 de agosto de 2026, cuja soma de pesos fecha em 100% do índice. A cobertura de modelos da Leto Capital na data deste relatório era de 84,2% do peso do índice.

Como ler essa cobertura. O agregado não é uma amostra aleatória de uma população maior, é um censo do universo coberto: não há erro amostral a reportar e falar em grau de confiança seria impróprio. A incerteza relevante é de composição, isto é, quem ficou de fora. Para dimensioná-la, tomamos o caso extremo: a alavancagem média ex-IFRS 16 do 2T26 é de 2,7x sobre 81,1% do peso do índice; se os emissores sem modelo, que respondem pelos 18,9% restantes, estivessem todos no piso setorial observado (-0,1x, caixa líquido), a média do índice inteiro seria de 2,1x, e se estivessem todos no teto setorial observado (9,1x), seria de 3,9x. Como esses emissores são majoritariamente veículos de concessão e securitização de porte pequeno ou grandes emissores de perfil sólido, e não *outliers* de alavancagem, entendemos que o agregado reportado descreve bem o índice.

Fonte e data de corte. Todos os dados agregados, os indicadores por emissor citados (alavancagem, margem e cobertura de juros) e o “termômetro” vêm da base de dados proprietária da Leto Capital com data de corte de 31 de agosto de 2026, extraídos em 03 de setembro. As leituras qualitativas por grupo econômico são proprietárias e não devem ser consideradas como recomendação de investimento.

Aviso Importante

Material exclusivamente para fins informativos, que pode ser alterado a qualquer tempo sem que seja necessária prévia comunicação. Reflete análises e opiniões da equipe de gestão da Leto Capital na data de sua elaboração e não constitui recomendação de investimento, oferta ou solicitação de compra ou venda de valores mobiliários ou de cotas de fundos, nem análise de valores mobiliários. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros.