Relatório Final Março 2022

Diagnóstico e Análise Económico-Financeira das Empresas da Fileira da Madeira e do Mobiliário 2016 - 2020















Diagnóstico e Análise Económico-Financeira das Empresas da Fileira da Madeira e do Mobiliário 2016 - 2020

Estudo elaborado para a AIMMP

Diagnóstico e Análise Económico-Financeira das Empresas da Fileira da Madeira e do Mobiliário 2016 - 2020

Relatório Final Março 2022

Autores

Luís Pacheco

Professor Auxiliar da Católica Porto Business School onde leciona nos domínios das Finanças, Mercados Financeiros, Reestruturação Empresarial, Fusões e Aquisições e Métodos Quantitativos.

Vasco Rodrigues

Diretor Executivo do CEGEA. Professor Associado da Católica Porto Business School onde investiga e leciona nos domínios da Economia Industrial, Política de Concorrência e Análise Económica do Direito.

DISCLAIMER

Este relatório foi preparado pelo Centro de Estudos de Gestão e Economia Aplicada da Católica Porto em resposta a uma solicitação da AIMMP. O seu conteúdo é confidencial: o acesso e a sua divulgação são da exclusiva responsabilidade da entidade promotora. As opiniões veiculadas neste documento só responsabilizam os autores e não vinculam a Universidade Católica Portuguesa nem a AIMMP.

Porto, 18 de março de 2022

Luís Pacheco













15	O. SUMÁRIO EXECUTIVO
16	1. INTRODUÇÃO
24	2. EVOLUÇÃO DA SITUAÇÃO ECONÓMICO-FINANCEIRA 2016-2020
24	2.1. Análise do Crescimento e Dimensão
25	2.2. Estrutura da Posição Financeira e da Demonstração do Resultado
27	2.3. Atividade e Gestão de Ativos
29	2.4. Rendibilidade
30	2.5. Endividamento e Estrutura Financeira
32	2.6. Cash Flow e Liquidez
34	2.7. Análise de Risco
35	3. SEGMENTAÇÃO DA ANÁLISE POR ATIVIDADE
35	3.1. Análise do Crescimento e Dimensão
37	3.2. Estrutura da Posição Financeira e da Demonstração do Resultado
39	3.3. Atividade e Gestão de Ativos
40	3.4. Rendibilidade
42	3.5. Endividamento e Estrutura Financeira
44	3.6. Cash Flow e Liquidez
45	3.7. Análise de Risco
45	3.8. Breve Referência ao Impaacto do Ano de 2020 no Desempenho
45	3.9. Conclusão
46	4. SEGMENTAÇÃO DA ANÁLISE POR DIMENSÃO
47	4.1. Análise do Crescimento e Dimensão
48	4.2. Estrutura da Posição Financeira e da Demonstração do Resultado
51	4.3. Atividade e Gestão de Ativos
52	4.4. Rendibilidade
53	4.5. Endividamento e Estrutura Financeira











55	4.6. Cash Flow e Liquidez
56	4.7. Análise de Risco
56	4.8. Breve Referência ao Impaacto do Ano de 2020 no Desempenho
57	4.9. Conclusão
58	5. SEGMENTAÇÃO DA ANÁLISE POR NÍVEL DE ENDIVIDAMENTO
59	5.1. Análise do Crescimento e Dimensão
50	5.2. Estrutura da Posição Financeira e da Demonstração do Resultado
52	5.3. Atividade e Gestão de Ativos
53	5.4. Rendibilidade
64	5.5. Endividamento e Estrutura Financeira
55	5.6. Cash Flow e Liquidez
55	5.7. Análise de Risco
55	5.8. Breve Referência ao Impaacto do Ano de 2020 no Desempenho
66	5.9. Conclusão
57	6. ANÁLISE COMPARADA COM AS FILEIRAS DO CALÇADO E DO TÊXTIL-VESTUÁRIO
59	6.1. Análise do Crescimento e Dimensão
72	6.2. Estrutura da Posição Financeira e da Demonstração do Resultado
76	6.3. Gestão de Ativos
78	6.4. Rendibilidade
81	6.5. Endividamento e Estrutura Financeira
34	6.6. Cash Flow e Liquidez
35	6.7. Análise de Risco
35	6.8. Conclusão
37	7. ANÁLISE COMPARADA COM A FILEIRA DA MADEIRA E DO MOBILIÁRIO ESPANHOLA
00	7.1. Análise do Crescimento e Dimensão
92	7.2. Estrutura da Posição Financeira e da Demonstração do Resultado











95	7.3. Gestão de Ativos
97	7.4. Rendibilidade
99	7.5. Endividamento e Estrutura Financeira
101	7.6. Cash Flow e Liquidez
02	7.7. Análise de Risco
02	7.8. Conclusão
103	8. ANÁLISE DE INQUÉRITO A 30 EMPRESAS REPRESENTATIVAS DO SETOR
103	8.1. Introdução
04	8.2. Comparação dos Atributos Económico - Financeiros da Amostra-Base de
	30 Empresas Alvo do Inquérito
05	8.2.1. Análise do crescimento e dimensão
05	8.2.2. Atividade e Gestão de Ativos
06	8.2.3. Rendibilidade
06	8.2.4. Endividamento e estrutura financeira
107	8.2.5. Cash flow e liquidez
107	8.2.6. Análise de risco
107	8.2.7. Conclusão
80	8.3. Discussão dos Resultados do Inquérito
80	8.3.1. Razões principais para a empresa recorrer a endividamento
80	8.3.2. Instrumentos de endividamento mais frequentemente utilizados
09	8.3.3. Potencial indisponibilidade no recurso ao endividamento
09	8.3.4. Prazo mais utilizado de endividamento
110	8.3.5. Critérios prioritários na opção por Instrumentos de endividamento
111	8.4. Principais Conclusões
112	9. CONCLUSÕES
112	9.1. Evolução da Situação Económico - Financeira











113	9.2. Perfil Dimensão - Investimento - Crescimento
114	9.3. Rendibilidade e Eficiência do Negócio
115	9.4. Estrutura Financeira e Eficiência do Financiamento
117	9.5. Liquidez e Capacidade para Gerir e Aplicar Cash Flow
118	9.6. Análise de Risco
118	9.7. Custo do Capital e Criação de Valor
119	9.8. Síntese das Conclusões
120	10. ANEXOS
120	Anexo 1 - Distribuição setorial das empresas inquiridas
121	Anexo 2 - Inquérito sobre decisão de endividamento











Figuras

25	Figura 2.1 - Volume de Negócios da Fileira da Madeira e do Mobiliário (2016-2020)
26	Figura 2.2 - Peso das Contas a Receber e a Pagar no Ativo da Fileira da Madeira e do
	Mobiliário (2016-2020)
28	Figura 2.3 - Prazos Médios de Inventários, Recebimentos e Pagamentos da Fileira da
	Madeira e Mobiliário (2016-2020)
30	Figura 2.4 - Rendibilidade do Capital Próprio da Fileira da Madeira e Mobiliário
	(2016-2020)
31	Figura 2.5 - Taxa de Juro Média do Endividamento da Madeira e Mobiliário
33	Figura 2.6 - Proporção de Empresas com Cash Flow Operacional Positivo na Fileira da
	Madeira e Mobiliário (2016-2020)
36	Figura 3.1 - Volume de Negócios da Fileira da Madeira e Mobiliário por Atividade
	(2016-2020)
37	Figura 3.2 - Peso do Ativo Fixo Económico no Ativo por Atividade (2016-2020)
38	Figura 3.3 - EBITDA por Atividade (2016-2020)
39	Figura 3.4 - Grau de Rotação do Ativo Económico por Atividade (2016-2020)
41	Figura 3.5 - Rendibilidade do Capital Próprio por Atividade (2016-2020)
43	Figura 3.6 - Proporção de Endividamento Corrente por Atividade (2016-2020)
14	Figura 3.7 - Peso do Investimento em Ativo Fixo no Ativo Fixo Económico
	(2016-2020)
48	Figura 4.1 - Crescimento do Volume de Negócios das Empresas da Fileira da Madeira
	e Mobiliário por Escalão de Dimensão (2016-2020)
49	Figura 4.2 - Peso das Contas a Receber e a Pagar no Ativo da Fileira da Madeira e
	Mobiliário por Escalão de Dimensão (2016-2020)
50	Figura 4.3 - Margem Bruta e Resultado Líquido das Empresas da Fileira da Madeira e
	Mobiliário por Escalão de Dimensão (2016-2020)













Figuras

51	Figura 4.4 - Grau de Rotação do Ativo Económico das Empresas da Fileira da Madeira
	e Mobiliário por Escalão de Dimensão (2016-2020)
53	Figura 4.5 - Rendibilidade do Capital Próprio das Empresas da Fileira da Madeira e
	Mobiliário por Escalão de Dimensão (2016-2020)
54	Figura 4.6 - Grau de Autonomia Financeira das Empresas da Fileira da Madeira e
	Mobiliário por Escalão de Dimensão (2016-2020)
55	Figura 4.7 - Peso do Investimento em Ativo Fixo no Ativo Fixo Económico das
	Empresas da Fileira da Madeira e Mobiliário (2016-2020)
59	Figura 5.1 - Volume de Negócios das Empresas da Fileira da Madeira e Mobiliário Po
	Nível de Endividamento (2016-2020)
60	Figura 5.2 - Peso das Contas a Receber e a Pagar no Ativo da Fileira da Madeira e
	Mobiliário Por Nível de Endividamento (2016-2020)
61	Figura 5.3 - EBITDA e Resultado Líquido das Empresas da Fileira da Madeira e
	Mobiliário Por Nível de Endividamento (2016-2020)
62	Figura 5.4 - Ciclo de Caixa das Empresas da Fileira da Madeira e Mobiliário Por Nível
	de Endividamento (2016-2020)
63	Figura 5.5 - Rendibilidade do Capital Prório das Empresas da Fileira da Madeira e
	Mobiliário Por Nível de Endividamento (2016-2020)
64	Figura 5.6 - Grau de Cobertura dos Gastos de Financiamento das Empresas da Fileira
	da Madeira e Mobiliário Por Nível de Endividamento (2016-2020)
70	Figura 6.1 - Indicadores de Dimensão dos Setores da Madeira e Mobiliário, Calçado e
	Têxtil e Vestuário (2016-2020)
73	Figura 6.2 - Estrutura do Balanço dos Setores da Madeira e Mobiliário, Calçado e
	Têxtil e Vestuário (2016-2020)
75	Figura 6.3 - Estrutura da Demonstração de Resultados dos Setores da Madeira e
	Mobiliário, Calçado e Têxtil e Vestuário (2016-2020)











Figuras

77	Figura 6.4 - Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos dos Setores da Madeira e
	Mobiliário, Calçado e Têxtil e Vestuário (2016-2020)
80	Figura 6.5 - Indicadores de Rendabilidade dos Setores da Madeira e Mobiliário,
	Calçado e Têxtil e Vestuário (2016-2020)
82	Figura 6.6 - Indicadores de Endividamento dos Setores da Madeira e Mobiliário,
	Calçado e Têxtil e Vestuário (2016-2020)
85	Figura 6.7 - Indicadores de Liquidez dos Setores da Madeira e Mobiliário, Calçado e
	Têxtil e Vestuário (2016-2020)
90	Figura 7.1 - Volume de Negócios das Empresas da Fileira da Madeira e Mobiliário em
	Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)
92	Figura 7.2 - Estrutura do Balanço das Empresas da Fileira da Madeira e Mobiliário em
	Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)
94	Figura 7.3 - Estrutura da Demonstração de Resultados das Empresas da Fileira da
	Madeira e Mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)
96	Figura 7.4 - Grau de Rotação do Ativo Económico das Empresas da Fileira da Madeira
	e Mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)
98	Figura 7.5 - Rendibilidade do Capital Próprio das Empresas da Fileira da Madeira e
	Mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)
100	Figura 7.6 - Grau de Autonomia Financeira (ENDIVIDAMENTO) das Empresas da
	Fileira da Madeira e Mobiliário em Portugal e Espanha
	(MEDIANA; 2016-2020)













Índice de Tabelas

21	Tabela 1.1 - Estrutura do Balanço Corrigido
22	Tabela 1.2 - Estrutura da Demonstração do Resultado
23	Tabela 1.3 - Estrutura da Demonstração de <i>Cash Flows</i>
104	Tabela 8.1 - Segmentação da Amostra do Setor da Madeira e do Mobiliário por Tipo
	de Atividade
104	Tabela 8.2 - Segmentação da Amostra do Setor da Madeira e do Mobiliário por
	Dimensão
105	Tabela 8.3 - Indicadores de Crescimento e Dimensão
105	Tabela 8.4 - Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos
106	Tabela 8.5 - Indicadores de Rendibilidade
106	Tabela 8.6 - Indicadores de Endividamento
107	Tabela 8.7 - Indicadores de Liquidez e <i>Cash Flow</i>
108	Tabela 8.8 - Principais Razões para o Recurso a Endividamento
108	Tabela 8.9 - Instrumentos de Endividamento
109	Tabela 8.10 - Problemas de Disponibilidade de Endividamento
109	Tabela 8.11 - Prazo de Endividamento
110	Tabela 8.12 - Critérios na Opção por Instrumentos de Endividamento













O. Sumário Executivo

Este trabalho carateriza a situação económico-financeira das empresas da fileira portuguesa da madeira e do mobiliário no período de 2016-20 e procede à sua comparação com a encontrada no trabalho anteriormente realizado para o período 2010-2017. Nesse sentido, começa-se, no capítulo 2, por analisar os dados globais da fileira. Nos capítulos 3 a 5, aprofunda-se esta análise segmentando a amostra disponível de acordo com critérios de setor de atividade, dimensão e nível de endividamento, respetivamente. Nos capítulos 6 e 7, fazem-se duas análises de benchmarking, comparando a fileira portuguesa da madeira e mobiliário com duas outras fileiras nacionais com lógicas económicas similares, o têxtil-vestuário e o calçado, e com a fileira espanhola da madeira e mobiliário. A terminar, no capítulo 8, analisam-se em maior detalhe as opções de financiamento de 30 empresas representativas da fileira, com base num inquérito que lhes foi efetuado.

A fileira portuguesa da madeira e do mobiliário melhorou o seu desempenho no período 2016-20, face ao período 2010-17, em todos os níveis de análise principais aproximando-se e, mesmo, ultrapassando, em alguns indicadores, as outras fileiras comparáveis e mantendo desempenhos bem acima da fileira congénere espanhola. O ano de 2020 foi porventura desafiante, mas não pareceu comprometer os avanços verificados nos anos anteriores. A divisão dos painéis (a única a apresentar alguma quebra), as empresas de maior dimensão e maior peso da dívida no balanço apresentam um desempenho ligeiramente inferior em termos relativos, mas claramente sem gerar indicadores preocupantes.

O estudo realizado, incluindo o inquérito, não gerou evidência de suporte à hipótese de falta generalizada de acesso das empresas da fileira ao endividamento, em geral, e ao setor bancário em particular. Este último vive tempos de profunda reestruturação, com prioridade para melhorar a qualidade dos seus balanços e com objetivos de limitação clara de riscos, sendo porventura importante uma intervenção institucional relevante (porventura através da AIMMP e organismos públicos vocacionados para PMEs) que permita afirmar uma imagem da fileira da madeira e do mobiliário mais próxima da realidade constatada neste estudo, desmentindo alguns preconceitos eventualmente existentes, e uma discussão sobre os segmentos mais interessantes de empresas para a banca (como as entidades exportadoras, importadoras, candidatas a sistemas de incentivo públicos e comunitários e em processo de fusões e aquisições), sendo este leque de empresas progressivamente aumentado com outras empresas da fileira com potencial de expansão e internacionalização.











1. Introdução

Nesta primeira seção do trabalho, procede-se à caracterização da amostra e das fases do trabalho desenvolvido. Para elaboração deste documento, recorreu-se à base de dados SABI para construir uma amostra de empresas da fileira da madeira e do mobiliário com dados contabilísticos para, pelo menos, dois dos cinco anos do período em análise (2016-2020), faturação média anual superior a 100 000 euros e capital próprio com um valor médio positivo. Procurou-se assim minimizar a utilização de filtros aos dados para se obter uma amostra o mais próxima possível da realidade empresarial, sem perder de vista a necessidade de obter indicadores fiáveis e suscetíveis de possibilitar uma análise intra e intersetorial mais rigorosa e gerar uma análise da dimensão do financiamento com mais substância e menos sensível aos dados.

Para a caraterização da amostra, os indicadores estatísticos utilizados foram, preferencialmente, a mediana e o primeiro e terceiro quartis, e não a média, pelo facto de os valores dos indicadores da amostra serem, por natureza, bastante voláteis (ou seja, com desvios-padrão muito elevados), o que retira muito significado à média enquanto indicador estatístico sintético representativo da amostra. No entanto, dada a menor volatilidade dos valores anuais, a média (das medianas) foi utilizada como indicador de síntese da análise de todo o período 2016-2020.

Dada a grande abrangência setorial da AIMMP, os setores de atividade foram agrupados em 5 divisões com lógicas económicas distintas, combinando diversos códigos de atividade económica, conforme sugestão do Exmo. Presidente da AIMMP, Dr. Vítor Poças, na 5ª conferência da Central de Balanços - Caracterização das Empresas Portuguesas do Setor Exportador:

- (i) Corte, Abate, Serração e Embalagens de Madeira, que inclui empresas dos CAEs:
 - 02200 Exploração Florestal
 - 16101 Serração e Aplainamento
 - 16102 Impregnação de Madeira
 - 16240 Fabricação de Embalagens de Madeira
- (ii) Painéis e Apainelados de Madeira, que inclui empresas dos CAEs;
 - 16211 Fabricação de Painéis de Partículas de Madeira
 - 16212 Fabricação de Painéis de Fibras de Madeira
 - 16213 Fabricação de Folheados, Contraplacados, Lamelados e de Outros Painéis
 - 20141 Fabricação de Resinosos e Seus Derivados













- (iii) Carpintaria e Afins, que inclui empresas dos CAEs
 - 16220 Parqueteria
 - 16230 Fabricação de Outras Obras de Carpintaria Para a Construção
 - 16291 Fabricação de Outras Obras de Madeira
 - 16292 Fabricação de Obras de Cestaria e de Espartaria
 - 30112 Construção de Embarcações Não Metálicas, exceto de Recreio e Desporto
 - 32400 Fabricação de Jogos e de Brinquedos em Madeira
 - 32910 Fabricação de Vassouras e Escovas Com Suporte de Madeira
 - 32991 Fabricação de Canetas, Lápis e Similares Em Madeira
 - 32995 Fabricação de Caixões Mortuários em Madeira
 - 43320 Montagem de Trabalhos de Carpintaria e de Caixilharia
- (iv) Mobiliário e Afins, que inclui as empresas dos CAEs
 - 31010 Fabricação de Mobiliário Para Escritório e Comércio
 - 31020 Fabricação de Mobiliário de Cozinha
 - 31030 Fabricação de Colchoaria
 - 31091 Fabricação de Mobiliário de Madeira Para Outros Fins
 - 31092 Fabricação de Mobiliário Metálico Para Outros Fins
 - 31093 Fabricação de Mobiliário de Outros Materiais Para Outros Fins
 - 31094 Atividades de Acabamento de Mobiliário
 - 95240 Reparação de Mobiliário e Similares de Uso Doméstico
 - 74100 Atividades de Design
- Exportação, Importação e Distribuição de Madeiras e Derivados, que inclui as (v) empresas dos CAEs:
 - 46130 Agentes do Comércio por Grosso de Madeira e Materiais de Construção
 - 46150 Agentes do Comércio por Grosso de Mobiliário, Artigos Para Uso Doméstico e Ferragens
 - 46470 Comércio por Grosso de Móveis, para Uso Doméstico, Carpetes, Tapetes e Artigos de Iluminação
 - 46731 Comércio por Grosso de Madeira em Bruto e de Produtos Derivados

Para análise da robustez e para fundamentar o ponto 3 deste trabalho, foram ainda constituídas duas subamostras de empresas da fileira da madeira e do mobiliário agrupadas por divisões: uma apenas com empresas que apresentam dados para todos os cinco anos em análise e outra que inclui apenas empresas ativas no final de 2020. Os resultados são essencialmente os mesmos que se obtiveram com a amostra global, pelo que não serão desenvolvidos. O número de empresas das três amostras é o seguinte:













Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por tipo de atividade						
Descritivo	Todas as empresas		Dados todos períodos		Empresas ativas 2020	
	Número	Peso	Número	Proporção	Número	Proporção
Serração	946	20,0%	682	19,7%	850	19,6%
Painéis	37	0,8%	28	0,8%	31	0,7%
Carpintaria	1627	34,4%	1187	34,2%	1506	34,7%
Mobiliário	1405	29,7%	1049	30,2%	1293	29,8%
Grossistas	714	15,1%	523	15,1%	656	15,1%
Total	4729		3469		4336	

A amostra composta por "todas as empresas" tem, naturalmente, um maior número de elementos do que as outras duas, embora a ordem de grandeza não seja muito diferente. A distribuição das empresas por atividades é praticamente igual nas três amostras. Nem todas as 4 729 empresas da amostra "todas as empresas" têm informação contabilística disponível, na base de dados que utilizámos, para todos os anos do período 2016-2020: em média, em cada ano, há informação para 4 301 empresas.

Recordando os valores obtidos no estudo anteriormente realizado para o período 2010-17:

Descritivo	ção da amostra do setor da Madeira e Todas as empresas Dado			os períodos	Empresas ativas 2017	
	Número	Peso	Número	Proporção	Número	Proporção
Serração	1134	15,0%	577	15,1%	1011	14,9%
Painéis	143	1,9%	78	2,0%	128	1,9%
Carpintaria	2237	29,7%	1204	31,6%	2011	29,7%
Mobiliário	2700	35,8%	1324	34,7%	2433	35,9%
Grossistas	1328	17,6%	631	16,5%	1185	17,5%
Total	7542		3814		6768	

A primeira constatação é a forte quebra no número de empresas da amostra atual face aos valores utilizados na análise do período 2010-17. Esta diferença resulta essencialmente de critérios mais seletivos para a inclusão de empresas na amostra, sobretudo pelo maior destaque a ser dado à dimensão do financiamento na análise: na construção da amostra atual acrescentou-se o critério de que a empresa tivesse que apresentar capital próprio positivo. Esta seletividade fez com que a representatividade das diferentes atividades se alterasse ligeiramente, com destaque para a redução da proporção de empresas dos painéis, mobiliário e grossistas a favor de empresas da serração e carpintaria. A segunda conclusão é que o número de empresas com dados para os cinco anos não se alterou significativamente. Assim, parece poder concluir-se que as empresas com atividade ininterrupta tenderão a ser as que têm maior solidez económica e financeira por serem mais resilientes. A proporção de empresas ativas também cresceu ligeiramente. Finalmente, a estabilidade das três amostras em termos de proporção de observações em cada divisão é muito elevada.













As tabelas seguintes apresentam a distribuição da totalidade das empresas analisadas, para o período 2016-2020, por escalões de dimensão e endividamento.

Considerando agora o número total de empresas, as amostras utilizadas no trabalho apresentam as seguintes estruturas em termos de dimensão média e peso do endividamento médio no período 2016-20.

		Segmen	tação da a	mostra de Po	ortugal por	r atividade e	dime ns ão			
D	Até 0,5M		0,5N	0,5M-1M 1M-10M		-10M	Mais	de 10M	0M Total	
Descritivo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção
Serração	577	61%	165	17%	194	21%	10	1,1%	946	100%
Painéis	9	24%	6	16%	11	30%	11	29,7%	37	100%
Carpintaria	1233	76%	237	15%	150	9%	7	0,4%	1627	100%
Mobiliário	903	64%	234	17%	253	18%	15	1,1%	1405	100%
Grossistas	417	58%	129	18%	147	21%	21	2,9%	714	100%
Total	3139	66%	771	16%	755	16%	64	1,4%	4729	100%

A atividade de painéis apresenta um reduzido número de empresas (menos de 1%) mas 30% das suas empresas faturam, em média, mais de 10 milhões de euros, o que para o conjunto da fileira apenas ocorre para 1,4% das empresas. Nas restantes atividades, dois terços das empresas faturam menos de 0,5 milhões de euros (mais de 50% em todas as divisões com exceção dos painéis) e existe algum equilíbrio entre o número de empresas que faturam entre 0,5 e 1 milhão e entre 1 e 10 milhões, cerca de 16% em cada divisão de dimensão. Não admira então que a dimensão média da faturação por empresa e por ano da fileira seja apenas de 317 mil euros, como se verá mais adiante.

		Segr	nentação d	a amostra de	e Portugal	por endivida	mento			
D141	Sem	dívida	Até :	20%	20%	-50%	Mais	de 50%	NMF	Total
Descritivo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Número
Serração	100	11%	213	23%	284	30%	308	33%	41	946
Painéis	2	5%	5	14%	14	38%	13	35%	3	37
Carpintaria	180	11%	336	21%	513	32%	512	31%	86	1627
Mobiliário	107	8%	280	20%	468	33%	477	34%	73	1405
Grossistas	76	11%	151	21%	224	31%	238	33%	25	714
Total	465	9,8%	985	20,8%	1503	31,8%	1548	32,7%	228	4729

Na análise por escalões de endividamento, ignoraram-se as empresas com pesos da dívida inferiores a 0% e superiores a 100%, assinaladas na tabela como NMF (*not meaningful*), que representam cerca de 5% da amostra. Globalmente, cerca de 10% das empresas não têm qualquer dívida, cerca de 21% têm dívida inferior a 20% do capital investido (ou seja, inferior a 20% da soma do endividamento com o capital próprio), 32% apresentam dívida entre 20% e 50% do capital investido e 33% dívida superior a 50%.

Curiosamente, não existem diferenças muito significativas entre tipos de atividade, com destaque para a homogeneidade no caso das empresas mais endividadas: a percentagem de empresas











com mais de 50% de dívida varia apenas entre 31% na carpintaria e 35% nos painéis. A atividade de painéis apresenta proporções mais reduzidas nos intervalos de menor endividamento, mas estes resultados podem ser motivados por um peso de NMFs de 10% (o dobro da média das restantes divisões).

O modelo de diagnóstico financeiro utilizado neste estudo segue as modernas práticas de análise financeira. Nos capítulos seguintes, analisam-se, sucessivamente, sete dimensões do desempenho económico-financeiro empresarial:

- Crescimento e dimensão;
- Estrutura da posição financeira e da demonstração do resultado;
- Atividade e gestão de ativos;
- Rendibilidade:
- Endividamento e estrutura financeira:
- Cash flow e liquidez;
- Análise de risco.

Para este efeito, partindo dos mapas contabilísticos de cada empresa, procedeu-se a um conjunto de ajustamentos que resultam num "balanço corrigido" (Tabela 1.1).

Um primeiro conjunto de ajustamentos visa autonomizar as atividades de financiamento no lado direito do balanço que, por isso, passamos a intitular "capital investido". Com este propósito, as rubricas de passivo não financeiro são deslocadas para o ativo, onde necessariamente aparecem com sinal negativo. Salienta-se que, em resultado destes ajustamentos, o valor do ativo total neste balanço corrigido é menor do que acontece no tradicional balanço do SNC.

No lado direito do balanço corrigido surgem os dois grandes blocos de financiamento: capital próprio e endividamento, podendo este ser corrente ou não corrente. Do lado esquerdo, o dos ativos, definem-se dois grandes agregados. O ativo fixo líquido reúne as rubricas onde se evidencia a acumulação das atividades de investimento da empresa e de algumas atividades extranegócio. Incluem-se, neste primeiro agregado, com sinal negativo, os passivos não correntes extrafinanciamento, rubrica em geral de reduzida expressão. O segundo grande agregado do ativo é "capital circulante, caixa e depósitos" que reúne as rubricas relacionadas com inventários, clientes, outras contas a receber e, com sinal negativo, fornecedores e outras contas a pagar, a que se juntam caixa e depósitos bancários (ou seja, liquidez associada ao negócio). Os ativos financeiros negociáveis, que incluem aplicações de curto prazo e ainda liquidez não exigida pelo negócio, surgem autonomizados.











Ativos	Capital Investido
Ativo Fixo Líquido	Capital Próprio
Ativo Fixo Financeiro	Capital
Ativo Fixo Económico (Intangível e Tangível)	Reservas
Ativo Líquido de Passivo Não Corrente (Extra-	Resultado Líquido
financiamento)	
Capital Circulante, Caixa e Depósitos	Endividamento
Inventários	Endividamento Não Corrente
Clientes	Endividamento Corrente
Outras Contas a Receber	
(-) Fornecedores	
(-) Outras Contas a Pagar	
Caixa e Depósitos Bancários	
Ativos Financeiros Negociáveis	

Tabela 1.1 - Estrutura do balanço corrigido

A estrutura da demonstração do resultado é apresentada na Tabela 1.2. Os ajustamentos efetuados têm por objetivo efetuar uma decomposição da geração de resultado nas diversas determinantes do desempenho. Em primeiro lugar, determina-se a margem bruta, a partir da diferença entre volume de negócios e custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas. Aqui nota-se a indisponibilidade de elementos de contabilidade de gestão, que não permite uma análise aprofundada do custo das vendas. Seguidamente, a este primeiro resultado, somam-se ou subtraem-se, consoante o caso, os restantes rendimentos e gastos decorrentes das atividades de negócio (operacionais, na designação do SNC), dando origem ao EBITDA. Esta sigla - do inglês earnings before interest, tax, depreciations and amortizations - corresponde a resultado antes de gastos de financiamento, impostos, depreciações e amortizações. Retirando, ao EBITDA, as depreciações e amortizações, obtém-se resultado operacional, ou seja, o resultado associado ao volume de negócios. A este resultado adiciona-se os eventuais resultados extra-negócio e não recorrente, obtendo-se assim o chamado EBIT (earnings before interest and tax), ou seja, o resultado antes de gastos de financiamento e impostos. Depois subtraem-se os gastos de financiamento, dando origem ao resultado antes de impostos. Finalmente, a subtração do imposto sobre o rendimento gera o resultado líquido.

Um terceiro mapa fundamental na análise efetuada, que apresenta também diferenças relevantes face ao definido no SNC, é o de demonstração de *cash flows*, apresentado na Tabela 1.3. Este mapa determina, nomeadamente, uma variável de enorme importância no desempenho financeiro da empresa, o seu autofinanciamento. Para além deste, o mapa reconhece também o *cash flow* operacional, o financiamento externo e as aplicações discricionárias de *cash flow* (sobretudo, o investimento em ativo fixo económico).











Partindo destes mapas contabilísticos, calculou-se uma extensa bateria de indicadores de diagnóstico que são examinados ao longo do relatório. O indicador do grau de autonomia financeira justifica uma nota individual. Com base no balanço corrigido, este indicador corresponde ao rácio entre o capital próprio e o total do capital investido ou, o que é equivalente, do ativo corrigido, que inclui as rubricas de fornecedores com sinal negativo. Dado que o ativo corrigido é menor do que o ativo do SNC, o indicador de autonomia financeira assim obtido é superior ao que resultaria deste último. Nesta formulação, a autonomia financeira indica a percentagem do capital investido (contabilístico) pertencente aos sócios/acionistas. Dada a longa tradição que rodeia este indicador no nosso país, apresentamos paralelamente o valor que teria de acordo com a sua fórmula tradicional, ou seja, considerando a totalidade do passivo.

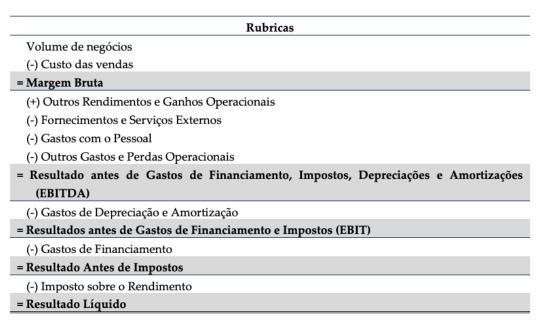


Tabela 1.2 - Estrutura da demonstração do resultado

Como se explicou anteriormente, os capítulos seguintes procuram caraterizar a situação agregada do cluster ou dos setores que o compõem partindo da situação individual das suas empresas tal como descrita pelos indicadores económico-financeiros. Uma solução expedita para este problema é determinar a média de cada indicador. A média tem, no entanto, o inconveniente de ser extremamente sensível à presença de valores individuais anormalmente altos ou baixos: a presença de um único valor individual extremo pode, por vezes, levar a que a média se afaste significativamente dos valores que são comuns para a larga maioria das empresas. Porque este problema é muito frequente quando se trabalha com indicadores económico-financeiros como os aqui utilizados (1), neste trabalho recorremos preferencialmente aos quartis: ordenando as empresas de acordo com os valores que apresentam de determinado indicador, o primeiro, segundo e terceiro quartis são os valores desse indicador abaixo dos quais se situam, respetivamente, 25%, 50% e 75% das empresas. Ou seja, os três quartis são os valores do indicador que dividem a amostra em quatro subamostras compostas pelo mesmo número de empresas. Em especial, o segundo











quartil, conhecido como mediana, é o valor do indicador que divide a meio a amostra: metade das empresas apresenta valores do indicador mais elevados e, a outra metade, mais reduzidos do que a mediana. Na análise apresentada, utilizámos, em geral, a mediana para caraterizar a amostra, fazendo referência ao primeiro e ao terceiro quartis, quando relevante.

	Rubricas
(1)	Resultado Operacional
+(2)	Gastos de Depreciação e Amortização
= (3)	= EBITDA
(4)	Variação de Inventários
+ (5)	Variação de Contas a Receber
- (6)	Variação de Contas a Pagar
+ (7)	Variação de Caixa e Depósitos
= (8)	= Variação do Capital Circulante, Caixa e Depósitos
(3) + (8) = (9)	Cash flow operacional
+(10)	Resultados Extranegócio e Não Recorrentes
-(11)	Gastos de Financiamento
- (12)	Imposto sobre o Rendimento
= (13)	= Autofinanciamento
(14)	Variação no Endividamento Corrente
+ (15)	Variação no Endividamento Não Corrente
+ (16)	Variação Externa de Capital Próprio
= (17)	= Financiamento Externo
(13) + (17) = (18)	Financiamento total
(19)	Investimento em Ativos Fixos Económicos
+ (20)	Investimento em Ativos Fixos Financeiros
= (21)	= Investimento em Ativos Fixos
+ (22)	Variação em Outros Ativos e Passivos Não Correntes
+ (23)	Pagamento de Dividendos
+ (24)	Variação de Ativos Financeiros Negociáveis
= (25)	= Aplicações de <i>cash flow</i>

Tabela 1.3 - Estrutura da demonstração de cash flows

⁽¹⁾ A maioria dos indicadores económico-financeiros correspondem a rácios que, quando o seu denominador é muito pequeno, facilmente tomam valores inusitados.













2. Evolução da situação económico-financeira 2016-2020

Este capítulo analisa a evolução da situação económico-financeira das empresas da fileira da madeira e do mobiliário, no seu conjunto, ao longo do período 2016-2020. A análise aborda sucessivamente os temas do crescimento e dimensão, estrutura do balanço e demonstração do resultado, atividade e gestão de ativos, rendibilidade, endividamento e estrutura financeira, cash flow e liquidez e risco. Os valores dos respetivos indicadores são representados em tabelas que incluem os valores medianos (e quando referido, os valores do primeiro e terceiros quartis), em cada ano, e, na última coluna, a média dos valores medianos dos cinco anos analisados.

2.1. Análise do crescimento e dimensão

Indicadores de Crescimento e Dimensão da Madeira e do Mobiliário (Portugal)								
Descritivo		2016	2017	2018	2019	2020	Média	
Número de empresas		4 015	4 213	4 402	4 542	4 335	4 301,4	
Volume de negócios (milhares de euros)		285	309	325	334	330	316,6	
	Primeiro quartil	148	160	165	175	175	164,7	
	Terceiro quartil	668	710	751	781	763	734,6	
Crescimento do volume de negócios			9,5%	8,2%	6,2%	-2,1%	5,4%	
	Primeiro quartil		-3,7%	-5,4%	-7,1%	-17,2%	-8,3%	
	Terceiro quartil		28,1%	27,2%	24,1%	14,2%	23,4%	
Capital investido (milhares de euros)		148	155	164	173	195	167,1	
Crescimento do capital investido			6,4%	7,4%	7,1%	7,2%	7,0%	
Número de efetivos		6	6	6	6	6	6,0	
Vendas por efetivo (milhares de euros)		50	53	54	56	53	53,2	
Custo unitário médio trabalho (milhares de euros)		11,5	12,1	12,7	13,3	13,7	12,7	
Crescimento do EBITDA			0,0%	4,8%	0,1%	-11,0%	-1,5%	

A primeira conclusão importante da tabela acima relaciona-se com o facto de 2020 ser o primeiro ano em que o número de empresas da amostra se reduz para valores, ainda assim, superiores a 2017. O mesmo se passa com o volume de negócios, que cresce até 2019 e recua em 2020, tendências visíveis quer ao nível da mediana, quer do terceiro quartil (Figura 2.1). O primeiro quartil, isto é, as empresas com menor volume de negócios, desviam-se ligeiramente deste padrão, tendo mantido em 2020 o volume de negócios do ano anterior.











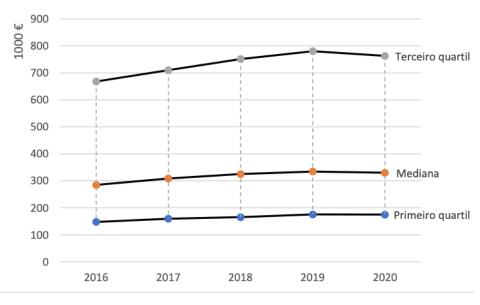


Figura 2.1 - Volume de negócios da fileira da madeira e do mobiliário (2016-2020)

A taxa de crescimento do volume de negócios apresenta uma tendência decrescente ao longo de todo o período estudado, mas só em 2020 é que foi negativa. A tendência decrescente desta taxa é visível também nos primeiro e terceiro quartis. O crescimento do EBITDA foi também, pela primeira vez, significativamente negativo em 2020. Quanto aos restantes indicadores de dimensão, salienta-se a estabilidade do número de efetivos (cujo custo unitário tem vindo sistematicamente a subir) e o aumento constante do capital investido.

2.2. Estrutura da posição financeira e da demonstração do resultado

Para a compreensão da lógica económica e dos números da fileira, é útil ter uma perspetiva da estrutura dos balanços e das demonstrações do resultado das empresas da fileira. Os valores das rubricas do balanço estão padronizados pela sua divisão face ao capital investido, ou seja, a soma do capital próprio com o endividamento (que assim terá sempre o valor de 100%). Por sua vez, os valores das rubricas da demonstração do resultado foram todos divididos pelo valor do volume de negócios, ou seja, a soma das vendas com a prestação de serviços.

Apesar de se tratar de uma análise descritiva fornece sempre uma leitura preliminar com implicações para a fase do diagnóstico. No capítulo seguinte, a análise incide apenas sobre as especificidades de cada atividade face aos valores das tabelas abaixo.











	Estru	tura Patrimo	nial			
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Ativo fixo	36%	37%	38%	40%	38%	38%
Ativo fixo económico	33%	34%	36%	37%	35%	35%
Inventários	20%	19%	18%	17%	16%	18%
Contas a receber	63%	63%	59%	56%	50%	58%
Clientes	43%	43%	40%	38%	33%	39%
Outras contas a receber	20%	20%	20%	19%	17%	19%
Contas a pagar	47%	47%	45%	44%	38%	44%
Fornecedores	24%	24%	23%	22%	19%	22%
Outras contas a pagar					19%	22%
Caixa e depósitos bancários	4%	4%	4%	4%	3%	4%
Capital circulante caixa e depósitos	48%	45%	42%	40%	38%	43%
Ativo de negócio	89%	87%	86%	85%	81%	86%
Ativos financeiros negociáveis						
Capital próprio	72%	72%	74%	74%	72%	73%
Endividamento	28%	28%	26%	26%	28%	27%
Endividamento não corrente	15%	14%	14%	14%	17%	15%
Endividamento corrente	13%	13%	12%	12%	11%	12%
Divida liquida						
Ativo total	140%	139%	137%	136%	129%	136%
Passivo	74%	74%	72%	70%	66%	71%

A taxa de crescimento do volume de negócios apresenta uma tendência decrescente ao longo de todo o período estudado, mas só em 2020 é que foi negativa. A tendência decrescente desta taxa é visível também nos primeiro e terceiro quartis. O crescimento do EBITDA foi também, pela primeira vez, significativamente negativo em 2020. Quanto aos restantes indicadores de dimensão, salienta-se a estabilidade do número de efetivos (cujo custo unitário tem vindo sistematicamente a subir) e o aumento constante do capital investido.

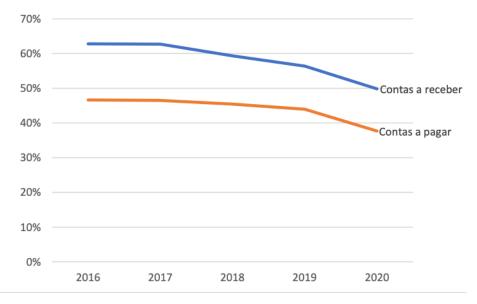


Figura 2.2 - Peso das contas a receber e a pagar no ativo da fileira da madeira e do mobiliário (2016-2020)









A única rubrica do ativo com clara tendência de subida é a acumulação de liquidez, aqui designada "ativos financeiros negociáveis". Ao nível do capital investido, a estabilidade impressiona, sendo que o peso do capital próprio se mantém acima dos 70% e, consequentemente, o endividamento abaixo dos 30% em todos os anos. Destaque para a tendência decrescente do passivo, explicada pelo decréscimo das contas a pagar.

1	Estrutura da D	emonstração	do Resultado			
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Custo das vendas	47%	47%	45%	45%	45%	46%
Margem bruta	53%	53%	55%	55%	55%	54%
Outros rendimentos e ganhos operacionais	0%	0%	0%	0%	1%	0%
Gastos com pessoal	24%	23%	24%	24%	27%	24%
Fornecimentos e serviços externos	17%	17%	18%	18%	18%	18%
Outros gastos operacionais	1%	1%	1%	1%	1%	1%
ЕВПТДА	9,2%	9,7%	10,3%	10,0%	9,2%	9,7%
Amortizações e depreciações	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Resultado operacional	6,6%	7.1%	7,7%	7.1%	6,0%	6.9%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	6,6%	7,1%	7,7%	7,1%	6,0%	6,9%
Gastos de financiamento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado antes de imposto	6%	7%	7%	7%	6%	7%
Imposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Resultado líquido	5,8%	6,3%	6,8%	6,3%	5,2%	6,1%

No que respeita à demonstração do resultado, a estabilidade também é a regra, apesar do crescimento do peso dos gastos com o pessoal em 2020, associado ao seu caráter de custo fixo mais importante da atividade da fileira e que condicionou a redução do peso das diferentes rubricas do resultado em 2020, impedindo uma estabilidade também notável a nível agregado. Os valores apresentados são mais favoráveis do que os referentes ao período 2010-17, anteriormente estudado, principalmente no que respeita ao peso dos FSE e Gastos com o pessoal, que são agora inferiores em torno do 1 ponto percentual do volume de negócios.

2.3. Atividade e gestão de ativos

Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Grau de rotação do ativo	186%	191%	195%	194%	167%	187%			
Grau de rotação do ativo económico	205%	216%	226%	225%	200%	214%			
Prazo médio de inventários (dias)	88	79	77	73	82	79,7			
Prazo médio de recebimento (dias)	83	80	75	70	70	75,7			
Prazo médio de pagamentos (dias)	118	115	111	106	105	111,2			
Ciclo de caixa (dias)	53	43	41	37	47	44,2			
Peso do CCCD no volume de negócios	20,2%	19,4%	18,2%	17,0%	19,1%	18,8%			
Peso ativo fixo económico nas vendas	14,5%	14,6%	15,3%	15,9%	17,7%	15,6%			
Peso depreciações no ativo fixo económico	19,8%	18,6%	18,8%	18,9%	19,9%	19,2%			
Peso do VAB no volume de negócios	33%	33%	34%	35%	36%	34%			











Uma tendência geral que parece ter, também, reflexo nas empresas da fileira da madeira e do mobiliário relaciona-se com a redução dos prazos médios de inventários, recebimento e pagamento (Figura 2.3), ou seja, da componente do capital circulante que os gestores das empresas poderão ter alguma capacidade para controlar ou mesmo otimizar. Uma vez mais, 2020 foi a exceção que se explica pela conjuntura difícil, gerando a primeira subida do ciclo de caixa e do peso do capital circulante no período, devido ao aumento do prazo médio de inventários. A descida da faturação em 2020 explica o mesmo problema relativo ao ativo fixo, ou seja, não terá sido um esforço de investimento que explica a subida do peso do ativo fixo na faturação em 2020. Assim, a rotação do ativo total e de negócio que tinha subido até 2018 e estabilizado em 2019, diminuiu acentuadamente em 2020. Nos restantes indicadores de atividade, a estabilidade é a regra, sendo que o peso do VAB no volume de negócios seguiu o crescimento do peso dos gastos com o pessoal na faturação.

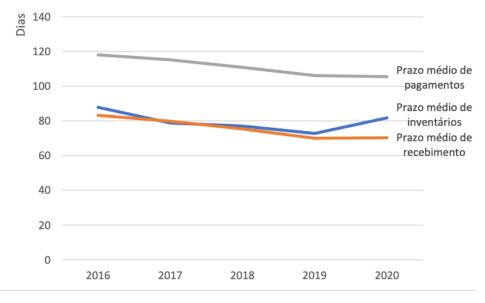


Figura 2.3 - Prazos médios de inventários, recebimentos e pagamentos da fileira da madeira e do mobiliário (2016-2020)

Em termos gerais, apesar do ano de 2020, nota-se que todos os indicadores apresentam valores mais favoráveis do que ocorria no estudo relativo ao período 2010-17, com destaque para a redução do ciclo de caixa e incremento da rotação do ativo.









2.4. Rendibilidade

	Indicado	res de Rendib	ilidade			
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Taxa de margem bruta	53%	53%	55%	55%	55%	54%
Efeito controlo de custos	12%	13%	14%	13%	11%	13%
Rendibilidade operacional volume de negócios	7%	7%	8%	7%	6%	7%
Grau de rotação do ativo de negócio				225%	200%	214%
Rendibilidade operacional do negócio	13%	15%	17%	16%	12%	15%
feito extra negócio e não recorrente	-1,2%	-1,8%	-2,4%	-2,2%	-2,0%	-1,9%
Rendibilidade do capital investido	12,3%	13,5%	14,9%	13,8%	10,0%	12,9%
Primeiro quartil	2,6%	3,0%	3,3%	3,1%	1,7%	2,7%
Terceiro quartil	20,1%	21,0%	21,5%	20,7%	16,5%	20,0%
feito alavanca financeira	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Rendibilidade do investimento e financiamento	13,2%	14,7%	16,3%	15,0%	10,5%	14,0%
feito fiscal	-2%	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%
Rendibilidade do capital próprio	10,8%	12,0%	13,2%	12,2%	8,7%	11,4%
Primeiro quartil	1,8%	2,2%	2,8%	2,7%	1,4%	2,2%
Terceiro quartil						
roporção de EBITDAs positivos						
Proporção de resultados líquidos positivos	84%	86%	87%	86%	80%	85%

A evolução da rendibilidade é uma das dimensões mais importantes do diagnóstico económicofinanceiro e, neste caso, revela que as empresas da fileira da madeira e do mobiliário tiveram uma
evolução muito positiva até 2018, mantiveram o desempenho em 2019 e, muito naturalmente,
assistiu-se a um decréscimo no desempenho em 2020 para níveis inferiores a 2016, mas ainda
assim com valores bastante razoáveis. Em particular, os indicadores de desempenho do negócio,
os mais importantes, tal como a margem bruta, o efeito controlo de custos, o grau de rotação do
ativo de negócio e a rendibilidade operacional do negócio e a rendibilidade do capital investido
apresentaram os seus valores mais elevados em 2018.

A análise interquartis da rendibilidade do capital investido sugere que esta evolução é robusta para a parte central da amostra. A redução da faturação e o incremento nos gastos com o pessoal são os principais motivos para a evolução verificada. Dada a estabilidade do efeito alavanca financeira e do efeito fiscal, a rendibilidade do capital próprio também evoluiu da mesma forma, apresentando o seu valor mais elevado em 2018 e tendo um valor abaixo dos dois dígitos apenas em 2020 (Figura 2.4). A análise interquartis da rendibilidade do capital próprio e as proporções positiva de EBITDAs e resultados líquidos sugerem, uma vez mais, que estas conclusões são muito robustas.











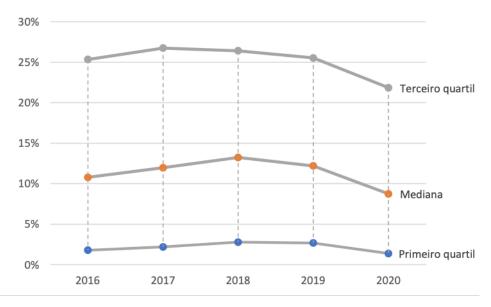


Figura 2.4 - Rendibilidade do capital próprio da fileira da madeira e do mobiliário (2016-2020)

Finalmente, a redução do número de empresas verificada na amostra pode ter diversos motivos que podem contribuir para o aumento da rendibilidade do período 2010-2017 para 2016-2020. Assim, a evolução no período diferencial (2018-2020) foi muito favorável, com exceção óbvia de 2020, mas o incremento da seletividade da amostra pode ter tido também o seu papel.

2.5. Endividamento e estrutura financeira

Indicadores de Endiv	idamento d	a Madeira e d	o Mobiliário	(Portugal)		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Grau de autonomia financeira (endividamento)	72%	72%	74%	74%	72%	73%
Primeiro quartil	43%	43%	44%	45%	43%	44%
Terceiro quartil	100%	100%	100%	100%	99%	100%
Grau de autonomia financeira (passivo)	33%	34%	35%	37%	38%	35%
Múltiplo do EBITDA do endividamento	273%	253%	238%	232%	250%	249%
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	460%	570%	695%	720%	646%	618%
Primeiro quartil	170%	192%	220%	232%	177%	198%
Terceiro quartil	1729%	2081%	2356%	2580%	2683%	2286%
Taxa de juro média do endividamento	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%	1,6%	2,2%
Proporção de endividamento corrente	47%	48%	47%	45%	41%	46%
Proporção de capitais próprios positivos	92%	93%	94%	95%	94%	94%
Proporção autonomia financeira superior 50%	69%	69%	71%	71%	69%	70%
Proporção autonomia financeira (passivo) superior 50%	29%	30%	32%	34%	36%	32%
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%	70%	74%	77%	78%	73%	75%

Depois de um leve incremento no peso do capital próprio no capital investido até 2019, em 2020, o grau de autonomia financeira voltou aos valores anteriores de 72%. A evolução do primeiro e terceiro quartis deste indicador é semelhante. Dada a redução das contas a pagar, o indicador tradicional de autonomia financeira, em termos de peso do capital próprio face ao ativo total,









continuou a aumentar, mesmo em 2020, refletindo uma redução do peso do passivo total. Em termos da demonstração do resultado passou-se o mesmo que no balanço, ou seja, depois do decréscimo do peso dos gastos da dívida no total do resultado e da dívida no EBITDA, em 2020 esta tendência reverteu, mas ainda assim o setor apresenta um desempenho elevado.

Curiosamente, o peso da dívida no balanço aumentou para a amostra de empresas de 2016-2020 face ao que ocorria em 2010-2017, refletindo uma maior capacidade de endividamento das empresas da amostra recente, em especial pelo maior acesso a dívida não corrente, sendo mais uma evidência da melhoria da qualidade média da amostra recente. Este facto é sustentado pela melhoria acentuada ao nível da capacidade das empresas para gerarem resultado operacional face ao valor dos gastos de financiamento, dada pelo indicador do grau de cobertura dos gastos de financiamento. Tudo isto é sustentado por uma maior rendibilidade do capital investido e de uma redução relativa significativa na taxa de juro média da dívida (Figura 2.5). Uma vez mais, estes resultados são robustos numa base interquartis e confirmados pela proporção crescente de capitais próprios positivos, de autonomia financeira superior a 50% e de graus de cobertura de gastos de financiamento superiores a duas vezes, apenas levemente afetados negativamente em 2020.

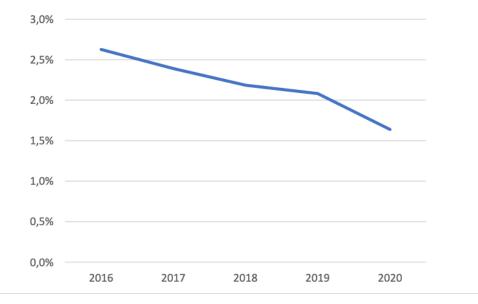


Figura 2.5 - Taxa de juro média do endividamento da fileira da madeira e do mobiliário











2.6. Cash flow e liquidez

Indicadores de Liquidez e Cash Flow									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Peso cash flow operacional no capital investido		12%	14%	14%	12%	13%			
Peso do autofinanciamento no volume de negócios		5%	6%	6%	5%	5%			
Peso do autofinanciamento no capital próprio		14%	16%	15%	14%	15%			
Peso do investimento em ativo fixo no volume de neg	zócios	2%	2%	2%	1%	2%			
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo eco	nómico	13%	14%	13%	10%	13%			
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D		77%	78%	76%	59%	73%			
Peso do free cash flow no volume de negócios		1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,4%			
Peso do free cash flow no capital investido		1,1%	1,4%	1,5%	1,2%	1,3%			
Proporção de cash flows operacionais positivos		73%	75%	75%	71%	74%			
Proporção de autofinanciamentos positivos		70%	71%	72%	68%	70%			

O desempenho empresarial pode ser analisado com base em resultados, como o caso do resultado operacional na perspetiva do capital investido e o resultado líquido na perspetiva do capital próprio, ou com base nos correspondentes cash flows (cash flow operacional e autofinanciamento). O desempenho das empresas da fileira da madeira e do mobiliário é ligeiramente mais favorável quando avaliado pelos cash flows do que pelos resultados, o que é explicado por uma reduzida necessidade de capital investido e por um peso relativamente modesto das amortizações e depreciações na estrutura de custos, apesar do seu valor médio ser superior ao valor do investimento em ativo fixo económico.

A evolução dos indicadores de liquidez no período 2016-2020 é semelhante ao da evolução dos indicadores de rendibilidade, com destague para um valor máximo em 2018 e uma redução forte em 2020, ainda assim com valores a dois dígitos. A proporção de cash flows operacionais e de autofinanciamento positivos é superior a 70%, tendo mostrado a mesma evolução dos restantes indicadores de liquidez (Figura 2.6). Finalmente, tal como sucede para os indicadores de rendibilidade, os indicadores de liquidez da amostra para o período de 2016-20 apresentam valores bastante superiores aos valores obtidos na amostra do período 2010-17.











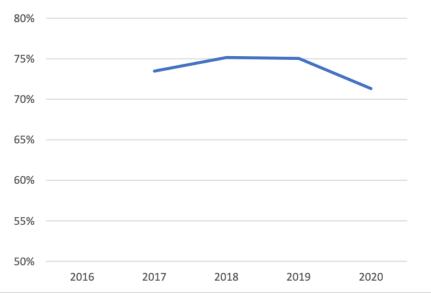


Figura 2.6 - Proporção de empresas com cash flow operacional positivo na fileira da madeira e mobiliário (2017-2020)

Nota: não se apresenta o valor de 2016 porque o seu cálculo exigiria dados relativos a 2015 que não foram recolhidos para este trabalho.











2.7. Análise de risco

Ignorando questões de qualidade dos números da contabilidade, associados a análises de auditoria e de avaliação dos procedimentos contabilísticos, a análise de risco numa perspetiva contabilística relaciona-se, essencialmente, com a composição e variabilidade da rendibilidade. Os indicadores de rendibilidade da fileira da madeira e do mobiliário apresentam bastante qualidade, na medida em que a rendibilidade global está sobretudo associada à rendibilidade do negócio, sendo os contributos das rubricas extranegócio e de endividamento globalmente pouco significativas. Os indicadores de endividamento mostram, também, um risco financeiro reduzido, mesmo em 2020.

A análise de medianas, enquanto medida que melhor caracteriza os atributos das empresas do setor deve ser acompanha por uma análise interquartis que englobe 50% das empresas da amostra. Desta forma, consegue-se uma perspetiva mais representativa da realidade. Como seria de esperar, as empresas da fileira da madeira e do mobiliário apresentam uma grande heterogeneidade no que respeita aos seus atributos económico financeiros, coexistindo empresas de fraco e muito elevado desempenho. Assim, o primeiro quartil de empresas é caracterizado por um fraco desempenho, com taxas de crescimento negativas, quase ausência de investimento em ativo fixo, rendibilidades positivas, mas pouco significativas, e um risco financeiro de alguma forma preocupante, não tanto pelo peso da dívida no balanço, mas devido aos valores negativos dos cash flows gerados pelo negócio e do autofinanciamento. Em síntese, a rendibilidade reduzida, o crescimento negativo e algum excesso de endividamento podem estar a causar algumas dificuldades às empresas de menor desempenho da fileira da madeira e do mobiliário. Pelo contrário, as empresas de melhor desempenho apresentam elevado crescimento, taxas de rendibilidade a dois dígitos, forte autonomia financeira, reduzido risco financeiro e elevada capacidade para gerar cash flow e autofinanciar o seu investimento. Em todos os casos, porém, assiste-se a uma evolução similar dos indicadores para o período 2016-20: acréscimo no desempenho até 2018, estabilização em 2019 e queda em 2020, porventura por razões exclusivamente relacionadas com a pandemia.











3. Segmentação da análise por atividade

Depois da análise global efetuada no capítulo anterior, este capítulo procura perceber se há diferenças relevantes no desempenho económico e financeiro das empresas dos vários setores que compõem a fileira da madeira e do mobiliário. Conforme referido na introdução, a fileira abarca um grande número de códigos de atividade económica, pelo que uma análise individual de cada um deles resultaria num trabalho demasiado extenso para o aqui pretendido. Para efeitos da análise a efetuar neste capítulo, as empresas foram divididas em cinco divisões com lógicas de negócio específicas: serração, painéis, carpintaria, mobiliário e grossistas. Este capítulo procede a uma análise comparativa do seu desempenho salientando-se, adicionalmente, as eventuais especificidades ocorridas durante o período em análise. As tabelas refletem uma análise semelhante à da secção anterior, sendo que os valores resultam da média das medianas anuais para o período 2016-20.

3.1. Análise do crescimento e dimensão

1	Indicadores de Cres	cimento e Di	mensão por	Tipo de Ativid	ade		
Descritivo		Serração	Painéis	Carpintaria	Mobiliário	Grossistas	Total MM
Número de empresas		859	34	1 474	1 283	652	4 301,4
	Proporção	20,0%	0,8%	34,3%	29,8%	15,1%	100%
Volume de negócios (milhares de euros)		382	2 135	251	343	385	316,6
	Primeiro quartil	189	598	144	176	184	164,7
	Terceiro quartil	908	11 845	507	805	983	734,6
Crescimento do volume de negócios		2,3%	0,4%	8,4%	4,8%	5,6%	5,4%
	Primeiro quartil	-10,3%	-10,5%	-6,6%	-8,0%	-8,3%	-8,3%
	Terceiro quartil	17,7%	13,6%	28,5%	22,7%	21,9%	23,4%
Capital investido (milhares de euros)		248	2 501	115	187	181	167,1
Crescimento do capital investido		6,0%	5,7%	7,3%	7,0%	8,1%	7,0%
Número de efetivos		6,0	21,0	5,4	8,4	3,7	6,0
Vendas por efetivo (milhares de euros)		72	143	47	43	114	53,2
Custo unitário médio trabalho (milhares de e	ruros)	13,1	16,6	12,7	12,1	13,4	12,7
Crescimento do EBITDA		-2,5%	0,0%	0,2%	-3,7%	1,3%	-1,5%

A amostra de empresas da fileira da madeira e mobiliário é constituída por 34% de empresas de carpintaria, seguida de 30% de empresas do mobiliário, 20% de empresas de serração, 15% de grossistas e apenas 0,8% de empresas de painéis.

Em termos de dimensão, a divisão de painéis é uma realidade à parte na fileira, apresentando medianas de volume de negócios e capital investido a 4 dígitos, aproximadamente 7 e 15 vezes, respetivamente, superiores às médias das restantes divisões (Figura 3.1). O número de efetivos das empresas desta divisão é também bastante superior ao das restantes, mas por uma margem menor. Relativamente à amostra anteriormente analisada para o período de 2010-27, a dimensão média das empresas de todas as divisões aumentou muito, a nível de volume de negócios, capital investido e número de efetivos, com exceção da faturação (apenas) da divisão de painéis. Este











aumento é resultado, essencialmente, da drástica redução do número de empresas da amostra, que afetou com maior intensidade as empresas de menor dimensão.

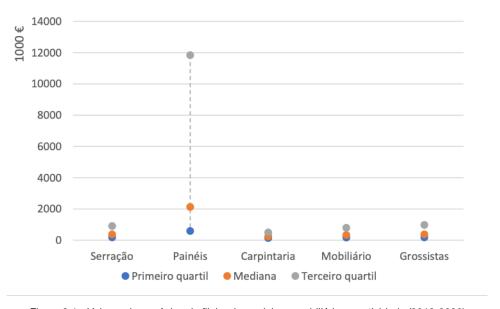


Figura 3.1 - Volume de negócios da fileira da madeira e mobiliário por atividade (2016-2020)

Dada a tendência para uma correlação negativa entre dimensão e crescimento, não surpreende que a divisão de painéis apresente valores inferiores em termos de crescimento das vendas, sendo que a divisão de carpintaria é a que apresenta maior crescimento médio. Relativamente ao período de 2010-17, os resultados não são homogéneos: as divisões de serração e painéis apresentam valores inferiores e as restantes divisões tiveram crescimentos médios superiores. Em termos de crescimento do EBITDA, todas as divisões apresentam valores inferiores no período 2016-20 face ao período 2010-17, devido ao ano de 2020. Ignorando esse ano, os valores seriam similares.









3.2. Estrutura da posição financeira e da demonstração do resultado

	Estrutura Patrimonial p	oor Tipo de A	Atividade			
Descritivo	Serração	Painéis	Carpintaria	Mobiliário	Grossistas	Total MM
Ativo fixo	51%	45%	33%	42%	26%	38%
Ativo fixo económico	47%	34%	30%	39%	23%	35%
Inventários	10%	25%	17%	24%	24%	18%
Contas a receber	43%	34%	68%	60%	58%	58%
Clientes	25%	26%	47%	44%	38%	39%
Outras contas a receber	19%	9%	22%	16%	21%	19%
Contas a pagar	27%	28%	51%	52%	41%	44%
Fornecedores	13%	17%	26%	27%	21%	22%
Outras contas a pagar			25%	25%	20%	22%
Caixa e depósitos bancários	3%	3%	4%	4%	4%	4%
Capital circulante caixa e depósitos			47%	41%	52%	43%
Ativo de negócio	86%	87%	84%	86%	86%	86%
Ativos financeiros negociáveis				11%	11%	12%
Capital próprio						
Endividamento	25%	38%	25%	31%	27%	27%
Endividamento não corrente	13%	18%	14%	19%	11%	15%
Endividamento corrente	12%	20%	11%	12%	16%	12%
Divida liquida						
Ativo total	121%	117%	144%	146%	130%	136%
Passivo	53%	66%	76%	82%	67%	71%

A consideração do peso do ativo fixo económico no ativo sugere que a serração é, claramente, a divisão mais intensiva em capital, seguida pelo mobiliário e pelos painéis e, a maior distância, pela carpintaria e pelos grossistas (Figura 3.2). As contas a receber e a pagar são as rubricas mais importantes do balanço, exceto para as empresas de painéis (para as quais o ativo fixo é mais importante). Os inventários têm, também, um peso relevante na ordem dos 20%, com exceção da serração, porventura por razões de sazonalidade. Todas as divisões apresentam um peso do capital próprio superior a 60%, com destaque para as divisões de serração e carpintaria com valores na ordem dos 75%.

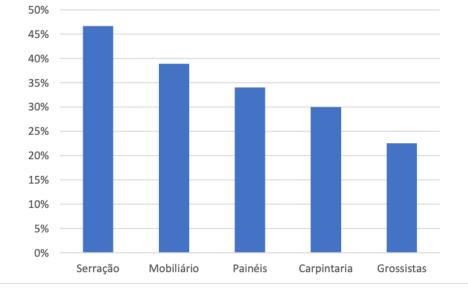


Figura 3.2 - Peso do ativo fixo económico no ativo por atividade (2016-2020)













Estrutura d	la Demonstração do R	esultado por	r Tipo de Ativio	dade		
Descritivo	Serração	Painéis	Carpintaria	Mobiliário	Grossistas	Total MM
Custo das vendas	43%	63%	44%	45%	61%	46%
Margem bruta	57%	37%	56%	55%	39%	54%
Outros rendimentos e ganhos operacionais	1%	1%	0%	1%	0%	0%
Gastos com pessoal	19%	13%	28%	30%	12%	24%
Fornecimentos e serviços externos	26%	15%	16%	16%	17%	18%
Outros gastos operacionais	1%	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA	10,9%	8,5%	10,1%	8,4%	8,5%	9,7%
Amortizações e depreciações	4%	3%	2%	3%	2%	3%
Resultado operacional	7,2%	5,5%	7,8%	5,5%	6,7%	6,9%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	7,2%	5,5%	7,8%	5,5%	6,7%	6,9%
Gastos de financiamento	0,2%	0,5%	0,2%	0,3%	0,2%	0,2%
Resultado antes de imposto	7%	5%	8%	5%	7%	7%
Imposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Resultado líquido	6,4%	4,5%	6,9%	4,7%	5,9%	6,1%

Em termos de análise de margem, a divisão da serração apresenta maior margem EBITDA, mas as amortizações e depreciações pesam consideravelmente na sua demonstração do resultado, gerando uma vantagem menos acentuada em termos de margem operacional, onde a carpintaria apresenta valores mais elevados. As restantes divisões têm valores muito similares. Dada a pouca importância relativa das restantes rubricas, a hierarquia de desempenho permanece até ao resultado líquido.

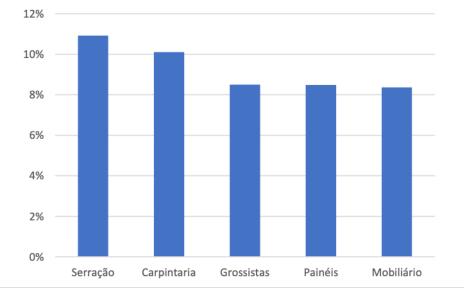


Figura 3.3 - EBITDA por atividade (2016-2020)











3.3. Atividade e gestão de ativos

Indicadores de	Atividade e Gestão	de Ativos pe	or Tipo de Ativ	idade		
Descritivo	Serração	Painéis	Carpintaria	Mobiliário	Grossistas	Total MM
Grau de rotação do ativo	164%	132%	203%	177%	209%	187%
Grau de rotação do ativo económico	194%	154%	227%	203%	248%	214%
Prazo médio de inventários (dias)	55	111	70	110	72	79,7
Prazo médio de recebimento (dias)	56	73	81	88	64	75,7
Prazo médio de pagamentos (dias)	79	84	119	136	72	111,2
Ciclo de caixa (dias)	32	100	33	62	64	44,2
Peso do CCCD no volume de negócios	18,0%	30,7%	18,5%	18,9%	19,3%	18,8%
Peso ativo fixo económico nas vendas	25,6%	20,9%	12,1%	18,4%	9,0%	15,6%
Peso depreciações no ativo fixo económico	20,5%	12,7%	19,3%	16,6%	24,0%	19,2%
Peso do VAB no volume de negócios	30%	31%	36%	38%	20%	34%

Se ao nível da demonstração do resultado, a semelhança entre divisões impressiona, as diferenças ao nível da dimensão e do crescimento levam a fortes especificidades em termos de indicadores de gestão de ativos, ao ponto de não haver duas divisões parecidas. Focando no essencial, a produtividade em termos do capital investido gerar volume de negócios é maior nas divisões de carpintaria e grossistas e muito inferior na divisão de painéis. Nesta última divisão, o prazo médio de inventários e o peso do ativo fixo nas vendas torna a rotação bastante inferior à média da fileira (Figura 3.4). O caráter mais capital intensivo da divisão de painéis gera também uma taxa de depreciação do ativo fixo muito inferior à média, significando também uma maior duração económica do seu ativo fixo. O reduzido peso do ativo fixo nas vendas é o principal motivo para a maior rotação das divisões de carpintaria e grossistas. A maior regularidade das diferentes divisões, com exceção dos painéis, relaciona-se com o peso do capital circulante (a rondar os 18% e 19%), apesar das diferenças ao nível dos diferentes indicadores de prazos médios. A maior parte destes resultados já existia no período 2010-2017, mas com valores médios um pouco mais desfavoráveis do que no período 2016-2020.

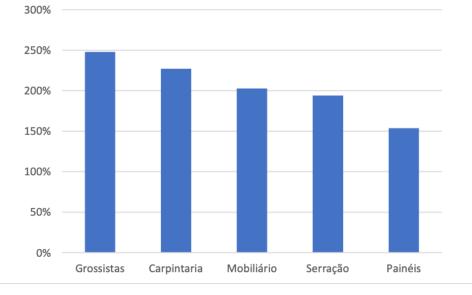


Figura 3.4 - Grau de rotação do ativo económico por atividade (2016-2020)













3.4. Rendibilidade

Indicadores de Rendibilidade por Tipo de Atividade										
Descritivo		Serração	Painéis	Carpintaria	Mobiliário	Grossistas	Total MM			
Taxa de margem bruta		57%	37%	56%	55%	39%	54%			
Efeito controlo de custos		11%	15%	12%	10%	17%	13%			
Rendibilidade operacional volume de negócios		6%	6%	7%	5%	7%	7%			
Grau de rotação do ativo de negócio		194%	154%	227%	203%	248%	214%			
Rendibilidade operacional do negócio		12%	9%	15%	11%	17%	15%			
Efeito extra negócio e não recorrente		-1,9%	-1,1%	-1,7%	-1,4%	-2,6%	-1,9%			
Rendibilidade do capital investido		10,3%	7,6%	13,7%	9,8%	14,0%	12,9%			
	Primeiro quartil	2,5%	2,2%	3,0%	2,4%	3,2%	2,7%			
	Terceiro quartil	17,2%	11,6%	22,5%	18,3%	22,6%	20,0%			
Efeito alavanca financeira		1%	0%	1%	0%	1%	1%			
Rendibilidade do investimento e financiamento		10,8%	7,4%	14,8%	10,3%	15,2%	14,0%			
Efeito fiscal		-2%	-1%	-3%	-2%	-3%	-3%			
Rendibilidade do capital próprio		8,9%	6,2%	12,0%	8,4%	12,3%	11,4%			
	Primeiro quartil	2,0%	2,6%	2,5%	1,8%	2,6%	2,2%			
	Terceiro quartil	21,9%	15,8%	27,7%	23,9%	26,9%	25,2%			
Proporção de EBITDAs positivos										
Proporção de resultados líquidos positivos		84%	78%	86%	84%	85%	85%			

A rendibilidade global tem diversas componentes. A primeira é a margem económica das vendas, aqui designada como rendibilidade do volume de negócios. A análise deste indicador mostra que todas as divisões apresentam valores similares, apesar do setor dos painéis ter uma menor margem bruta e uma maior capacidade para controlar custos de estrutura (eventualmente pela maior dimensão típica das empresas desta divisão).

As diferenças de rendibilidade aparecem na segunda componente: a rendibilidade operacional do negócio, por virtude das fortes especificidades em termos de rotação do ativo, já analisadas na seção anterior. Desta forma, as empresas com maior rendibilidade do ativo de negócio são as que apresentam maior rotação do ativo de negócio, ou seja, a carpintaria e os grossistas. Surgem depois as divisões da serração e do mobiliário e, no final, a divisão dos painéis, a única com rendibilidades abaixo dos dois dígitos.

O facto de as empresas da fileira terem ativos extranegócio, nomeadamente ativo fixo financeiro e excessos de caixa e depósitos face às necessidades de negócio, leva a um efeito extranegócio negativo que implica reduções na rendibilidade do capital investido entre 1 e 2 pontos percentuais face à rendibilidade do negócio. A hierarquia ao nível da mediana da rendibilidade do capital investido mantém-se para o primeiro e terceiro quartis. Ao nível deste importante indicador de rendibilidade é de salientar que todas as divisões, com exceção dos painéis, apresentaram em 2016-2020 uma rendibilidade muito superior ao que sucedeu para o período 2010-17. A redução do desempenho ao nível da divisão dos painéis teve a ver com a forte redução verificada na margem bruta, com o forte crescimento do peso do custo das mercadorias vendidas e das matérias consumidas.











A seguir à rendibilidade do capital investido vem a rendibilidade do investimento e financiamento que adiciona o chamado efeito alavanca financeiro que incorpora o efeito do financiamento na rendibilidade global. O efeito alavanca financeira consiste na capacidade de uma entidade para se financiar por endividamento a uma taxa de juro inferior à rendibilidade do capital investido. Desta forma pode alavancar a rendibilidade. Como todas as divisões apresentam taxas de juro médias da dívida inferiores à rendibilidade do capital investido (como se verá na próxima seção), todas obtêm um efeito alavanca financeiro positivo, embora a rondar apenas um ponto percentual. O reduzido peso da dívida nas empresas da fileira explica estes números. O último nível do desempenho é a rendibilidade do capital próprio que incorpora ainda o efeito fiscal que, como é óbvio, é sempre negativo porque reflete o imposto sobre o rendimento. A hierarquia a este nível reflete essencialmente as diferenças ao nível da rotação do ativo, com os grossistas e a carpintaria a destacarem-se das restantes atividades, surgindo os painéis na última posição. De assinalar que, para além de uma menor rendibilidade, a divisão de painéis apresenta também uma menor variabilidade da rendibilidade, tal como medida pelo intervalo interquartis, que é de apenas 13%, cerca de uma dezena de pontos percentuais inferior ao verificado nas restantes divisões.

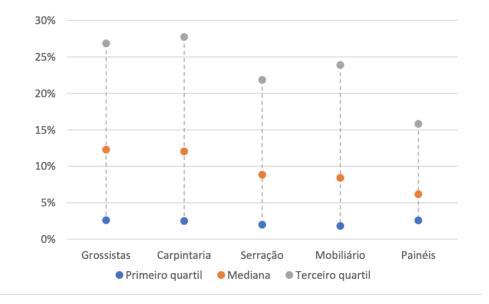


Figura 3.5 - Rendibilidade do capital próprio por atividade (2016-2020)

Globalmente, todas as atividades apresentam uma muito elevada proporção de empresas com rendibilidade positiva, seja ao nível do EBITDA (cerca de 90%), seja mesmo do resultado líquido (cerca de 85%), embora um pouco menos nos painéis do que nas restantes divisões.











3.5. Endividamento e estrutura financeira

Indic	adores de	Endividamer	nto por Tipo	de Atividade			
Descritivo		Serração	Painéis	Carpintaria	Mobiliário	Grossistas	Total MM
Grau de autonomia financeira (endividamento)		75%	62%	75%	69%	73%	73%
	eiro quartil	43%	33%	46%	41%	45%	44%
	ciro quartil	100%	83%	100%	98%	100%	100%
Grau de autonomia financeira (passivo)		44%	38%	35%	31%	37%	35%
Múltiplo do EBITDA do endividamento		212%	375%	240%	281%	250%	249%
Grau de cobertura dos gastos de financiamento		538%	669%	755%	550%	675%	618%
	eiro quartil	176%	148%	233%	190%	194%	198%
	ciro quartil	2287%	1472%	2524%	2125%	2207%	2286%
Taxa de juro média do endividamento		2,3%	2,3%	2,2%	2,0%	2,5%	2,2%
Proporção de endividamento corrente		48%	52%	46%	38%	59%	46%
Proporção de capitais próprios positivos		95%	92%	93%	93%	95%	94%
Proporção de endividamentos positivos		75%	88%	74%			76%
Proporção autonomia financeira superior 50%	•••••••••••••••••••••••••••••••••••••••	69%	59%	72%	67%	70%	70%
Proporção autonomia financeira (passivo) superior 50%		43%	35%	30%	26%	34%	32%
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%		71%	70%	78%	74%	74%	75%

As empresas da fileira da madeira e do mobiliário apresentam, globalmente, uma situação financeira caracterizada por um elevado peso do capital próprio no capital investido, entre os 75% das empresas da serração e carpintaria até aos 62% da divisão de painéis. A explicação para este reduzido peso do endividamento deverá estar relacionada com a capacidade para gerar autofinanciamento e pelas reduzidas necessidades de investimento em ativo fixo. Note-se que as 25% de empresas mais endividadas têm valores próximos dos 50% de dívida (uma vez mais com exceção dos painéis) e as 25% de empresas menos endividadas não possuem qualquer dívida remunerada, com exceção uma vez mais da divisão dos painéis (17%) e do mobiliário (2%). A explicação para a especificidade da divisão dos painéis deverá estar na sua maior dimensão e peso de ativos fixos tangíveis.

Em contraponto, as diferentes divisões apresentam um elevado peso do passivo no ativo, indicando um forte recurso a contas a pagar que compensa parte do investimento em ativos circulantes. Assim, este facto não resulta de falta de pagamentos, mas sim da aparente elevada capacidade negocial destas divisões junto de fornecedores e do facto dos modelos de negócio em causa gerarem elevados valores das rubricas do capital circulante. Por outras palavras, a visão tradicional de que elevado passivo é pouco recomendável não é aqui aplicável, porque todas as empresas da amostra revelam uma capacidade económica que permite fazer face aos encargos da dívida, resultando em graus de cobertura de gastos de financiamento elevados (sempre acima de 5 vezes). Mesmo as empresas do primeiro quartil apresentam valores a rondar as 2 vezes. As duas explicações para estes indicadores favoráveis são as rendibilidades do capital investido relativamente elevadas e as reduzidas taxas de juro médias da dívida (entre 2% e 2,5%).











Com alguma surpresa, para o conjunto da fileira, verifica-se um forte equilíbrio no recurso a endividamento corrente e não corrente que, no entanto, oculta diferenças com alguma expressão entre divisões: o peso do endividamento corrente no total varia entre um mínimo de 38% no mobiliário e um máximo de 59% nos grossistas (Figura 3.6).

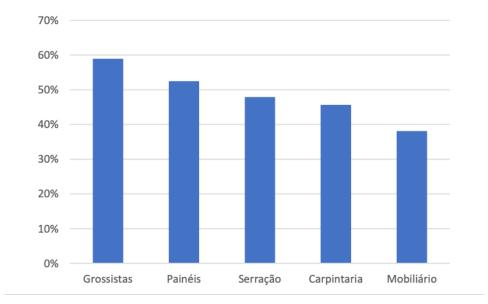


Figura 3.6 - Proporção de endividamento corrente por atividade (2016-2020)

Finalmente, o equilíbrio financeiro demonstrado nos indicadores de endividamento que reflete um risco financeiro reduzido é ainda espelhado nas proporções muito elevadas de capitais próprios positivos (acima dos 92%), autonomias financeiras superiores a 50% (em média, 70% das empresas) e dos graus de cobertura de gastos de financiamento acima do valor de referência de 2 vezes (sempre acima dos 70% de empresas).

Relativamente ao período de 2010-17, verifica-se uma ligeira redução nos indicadores do peso da dívida no balanço e uma evolução bastante favorável nos indicadores do peso da dívida na demonstração do resultado, com o incremento forte no grau de cobertura de gastos de financiamento e a redução no múltiplo do EBITDA do endividamento. Por outras palavras, a evolução em termos de estrutura financeira e endividamento foi claramente favorável nos últimos anos, mesmo considerando a deterioração ocorrida no ano atípico de 2020.











3.6. Cash flow e liquidez

Indicadores de I	iquidez e Cash	Flow por T	ipo de Atividad	ie		
Descritivo	Serração	Painéis	Carpintaria	Mobiliário	Grossistas	Total MM
Peso cash flow operacional no capital investido	17%	10%	12%	12%	12%	13%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios	8%	5%	5%	5%	4%	5%
Peso do autofinanciamento no capital próprio	18%	10%	14%	14%	13%	15%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de negócios	3%	2%	1%	2%	1%	2%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo económico	15%	12%	12%	11%	14%	13%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D	77%	84%	72%	74%	70%	73%
Peso do free cash flow no volume de negócios	2,1%	1,0%	1,6%	1,0%	1,4%	1,4%
Peso do free cash flow no capital investido	2,6%	0,7%	1,2%	0,8%	0,9%	1,3%
Proporção de cash flows operacionais positivos	78%	75%	74%	72%	73%	74%
Proporção de autofinanciamentos positivos	75%	73%	70%	68%	68%	70%

A capacidade para gerar *cash flow* é, sem dúvida, o principal indicador de desempenho financeiro empresarial, permitindo concluir sobre a verdadeira capacidade financeira do negócio e da empresa para autossustentar o crescimento, o investimento em ativo fixo e uma estrutura financeira equilibrada. A capacidade para gerar *cash flow* resulta principalmente da rendibilidade, mas também do impacto do investimento em ativos. Neste contexto, as empresas da fileira da madeira e do mobiliário tendem a apresentar uma capacidade para gerar *cash flow* semelhante à sua capacidade para gerar resultados e, claramente, mais do que suficiente para sustentar o investimento em ativo fixo económico, até porque este se caracteriza por valores relativamente reduzidos, quer enquanto peso no volume de negócios, quer enquanto proporção do ativo fixo económico (Figura 3.7).

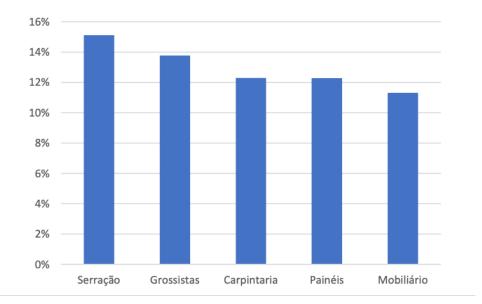


Figura 3.7 - Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo económico (2016-2020)

Todas as divisões apresentam um peso do investimento em ativo fixo no volume de negócios inferior ao peso das amortizações e depreciações no volume de negócio. Se estas últimas revelassem o verdadeiro valor das necessidades de investimento de substituição, seria possível concluir que









as empresas da amostra tendem a não substituir adequadamente o seu ativo fixo económico. A explicação mais razoável para este dado será, no entanto, que a rendibilidade favorável pode estimular a utilização de amortizações e depreciações para além do valor necessário de investimento de substituição, devido a critérios fiscais. Novamente, a capacidade para gerar *cash flow* e liquidez das empresas da fileira melhorou no período 2016-2020 comparativamente com o período 2010-2017, com exceção da divisão dos painéis, cujo desempenho piorou ligeiramente.

3.7. Análise de risco

A análise anterior permitiu constatar que as diferentes divisões da fileira da madeira e do mobiliário apresentam, como seria de esperar, alguma heterogeneidade no que respeita aos principais atributos económico-financeiros estudados. Contudo, a dispersão é relativamente linear no sentido em que não altera quase nunca os rankings de desempenho encontrados pela análise de medianas na análise interquartis. Por outro lado, o desempenho das diferentes divisões é estável no tempo e decorre da rendibilidade do negócio e não de componentes extranegócio ou do efeito alavanca do financiamento. Os indicadores de endividamento mostram também um risco financeiro reduzido em todas as divisões. Por outras palavras, a análise do risco permite concluir que a qualidade da rendibilidade das diferentes divisões é elevada.

3.8. Breve referência ao impacto do ano de 2020 no desempenho

Tal como aconteceu a nível agregado na fileira, todas as divisões foram negativamente afetadas pelo ano de 2020, em especial ao nível do crescimento das vendas e do EBITDA e da rendibilidade, com a exceção da divisão dos grossistas que manteve os indicadores de desempenho. O setor da carpintaria também mostrou alguma resiliência este nível.

3.9. Conclusão

Em termos de conclusão geral, a divisão dos painéis é um caso à parte em termos de dimensão (maior) e desempenho (menor). As restantes divisões apresentam desempenhos muito similares, com vantagem para a divisão dos grossistas e carpintaria que, curiosamente ou talvez até por esse motivo, também foram os menos afetados pela crise de 2020. O seu desempenho em termos de crescimento e rendibilidade foi superior à média, mas não de forma substancial. Os principais resultados obtidos em termos de medianas são robustos, na medida em que foram confirmados pela análise interquartis que inclui 50% das empresas do intervalo central de desempenho.













4. Segmentação da análise por dimensão

Em que medida o desempenho económico e financeiro das empresas da fileira da madeira e mobiliário é condicionado pela sua dimensão? Esta é a questão fundamental a que este capítulo procura dar resposta.

Para esta análise, as empresas da amostra global foram segmentadas em quatro grupos de acordo com a sua dimensão, medida pelo volume de negócios médio anual do período 2016-2020: até 0,5 milhões de euros, entre 0,5 milhões e 1 milhão de euros, entre 1 milhão e 10 milhões e superior a 10 milhões de euros. Na definição destes intervalos teve-se em conta a conveniência de que os dois escalões intermédios tivessem números de empresas aproximados, para aumentar a sua comparabilidade, sendo inevitável que os dois escalões limite tivessem um número elevado (o caso de empresas de menor faturação) e reduzido (os casos de maior faturação), respetivamente.

A distribuição da amostra por estes escalões, quer em termos totais, quer para cada uma das cinco divisões setoriais, está representada na tabela seguinte:

	Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por dimensão									
Descritivo	Até	0,5M	0,51	0,5M-1M		1M-10M		Mais de 10M		
	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	
Serração	577	61%	165	17%	194	21%	10	1,1%	946	
Painéis	9	24%	6	16%	11	30%	11	29,7%	37	
Carpintaria	1233	76%	237	15%	150	9%	7	0,4%	1627	
Mobiliário	903	64%	234	17%	253	18%	15	1,1%	1405	
Grossistas	417	58%	129	18%	147	21%	21	2,9%	714	
Total	3139	66%	771	16%	755	16%	64	1,4%	4729	

A divisão de painéis apresenta, nitidamente , uma frequência de empresas de grande dimensão muito superior às restantes e, em contrapartida, um muito menor peso de empresas com volume de negócios inferior a 500 mil euros. Nos dois escalões intermédios, a diferença entre painéis e restantes atividades é menor. Entre as restantes quatro divisões, a heterogeneidade não é significativa, embora se possa assinalar que a carpintaria se distingue pelo elevado peso de empresas no escalão de menor dimensão (76%), por contraposição de um peso bastante mais reduzido de empresas com volume de negócios entre um e dez milhões de euros.











4.1. Análise do crescimento e dimensão

Indicadores de Crescir	mento e Dime	ensão por Dim	ensão		
Descritivo	Até 0,5M	0,5M-1M	1M-10M	Mais de 10M	Total MM
Número de empresas	2 779	728	731	63	4 301,4
	64,6%	16,9%	17,0%	1,5%	100%
Volume de negócios (milhares de euros)	201	677	1 828	17 320	316,6
Primeiro quartil	130	554	1 260	12 302	164,7
Terceiro quartil	309	832	2 970	29 856	734,6
Crescimento do volume de negócios	5,9%	5,8%	4,4%	2,6%	5,4%
Primeiro quartil	-9,9%	-6,0%	-5,7%	-5,0%	-8,3%
Terceiro quartil	27,2%	20,8%	17,4%	10,9%	23,4%
Capital investido (milhares de euros)	93	360	1 178	13 245	167,1
Crescimento do capital investido	6,4%	8,5%	8,0%	7,2%	7,0%
Número de efetivos	4,2	10,2	21,8	84,3	6,0
Vendas por efetivo (milhares de euros)	45	64	84	238	53,2
Custo unitário médio trabalho (milhares de euros)	11,8	13,6	15,9	20,3	12,7
Crescimento do EBITDA	-6,4%	3,9%	5,7%	4,7%	-1,5%

A fileira da madeira e do mobiliário é constituída sobretudo por pequenas empesas. Na amostra analisada, 65% das empresas faturam, por ano, entre 100 000 euros e meio milhão de euros, sendo que apenas 1,5% das empresas faturam mais de 10 milhões de euros. Como seria de esperar, a segmentação por volume de negócios acompanha de perto o ranking de medidas alternativas de dimensão, como o capital investido e o número de efetivos.

Existe uma correlação negativa entre dimensão e crescimento – i.e., as empresas de maior dimensão crescem mais devagar – observável quer na mediana quer no terceiro quartil deste indicador, embora não no primeiro. A Figura 4.1 mostra, igualmente, que a dispersão da taxa de crescimento é decrescente com a dimensão: a variabilidade da taxa de crescimento das empresas com volume de negócios inferior a meio milhão de euros é muito superior à das dos escalões de maior dimensão.











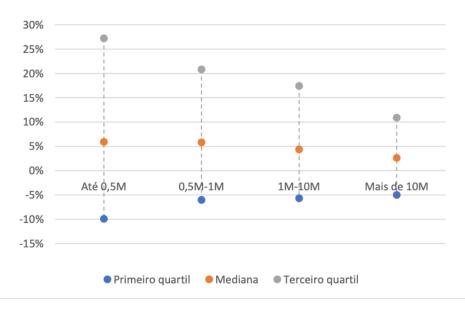


Figura 4.1 - Crescimento do volume de negócios das empresas da fileira da madeira e do mobiliário por escalão de dimensão (2016-2020)

Pelo contrário, no período em análise, existe uma correlação positiva, exceto para o escalão mais elevado, entre dimensão e crescimento do EBITDA, que poderá refletir uma menor sensibilidade das empresas de maior dimensão a problemas de conjuntura. É também visível na tabela supra uma clara correlação positiva entre dimensão e custo unitário do trabalho: as empresas de maior dimensão têm custos por trabalhador significativamente superiores aos das mais pequenas.

De uma maneira geral, estas conclusões são comuns às várias divisões da fileira.

4.2. Estrutura da posição financeira e da demonstração do resultado

E	Estrutura Patrimonial por	Dimensão			
Descritivo	Até 0,5M	0,5M-1M	1M-10M	Mais de 10M	Total MM
Ativo fixo	33%	42%	47%	48%	38%
Ativo fixo económico	31%	40%	43%	35%	35%
Inventários	18%	18%	19%	25%	18%
Contas a receber	62%	60%	51%	41%	58%
Clientes	39%	45%	36%	29%	39%
Outras contas a receber	22%	15%	15%	12%	19%
Contas a pagar	47%	47%	38%	25%	44%
Forecedores	22%	25%	21%	16%	22%
Outras contas a pagar	24%	21%	17%	9%	22%
Caixa e depósitos bancários	4%	4%	3%	3%	4%
Capital circulante caixa e depósitos	45%	40%	39%	46%	43%
Ativo de negócio	84%	87%	89%	90%	86%
Ativos financeiros negociáveis	14%	11%	7%	1%	12%
Capital próprio	78%	68%	63%	62%	73%
Endividamento	22%	32%	37%	38%	27%
Endividamento não corrente	12%	17%	18%	16%	15%
Endividamento corrente	10%	14%	19%	23%	12%
Dívida líquida	8%	20%	30%	38%	15%
Ativo total	139%	140%	130%	120%	136%
Passivo	69%	79%	75%	64%	71%











Destaque para a forte relação negativa entre a dimensão e o peso de contas a receber e contas a pagar nas empresas (Figura 4.2) e a relação positiva entre dimensão e o peso do endividamento total e do endividamento não corrente.

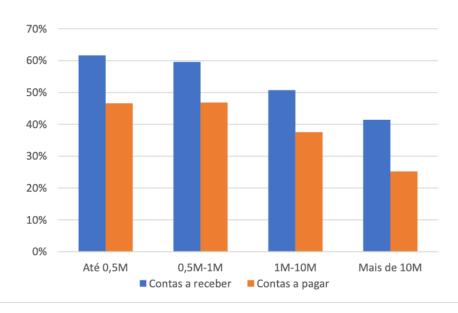


Figura 4.2 - Peso das contas a receber e a pagar no ativo da fileira da madeira e do mobiliário por escalão de dimensão (2016-2020)

Estrutura da	Demonstração do Res	ultado por Dir	ne ns ão		
Descritivo	Até 0,5M	0,5M-1M	1M-10M	Mais de 10M	Total MM
Custo das vendas	44%	48%	50%	64%	46%
Margem bruta	56%	52%	50%	36%	54%
Outros rendimentos e ganhos operacionais	0%	1%	1%	2%	0%
Gastos com pessoal	27%	22%	19%	9%	24%
Fornecimentos e serviços externos	18%	18%	18%	14%	18%
Outros gastos operacionais	1%	1%	1%	1%	1%
EBITDA	9,2%	9,7%	10,8%	10,8%	9,7%
Amortizações e depreciações	3%	3%	3%	3%	3%
Resultado operacional	6,6%	6,8%	7,5%	8,1%	6,9%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	6,6%	6,8%	7,5%	8,1%	6,9%
Gastos de financiamento	0,1%	0,3%	0,3%	0,5%	0,2%
Resultado antes de imposto	6%	7%	7%	8%	7%
Imposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	1%	1%
Resultado líquido	5,9%	5,9%	6,4%	7,1%	6,1%

As empresas de maior dimensão apresentam uma taxa de margem bruta consideravelmente menor do que as dos restantes escalões. No entanto, beneficiam de significativas economias, nomeadamente em gastos com pessoal, que lhes permitem apresentar um desempenho ligeiramente superior em termos de margem EBITDA e dos restantes indicadores de rendibilidade (Figura 4.3). As empresas de maior dimensão parecem, portanto, apostar em estratégias de negócio associadas ao volume (em detrimento do preço) e a economias da dimensão, como as economias de escala.











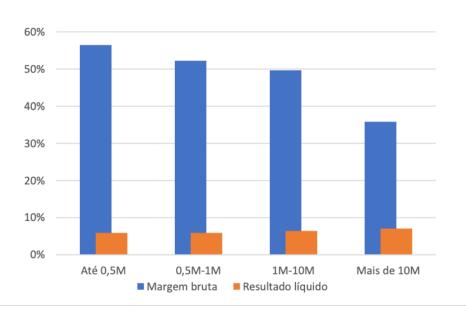


Figura 4.3 - Margem bruta e resultado líquido das empresas da fileira da madeira e mobiliário por escalão de dimensão (2016-2020)











4.3. Atividade e gestão de ativos

Indicadores de A	Atividade e Gestão de	Ativos por D	imensão		
Descritivo	Até 0,5M	0,5M-1M	1M-10M	Mais de 10M	Total MM
Grau de rotação do ativo	198%	188%	161%	140%	187%
Grau de rotação do ativo económico	223%	224%	194%	163%	214%
Prazo médio de inventários (dias)	80	71	87	100	79,7
Prazo médio de recebimento (dias)	71	87	82	68	75,7
Prazo médio de pagamentos (dias)	114	116	103	67	111,2
Ciclo de caixa (dias)	37	42	67	100	44,2
Peso do CCCD no volume de negócios	17,3%	19,1%	21,4%	28,1%	18,8%
Peso ativo fixo económico nas vendas	12,8%	19,0%	23,6%	22,6%	15,6%
Peso depreciações no ativo fixo económico	21,6%	17,9%	15,1%	12,7%	19,2%
Peso do VAB no volume de negócios	36%	32%	29%	18%	34%

Apesar da correlação positiva entre volume de negócios e capital investido, a rotação do ativo tende a decrescer com a faturação (Figura 4.4), indicando que as necessidades de investimento aumentam mais do que proporcionalmente com a dimensão em termos de faturação, o que pressiona a rendibilidade.

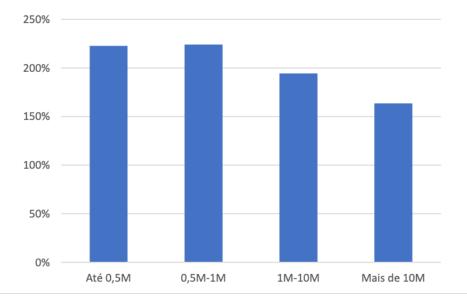


Figura 4.4 - Grau de rotação do ativo económico das empresas da fileira da madeira e mobiliário por escalão de dimensão (2016-2020)

As empresas de maior faturação tendem a ter também maiores prazos de inventário, menores prazos de recebimento e muito menores prazos de pagamento, tendo por isso maiores ciclos de caixa e, logo, maiores pesos do capital circulante no volume de negócios, tal como ocorre com ativos fixos. A divisão de grossistas é a exceção nesta matéria, porque, nesta divisão, o peso de ativos fixos médio é reduzido, mas diminui com a dimensão. Outra correlação forte relaciona-se com o peso do VAB na sua atividade, mas este resultado é, sobretudo, derivado das estratégias de volume em detrimento da margem, como se constatou no quadro anterior.











4.4. Rendibilidade

Como já assinalado, as empresas de maior dimensão apresentam menor taxa de margem bruta do que as restantes, mas compensam-na com um mais forte controlo de custos, o que lhes permite atingir uma rendibilidade operacional do volume de negócios ligeiramente mais elevada. No entanto, perdem esta vantagem em função de uma rotação do ativo muito inferior à das empresas mais pequenas, levando a um menor desempenho ao nível de rendibilidade operacional dos negócios e dos indicadores de rendibilidade subsequentes.

Como as empresas de maior dimensão têm, também, mais ativos financeiros extranegócio de baixa rendibilidade, a rendibilidade do capital investido decresce com a dimensão. Curiosamente, a relação inverte-se para o primeiro quartil de desempenho, ou seja, a maior dimensão confere uma redução do risco do negócio que protege melhor face a situações menos favoráveis. Os efeitos-alavanca do financiamento e fiscal são similares para todos os segmentos de dimensão pelo que, ao nível da rendibilidade do capital próprio, a relação negativa entre dimensão e rendibilidade mantém-se verdadeira, embora se inverta para as empresas do primeiro quartil (Figura 4.5).

Finalmente, é preciso reconhecer que a relação negativa das rendibilidades com a dimensão tem mais a ver com a dimensão do capital investido, do que com os resultados, porque a proporção de EBITDA e resultados líquidos positivos aumenta com a dimensão, ou melhor, é elevada, mas claramente inferior para o segmento de empresas de menor dimensão face às restantes.

Todos estes resultados são robustos numa análise interdivisões.

I	ndicadores de R	endibilidade	por Dimensão)		
Descritivo		Até 0,5M	0,5M-1M	1M-10M	Mais de 10M	Total MM
Taxa de margem bruta		56%	52%	50%	36%	54%
Efeito controlo de custos		12%	13%	15%	23%	13%
Rendibilidade operacional volume de negócios						
Grau de rotação do ativo de negócio		223%	224%	194%	163%	214%
Rendibilidade operacional do negócio			15%	15%	13%	15%
Efeito extra negócio e não recorrente		-1.7%	-2,4%	-2,5%	-1,9%	-1,9%
Rendibilidade do capital investido		13,1%	12,9%	12,1%	11,4%	12,9%
	Primeiro quartil	2,3%	3,0%	3,4%	4,1%	2,7%
	Terceiro quartil	23,0%	17,6%	15,2%	12,8%	20,0%
Efeito alavanca financeira		1%	1%	1%	1%	1%
Rendibilidade do investimento e financiamento		14,2%	14,1%	13,2%	12,2%	14,0%
Efeito fiscal		-2%	-3%	-3%	-2%	-3%
Rendibilidade do capital próprio		11,7%	11,2%	10,3%	9,9%	11,4%
	Primeiro quartil	1,8%	2,4%	2,9%	4,3%	2,2%
	Terceiro quartil	29,9%	21,4%	19,0%	15,7%	25,2%
Proporção de EBITDAs positivos		88%	93%	95%	95%	90%
Proporção de resultados líquidos positivos		82%	89%	90%	89%	85%











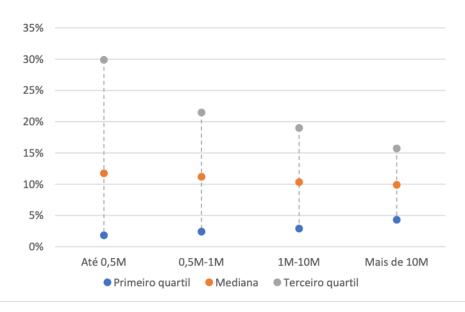


Figura 4.5 - Rendibilidade do capital próprio das empresas da fileira da madeira e mobiliário por escalão de dimensão (2016-2020)

4.5. Endividamento e estrutura financeira

Ind	icadores de En	dividamento	por Dimensã	0		
Descritivo		Até 0,5M	0,5M-1M	1M-10M	Mais de 10M	Total MM
Grau de autonomia financeira (endividamento)		78%	68%	63%	62%	73%
I	Primeiro quartil	44%	44%	42%	48%	44%
	Terceiro quartil	100%	94%	88%	81%	100%
Grau de autonomia financeira (passivo)		33%	37%	40%	43%	35%
Múltiplo do EBITDA do endividamento				259%	335%	249%
Grau de cobertura dos gastos de financiamento		562%	614%	752%	820%	618%
	Primeiro quartil	178%	217%	236%	347%	198%
	Terceiro quartil	2091%	2319%	2743%	2289%	2286%
Taxa de juro média do endividamento		2,2%	2,3%	2,1%	2,2%	2,2%
Proporção de endividamento corrente		44%	46%	51%	59%	46%
Proporção de capitais próprios positivos						
Proporção de endividamentos positivos		70%	82%	90%	96%	76%
Proporção autonomia financeira superior 50%		71%	69%	65%	71%	70%
Proporção autonomia financeira (passivo) superior		32%	32%	35%	35%	32%
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%		72%	76%	78%	83%	75%

A relação entre peso do endividamento no balanço e dimensão é positiva, uma vez que as empresas de maior dimensão apresentam menor autonomia financeira (no sentido que aqui damos ao indicador). Este efeito, no entanto, não se verifica para as empresas do primeiro quartil, o que poderá indiciar dificuldades no acesso ao endividamento ou a obtenção de rendibilidade suficiente para assegurar o autofinanciamento da atividade.

A primeira possibilidade ganha especial relevância se for tido em consideração que as empresas de menor dimensão apresentam capacidade suficiente para cobrir os gastos de financiamento, mas no primeiro quartil apresentam valores inferiores ao valor de referência usual nesta matéria que é duas vezes. Em contrapartida, as empresas de maior dimensão apresentam mais dívida











no balanço, mas também maior capacidade para gerar resultados para fazer face aos gastos de financiamento, ou seja, apresentam menos dívida relativa na demonstração do resultado (confirmado pela proporção de cobertura de gastos de financiamentos superior a duas vezes).

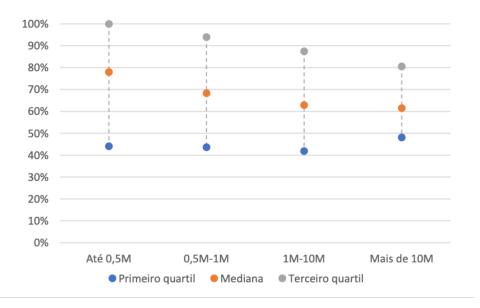


Figura 4.6 - Grau de autonomia financeira das empresas da fileira da madeira e mobiliário por escalão de dimensão (2016-2020)

Conjugando ambos os mapas, o múltiplo do EBITDA do endividamento é crescente com a dimensão, em virtude da combinação da relação positiva entre dimensão e endividamento e da relação negativa entre dimensão e rendibilidade. Contudo, o risco financeiro das empresas de maior dimensão permanece dentro de níveis aceitáveis, porventura em virtude das reduzidas taxas de juro da dívida (a rondar os 2,2% para todos os segmentos de dimensão). Finalmente, notese que apesar da relação entre peso do endividamento no balanço e dimensão ser positiva, a proporção de capitais próprios positivos é maior para empresas de maior dimensão e a proporção de empresas com pesos da dívida inferiores a 50% é quase igual em todos os segmentos. Não há diferenças, também, ao nível do peso do passivo no ativo total para os diferentes segmentos de dimensão. Uma vez mais, estes resultados são robustos numa análise interdivisões.











4.6. Cash flow e liquidez

Indicadores de Liq	iidez e Cash F	low por Dime	nsão		
Descritivo	Até 0,5M	0,5M-1M	1M-10M	Mais de 10M	Total MM
Peso cash flow operacional no capital investido	12%	14%	14%	13%	13%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios	5%	5%	6%	5%	5%
Peso do autofinanciamento no capital próprio	14%	15%	15%	14%	15%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de negócios	1%	3%	3%	3%	2%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo económico	10%	17%	17%	14%	13%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D	50%	94%	102%	116%	73%
Peso do free cash flow no volume de negócios	1,5%	1,1%	1,6%	1,1%	1,4%
Peso do free cash flow no capital investido	0,8%	1,5%	2,4%	1,9%	1,3%
Proporção de cash flows operacionais positivos	71%	76%	80%	82%	74%
Proporção de autofinanciamentos positivos	68%	71%	76%	79%	70%

A geração de *cash flow* varia muito pouco com a dimensão, seja qual for o indicador de *cash flow* utilizado. A principal característica a realçar na relação liquidez-dimensão é que as empresas de menor dimensão, abaixo de meio milhão de euros de volume de negócios, investem muito menos do que as restantes (Figura 4.7), sendo esta constatação robusta a diferentes medidas de investimento. A grande maioria das empresas da fileira apresenta *cash flow* operacional e autofinanciamento positivos, sendo a proporção de empresas que o conseguem crescente com o volume de negócios, mas bastante elevada mesmo entre as empresas mais pequenas.

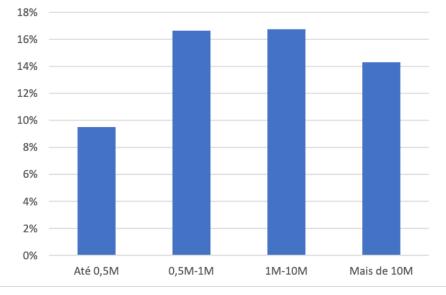


Figura 4.7 - Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo económico das empresas da fileira da madeira e mobiliário (2016-2020)









4.7. Análise de risco

As tabelas desta seção permitem constatar que as empresas de maior dimensão não têm necessariamente melhor desempenho, mas tendem a ter atributos mais favoráveis ao nível do primeiro quartil e ao nível da distância interquartis. Por outras palavras, a dispersão da rendibilidade e do crescimento reduz-se com a dimensão. Como a composição da rendibilidade das empresas é semelhante para todas as dimensões, pode-se concluir que a qualidade do desempenho económico tende a aumentar com a dimensão, em especial no que respeita ao menor risco de downside. A nível de endividamento, o peso da dívida aumenta com a dimensão, mas a capacidade para cobrir gastos de financiamento também. Consequentemente, o eventual maior risco financeiro ao nível do balanço não encontra correspondência na demonstração do resultado, antes pelo contrário, porventura dadas as reduzidas taxas de juro médias da dívida. Ao nível da liquidez, não existem grandes diferenças nos indicadores de geração de cash flows, mas a proporção de cash flows positivos aumenta com a dimensão, o que parece significar maior qualidade do desempenho das empresas de maior dimensão. No entanto, todos os segmentos de dimensão denotam uma situação económico-financeira sólida e risco controlado.

4.8. Breve referência ao impacto do ano de 2020 no desempenho

O ano de 2020 foi negativo para toda a fileira, tendo afetado a rendibilidade das empresas de todos os escalões de dimensão de forma, mais ou menos, homogénea, mas não de forma extrema (as rendibilidades do negócio medianas continuaram acima dos 2 dígitos), e afetado em maior medida o crescimento do volume de negócios das empresas de maior dimensão (p.e., -8,3% das empresas de maior dimensão face a -0,3% das empresas de menor dimensão). Os pesos do endividamento mantiveram-se mais ou menos estáveis e as proporções de cash flows positivos sofreram uma redução pouco significativa. Claramente que a ligeira redução do número de empresas, com alguma saída de empresas de menor qualidade, terá tido um papel relevante, mas o facto dos valores medianos não ter sido muito afetado é de saudar.











4.9. Conclusão

A análise das empresas da fileira da madeira e do mobiliário em termos de dimensão permitiu retirar algumas conclusões interessantes. Desde logo, a normal correlação negativa entre dimensão e crescimento das vendas (exceto para o primeiro quartil). O sinal da correlação inverte-se para o EBITDA, sendo que a margem EBITDA e operacional é maior para empresas de maior dimensão. No entanto, a rotação do ativo reduz-se significativamente com a dimensão, gerando rendibilidades do capital investido e do capital próprio mais reduzidas (uma vez mais, com exceção do primeiro quartil). Maior dimensão está associada também a maior dívida no balanço, mas também maior cobertura de gastos de financiamento na demonstração do resultado. Não existe uma relação significativa entre dimensão e indicadores de geração de cash flow, apesar da proporção de casos com cash flow positivo aumentar com a dimensão. Pelo facto das empresas de maior dimensão apresentarem menor dispersão interquartis de desempenho e crescimento e menor peso da dívida na demonstração do resultado, pode-se também concluir que o risco das empresas de maior dimensão é relativamente inferior. A análise dos segmentos de dimensão das diferentes divisões não diverge muito das conclusões retiradas para a globalidade das empresas da fileira.













5. Segmentação da análise por nível de endividamento

Depois da segmentação da análise em função da atividade das empresas e da sua dimensão, efetuada nos dois capítulos anteriores, o presente capítulo investiga em que medida o desempenho económico-financeiro das empresas da fileira da madeira e do mobiliário é afetado pelo seu nível de endividamento. Para este efeito, a amostra foi dividida em quatro grupos de empresas: empresas sem dívida (até 1%), empresas com pouca dívida (até 20%), empresas com alguma dívida (de 20% a 50%) e empresas com muita dívida (mais de 50% de dívida). Alguns casos (cerca de 5% do total) foram difíceis de categorizar, por apresentarem pesos da dívida negativos e superiores a 100%, tendo sido retirados da análise e surgindo na tabela seguinte *not meaningful* (NMF).

	Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por endividamento											
Descritivo	Sem dívida		Até 20%		20%	20%-50%		Mais de 50%		Total		
Descriuvo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Número		
Serração	100	11%	213	23%	284	30%	308	33%	41	946		
Painéis	2	5%	5	14%	14	38%	13	35%	3	37		
Carpintaria	180	11%	336	21%	513	32%	512	31%	86	1627		
Mobiliário	107	8%	280	20%	468	33%	477	34%	73	1405		
Grossistas	76	11%	151	21%	224	31%	238	33%	25	714		
Total	465	10%	985	21%	1503	32%	1548	33%	228	4729		

A distribuição das empresas por escalões de endividamento é semelhante em todas as divisões setoriais da fileira, embora as empresas de painéis apresentem níveis de envidamento um pouco superiores aos das restantes divisões. Relativamente ao período de 2010-17, as diferenças são muito pouco significativas, ou seja, as empresas de menor e maior endividamento estavam na altura também bem distribuídas pelas diferentes atividades, com exceção da divisão dos painéis, associada sempre a maior endividamento em termos relativos.













5.1. Análise do crescimento e dimensão

Indicadores de Crescim	ento e Dimensi	io por Endiv	idamento		
Descritivo	Sem dívida	Até 20%	20%-50%	Mais de 50%	Total MM
Número de empresas	477	948	1 399	1 272	4 301,4
	11,1%	22,0%	32,5%	29,6%	100%
Volume de negócios (milhares de euros)	235	319	379	330	316,6
Primeiro quartil	135	163	189	172	164,7
Terceiro quartil	486	701	839	812	734,6
Crescimento do volume de negócios	3,7%	3,8%	5,3%	7,9%	5,4%
Primeiro quartil	-9,2%	-1,8%	-8,3%	-6,5%	-8,3%
Terceiro quartil		20,0%	22,6%	28,5%	23,4%
Capital investido (milhares de euros)	118	172	205	179	167,1
Crescimento do capital investido	7,5%	7,0%	7,0%	7,8%	7,0%
Número de efetivos	4,7	6,0	6,4	6,0	6,0
Vendas por efetivo (milhares de euros)	54	55	55	52	53,2
Custo unitário médio trabalho (milhares de euros)	12,8	13,1	12,7	12,5	12,7
Crescimento do EBITDA	-2,8%	-3,3%	0,4%	1,1%	-1,5%

A fileira da madeira e do mobiliário é, sobretudo, constituída por empresas com mais de 20% de endividamento (67%), uma proporção bastante relevante com mais de 50% de dívida (30%) e apenas 11% de empresas sem dívida. O nível de endividamento não apresenta uma relação linear com a dimensão das empresas: a dimensão das empresas atinge o seu máximo no escalão de 20% a 50% de endividamento, sendo menor no escalão com mais de 50% de endividamento (Figura 5.1). Eventualmente, até 50% de dívida, a decisão de endividamento pode ser voluntária e a partir dos 50% de dívida pode-se estar na presença de "necessidades de financiamento" extra para resolver problemas financeiros. Esta hipótese de trabalho carece de comprovação que será analisada nas seções seguintes. Como primeiro teste, o facto das empresas com mais endividamento apresentarem maior crescimento de volume de negócios e EBITDA parece sugerir que o endividamento será o mecanismo que permite maior investimento e crescimento, ou seja, que não serão motivos "negativos" associados à resolução de problemas financeiros.

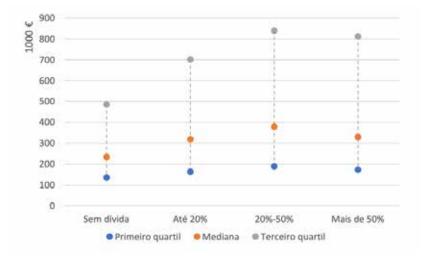


Figura 5.1 - Volume de negócios das empresas da fileira da madeira e mobiliário por nível de endividamento (2016-2020)











5.2. Estrutura da posição financeira e da demonstração do resultado

As empresas que recorrem mais a endividamento investem mais do que a média em ativos fixos, apresentam maior peso das contas a pagar no balanço e, obviamente, acumulam menos liquidez em excesso face às necessidades de negócio. O resultado mais interessante é o recurso a contas a pagar ser complemento e não substituto ao endividamento (Figura 5.2).

Estr	rutura Patrimonial por Er	dividamento)		
Descritivo	Sem dívida	Até 20%	20%-50%	Mais de 50%	Total MM
Ativo fixo	18%	29%	41%	52%	38%
Ativo fixo económico	15%	27%	38%	48%	35%
Inventários	11%	16%	19%	22%	18%
Contas a receber	55%	57%	59%	59%	58%
Clientes	35%	39%	40%	39%	39%
Outras contas a receber	19%	18%	18%	20%	19%
Contas a pagar	35%	38%	44%	50%	44%
Fornecedores	12%	18%	23%	28%	22%
Outras contas a pagar	24%	20%	21%	22%	22%
Caixa e depósitos bancários					
Capital circulante caixa e depósitos					43%
Ativo de negócio	63%	79%	87%	92%	86%
Ativos financeiros negociáveis					
Capital próprio	100%	94%	68%	36%	73%
Endividamento	0%	6%	32%	64%	27%
Endividamento não corrente	0%	1%	22%	52%	15%
Endividamento corrente	0%	5%	10%	12%	12%
Divida liquida	-34%	-13%	21%	58%	15%
Ativo total	126%	130%	139%	148%	136%
Passivo	35%	43%	76%	114%	71%

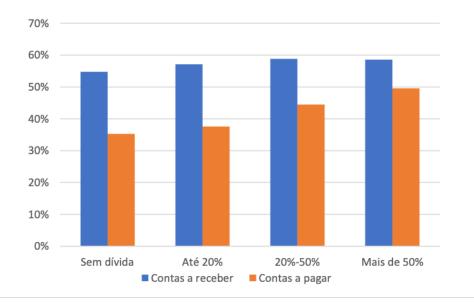


Figura 5.2 - Peso das contas a receber e a pagar no ativo da fileira da madeira e do mobiliário por nível de endividamento (2016-2020)











	emonstração do Resulta				
Descritivo	Sem dívida	Até 20%	20%-50%	Mais de 50%	Total MM
Custo das vendas	45%	45%	46%	46%	46%
Margem bruta	55%	55%	54%	54%	54%
Outros rendimentos e ganhos operacionais					0%
Gastos com pessoal					
Fornecimentos e serviços externos	10/0	11/0	10/0	10/0	10/0
Outros gastos operacionais	0%	1%	1%	1%	1%
EBITDA	10,9%	10,5%	10,2%	8,9%	9,7%
Amortizações e depreciações	2%	3%	3%	3%	3%
Resultado operacional	9,0%	7,9%	7,2%	5,8%	6,9%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	9,0%	7,9%	7,2%	5,8%	6,9%
Gastos de financiamento	0,0%	0,1%	0,3%	0,6%	0,2%
Resultado antes de imposto	9%	8%	7%	5%	7%
mposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	0%	1%
Resultado líquido	8,1%	7,1%	6,2%	4,7%	6,1%

O peso do endividamento apresenta correlação claramente negativa com a margem EBITDA, operacional e líquida pelo que o argumento da dívida ser a solução para resolver questões financeiras volta a ter alguma força (Figura 5.3). Claramente, o endividamento parece ser uma solução para contrariar menor rendibilidade e o contrário também é válido: quem apresenta maior rendibilidade considera não necessitar de dívida e decide em conformidade, dispensando efeitos de alavanca financeira na rendibilidade.

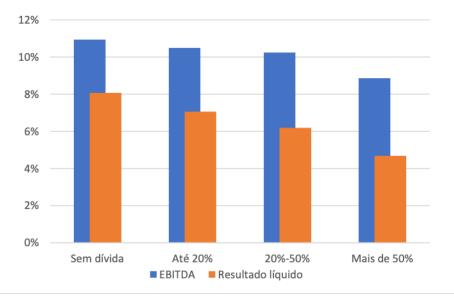


Figura 5.3 - EBITDA e resultado líquido das empresas da fileira da madeira e mobiliário por nível de endividamento (2016-2020)











5.3. Atividade e gestão de ativos

Indicadores de Ati	vidade e Gestão de At	ivos por End	lividamento		
Descritivo	Sem dívida	Até 20%	20%-50%	Mais de 50%	Total MM
Grau de rotação do ativo	185%	180%	184%	192%	187%
Grau de rotação do ativo económico	249%	225%	211%	205%	214%
Prazo médio de inventários (dias)	65	74	80	89	79,7
Prazo médio de recebimento (dias)	76	77	79	73	75,7
Prazo médio de pagamentos (dias)	72	93	115	126	111,2
Ciclo de caixa (dias)	69	58	44	37	44,2
Peso do CCCD no volume de negócios	17,7%	20,7%	20,6%	18,0%	18,8%
Peso ativo fixo económico nas vendas	8,3%	12,9%	18,4%	19,9%	15,6%
Peso depreciações no ativo fixo económico	24,8%	21,6%	18,2%	16,3%	19,2%
Peso do VAB no volume de negócios	37%	35%	34%	33%	34%

As empresas com maior endividamento recorrem significativamente mais a contas a pagar e, por isso, apresentam menor ciclo de caixa e peso do capital circulante no volume de negócios. Contudo, também investem relativamente mais em ativos fixos, pelo que, em termos líquidos, apresentam menores rotações do ativo de negócio (não tendo ativos financeiros, não têm necessariamente menor rotação do ativo total), o que pressiona o desempenho imediato.

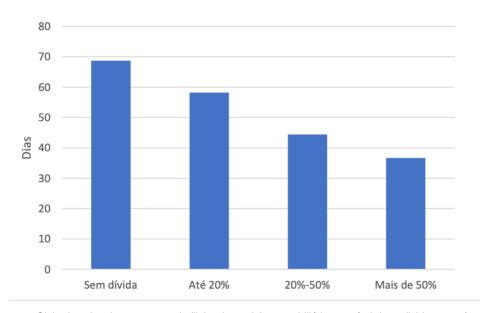


Figura 5.4 - Ciclo de caixa das empresas da fileira da madeira e mobiliário por nível de endividamento (2016-2020)









5.4. Rendibilidade

Indi	cadores de Ren	dibilidade por	r Endividamo	ento		
Descritivo		Sem dívida	Até 20%	20%-50%	Mais de 50%	Total MM
Taxa de margem bruta		55%	55%	54%	54%	54%
Efeito controlo de custos		16%	14%	13%	11%	13%
Rendibilidade operacional volume de negócios		9%	8%			7%
Grau de rotação do ativo de negócio		249%	225%	211%	205%	214%
Rendibilidade operacional do negócio		22%	18%	15%	12%	15%
Efeito extra negócio e não recorrente		-5,9%	-3,6%	-1,9%	-0,7%	-1,9%
Rendibilidade do capital investido		16,6%	14,3%	13,3%	11,1%	12,9%
	Primeiro quartil	2,9%	3,0%	3,1%	2,7%	2,7%
	Terceiro quartil	27,0%	22,5%	19,4%	15,0%	20,0%
Efeito alavanca financeira		0,0%	1,5%	0,9%	-0,1%	1,1%
Rendibilidade do investimento e financiamento		16,3%	15,8%	14,2%	11,1%	14,0%
Efeito fiscal		-3%	-3%	-3%	-2%	-3%
Rendibilidade do capital próprio		12,9%	12,8%	11,5%	9,0%	11,4%
	Primeiro quartil	2,1%	1,9%	2,3%	2,7%	2,2%
	Terceiro quartil	21,2%	19,7%	22,3%	32,8%	25,2%
Proporção de EBITDAs positivos			91%	93%	90%	90%
Proporção de resultados líquidos positivos		86%	87%	88%	84%	85%

A relação entre endividamento e rendibilidade segue uma relação negativa muito robusta e significativa, apenas não confirmada ao nível do primeiro quartil de rendibilidades e terceiro quartil de rendibilidade do capital próprio. A relação negativa entre endividamento e margem bruta é explicada por um efeito de controlo de custos mais reduzido com o peso da dívida, mas a relação inversa entre peso do endividamento com a rotação também é robusta. O efeito alavanca reforça a relação negativa, dada a menor rendibilidade do capital investido das empresas endividadas, pelo que aquela permanece válida até à rendibilidade do capital próprio. No que respeita à proporção de EBITDA e resultados líquidos positivos, a relação com o peso da dívida é até positiva com exceção das empresas com maior endividamento. Em síntese, parece que a menor rendibilidade é o fator determinante para as empresas funcionarem com pesos significativos de dívida.

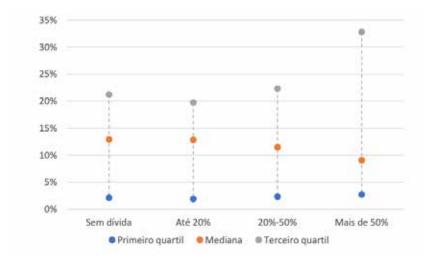


Figura 5.5 - Rendibilidade do capital próprio das empresas da fileira da madeira e mobiliário por nível de endividamento (2016-2020)











5.5. Endividamento e estrutura financeira

Indicadores de E	ndividamento po	r Endividam	ento		
Descritivo	Sem dívida	Até 20%	20%-50%	Mais de 50%	Total MM
Grau de autonomia financeira (endividamento)	100,0%	94,2%	68,4%	35,8%	72,9%
Primeiro qua	rtil 100,0%	84,6%	55,6%	21,7%	43,5%
Terceiro qua	rtil 100,0%	100,0%	83,3%	50,4%	99,9%
Grau de autonomia financeira (passivo)			40,8%	19,9%	35,5%
Múltiplo do EBITDA do endividamento		81,0%	215,5%	446,6%	249,2%
Grau de cobertura dos gastos de financiamento		1888%	854%	339%	618%
Primeiro qua	rtil	506%	274%	152%	198%
Terceiro qua	rtil	6775%	2634%	978%	2286%
Taxa de juro média do endividamento		2,3%	2,1%	2,3%	2,2%
Proporção de endividamento corrente		91%	30%	19%	46%
Proporção de capitais próprios positivos	95%	97%	98%	95%	94%
Proporção de endividamentos positivos		67%	87%	93%	76%
Proporção autonomia financeira superior 50%	100%	99%	84%	25%	70%
Proporção autonomia financeira (passivo) superior 50%	62%	64%	31%	4%	32%
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%		85%	81%	66%	75%

O peso do passivo aumenta com o endividamento, sugerindo a ausência de efeito substituição entre ambos. As empresas com elevado endividamento no balanço detêm um grau de cobertura dos gastos de financiamento acima de duas vezes (Figura 5.6), apresentam taxas de juro média similares às restantes empresas e proporções de capitais próprios positivos semelhantes. Estes dados indicam que, nas atuais condições de mercado, o risco financeiro da globalidade das empresas da amostra está bem controlado.

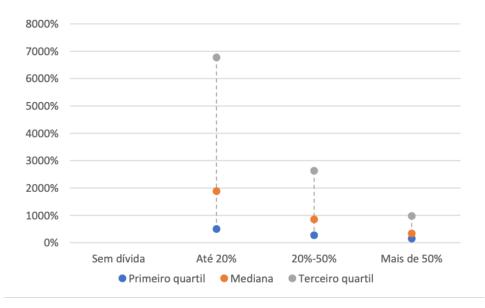


Figura 5.6 - Grau de cobertura dos gastos de financiamento das empresas da fileira da madeira e mobiliário por nível de endividamento (2016-2020)











5.6. Cash flow e liquidez

Indicadores de Liquid	lez e Cash Flow	por Endivid	amento		
Descritivo	Sem dívida	Até 20%	20%-50%	Mais de 50%	Total MM
Peso cash flow operacional no capital investido	15%	15%	14%	11%	13%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios	7%	6%	6%	4%	5%
Peso do autofinanciamento no capital próprio	12%	12%	16%	23%	15%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de negócios	1%	1%	2%	2%	2%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo económico	11%	12%	15%	13%	13%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D	49%	67%	86%	85%	73%
Peso do free cash flow no volume de negócios	3,2%	2,3%	1,5%	0,0%	1,4%
Peso do free cash flow no capital investido	3,2%	3,1%	2,0%	-1,6%	1,3%
Proporção de cash flows operacionais positivos	76%	76%	76%	71%	74%
Proporção de autofinanciamentos positivos	73%	73%	73%	66%	70%

As empresas com maior endividamento no balanço apresentam menor *cash flow* gerado pelos ativos, mas mais *cash flow* de autofinanciamento (devido ao menor peso do capital próprio, no denominador) e maior peso do investimento (que reduz também o free *cash flow*). Não existem grandes diferenças entre os diferentes grupos de empresas quanto à proporção de empresas com *cash flows* positivos, com exceção do grupo de maior dívida que tem valores um pouco inferiores. Decorre desta tabela que as empresas tendem a endividar-se para investir (até porque crescem mais) e porque têm menor rendibilidade.

5.7. Análise de risco

O grupo de empresas de maior endividamento apresenta menor variabilidade ao nível da rendibilidade do que a média, mas este é o único atributo no sentido do menor risco. Em todos os restantes indicadores, esta menor dispersão não existe. O risco financeiro é também superior pelo facto de o peso da dívida no balanço também corresponder a maior peso dos gastos de financiamento no EBIT.

5.8. Breve referência ao impacto do ano de 2020 no desempenho

O ano de 2020 resultou num decréscimo da rendibilidade em todos os grupos de empresas segmentados por endividamento, sem grandes diferenças entre os diversos grupos. Curiosamente, assistiu-se a uma menor redução do crescimento do volume de negócios e EBITDA para as empresas de maior endividamento que eram, antes de 2020, também as que mais cresciam e investiam.











5.9. Conclusão

A análise das empresas da fileira da madeira e do mobiliário mostra que as empresas que mais crescem e investem apresentam, também, maior endividamento no balanço e na demonstração do resultado. Este facto, pode explicar as decisões de financiamento por razões aparentemente favoráveis, mas, no sentido contrário, verifica-se também que são as empresas de maior endividamento que têm menor rendibilidade do capital investido e do capital próprio. Não existe uma clara relação entre endividamento e dimensão, para além da clara constatação que as empresas que não se endividam são mais pequenas. Uma vez mais, a questão da acessibilidade não é óbvia, porque estas empresas têm também menor crescimento e, sobretudo, maior rendibilidade. Nos níveis intermédios de peso da dívida, as diferenças são pouco claras. Um facto generalizado é a correlação amplamente positiva entre peso do endividamento e peso das contas a pagar, ou seja, as empresas de maior endividamento têm, também, maior passivo sem que se verifique nenhum tipo de efeito substituição. Finalmente, o risco económico e financeiro das empresas de maior endividamento parece relativamente controlado, não só porque a cobertura dos gastos de financiamento permanece elevada, mas também pelo facto de 2020 não ter gerado forte decréscimo no desempenho. Para isto terá contribuído, claramente, a forte redução no número de empresas da fileira.













6. Análise comparada com as fileiras do calçado e do têxtil-vestuário

Os capítulos anteriores analisaram os níveis dos indicadores económico-financeiros das empresas da fileira da madeira e do mobiliário e a sua evolução ao longo do período 2016-2020, tendo resultado num retrato predominantemente positivo da situação setorial. Este capítulo final acrescenta uma dimensão adicional a esta análise, comparando o desempenho das empresas da fileira com as de outros setores da economia nacional. Escolheram-se, para esse efeito, os setores do têxtil-vestuário e do calçado, por apresentarem alguma similitude com a fileira da madeira e mobiliário, nomeadamente no que diz respeito à sua natureza predominantemente industrial, à sua implantação geográfica, à dimensão das suas empresas e à sua vocação exportadora.

As amostras das três fileiras estão caraterizadas na tabela seguinte, incluindo a comparação de números com a amostra considerada no período anteriormente estudado (2010-17):

	Segmentação da amostra por setor de atividade										
Descritivo Todas as empresa		resas	s Dados todos períodos				Empresas ativas 2020				
Descritivo	2020	2017	Variação (%)	2020	2017	Variação (%)	2020	2017	Variação (%)		
Portugal											
Madeira e Mobiliário	4 729	7 542	-37%	3 469	3 814	-9%	4 336	6 768	-36%		
Calçado	1 779	2 705	-34%	1 144	1 345	-15%	1 617	2 460	-34%		
Têxteis e Vestuário	4 558	6 794	-33%	3 096	3 772	-18%	4 238	6 201	-32%		

As fileiras da madeira e mobiliário e do têxtil e vestuário são compostas por um número semelhante de empresas, sendo a do calçado bastante mais pequena. A amostra considerada no estudo atual tem, nas três fileiras, um número de empresas bastante menor do que a amostra utilizada para o período 2010-2017.

As tabelas abaixo caracterizam um pouco mais extensamente a amostra em termos de dimensão e peso do endividamento:

	Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por dimensão											
Descritivo	Até 0,5M		0,51	0,5M-1M		1M-10M		Mais de 10M		tal		
Descritivo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção		
Portugal												
Madeira e Mobiliário	3139	66%	771	16%	755	16%	64	1,4%	4729	100%		
Calçado	1012	57%	258	15%	461	26%	48	2,7%	1779	100%		
Têxteis e Vestuário	2625	58%	682	15%	1089	24%	162	3,6%	4558	100%		

A fileira da madeira e do mobiliário tem um número relativamente superior de empresas de dimensão mais reduzida (tendo todos os setores mais de 50% de empresas que faturam em média até meio











milhão de euros e mais de 70% de empresas que faturam até 1 milhão de euros) e um número relativamente inferior de empresas de dimensão mais elevada. Esta situação já ocorria para o período de 2010-17, sendo que a proporção de empresas da fileira da madeira e do mobiliário de menor dimensão reduziu de 78% para 66% e as de maior dimensão aumentaram de 1% para 1,4%. Nos restantes setores, a variação relativa da proporção do número de empresas de menor dimensão foi similar em termos de sinal e magnitude (69% para 57%, no calçado e 71% para 58%, nos têxteis-vestuário), mas o incremento relativo da proporção de empresas de maior dimensão no calçado (1,6% para 2,7%) e nos têxteis-vestuário (2% para 3,6%) foi muito superior ao que ocorreu na fileira da madeira e do mobiliário (1% para 1,4%). A proporção de empresas que faturam entre meio milhão e 1 milhão é muito similar a rondar os 15%. Os têxteis-vestuário e calçado têm uma proporção de empresas de menor dimensão também muito similar, mas os têxteis-vestuário apresentam uma proporção superior de empresas de maior dimensão face às restantes fileiras. Em síntese, a fileira da madeira e do mobiliário apresenta, em termos relativos, maior proporção de empresas de pequena dimensão e menor proporção de empresas de grande dimensão, apesar do incremento na dimensão nos últimos anos.

Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por endividamento										
Descritivo	Sem	dívida	Até 20%		20%-50%		Mais de 50%		NMF	Total
Descriuvo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Número
Portugal										
Madeira e Mobiliário	465	10%	985	21%	1503	32%	1548	33%	228	4729
Calçado	336	19%	438	25%	455	26%	414	23%	136	1779
Têxteis e Vestuário	970	22%	1016	23%	1189	27%	1006	23%	277	4458

A proporção de empresas sem dívida na fileira da madeira e do mobiliário é significativamente inferior, aproximadamente metade, da que ocorre nas duas restantes fileiras, o que porventura significa que o argumento da falta de acessibilidade (relativa) ao endividamento para as empresas da madeira e do mobiliário perde alguma força. Pelo contrário, a fileira da madeira e mobiliário apresenta maior proporção de empresas com mais de 50% do endividamento do que as duas restantes fileiras: 33% face aos 23% do calçado e dos têxteis-vestuário. A proporção de empresas com até 20% de dívida é similar nas 3 fileiras (entre 21% e 25%) e a proporção de empresas na fileira da madeira e do mobiliário com 20% a 50% de dívida é superior à proporção (muito semelhante) das duas outras fileiras. Em síntese, a fileira da madeira e do mobiliário apresenta, em termos relativos, maior proporção de empresas com mais dívida no balanço e menor proporção de empresas com menos dívida no balanço. Como se verá adiante, estes factos não parecem preocupantes atendendo à maior capacidade relativa da fileira para gerar liquidez e rendibilidade para cobrir os gastos com o endividamento.











6.1. Análise do crescimento e dimensão

Madeira e Mobiliário

Indicadores de Crescimento e Dimensão								
Descritivo	2016 4 015	2017 4 213 309	2018	2019	2020 4 335	Média 4 301,4 316,6		
Número de empresas			4 402	4 542				
Volume de negócios (milhares de euros)	285		325	334	330			
Primeiro quartil	148	160	165	175	175	164,7		
Terceiro quartil	668	710	751	781	763	734,6		
Crescimento do volume de negócios		9,5%	8,2%	6,2%	-2,1%	5,4%		
Primeiro quartil		-3,7%	-5,4%	-7,1%	-17,2%	-8,3%		
Terceiro quartil		28,1%	27,2%	24,1%	14,2%	23,4%		
Capital investido (milhares de euros)	148	155	164	173	195	167,1		
Crescimento do capital investido		6,4%	7,4%	7,1%	7,2%	7,0%		
Número de efetivos	6	6	6	6	6	6,0		
Vendas por efetivo (milhares de euros)	50	53	54	56	53	53,2		
Custo unitário médio trabalho (milhares de euros)	11,5	12,1	12,7	13,3	13,7	12,7		
Crescimento do EBITDA		0,0%	4,8%	0,1%	-11,0%	-1,5%		

Calçado

Indicadores de Crescimento e Dimensão								
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média		
Número de empresas	1 674	1 738	1 793	1 835	1 746	1 757,2		
Volume de negócios (milhares de euros)	389	385	383	360	298	363,1		
Primeiro quartil	164	163	155	150	132	153,0		
Terceiro quartil	1 317	1 264	1 246	1 177	945	1 189,6		
Crescimento do volume de negócios		3,3%	-0,3%	-1,4%	-16,6%	-3,8%		
Primeiro quartil		-8,7%	-12,0%	-14,0%	-33,3%	-15,3%		
Terceiro quartil		18,8%	14,6%	11,8%	0,8%	11,5%		
Capital investido (milhares de euros)	170	173	170	162	176	170,2		
Crescimento do capital investido		0	0	0	0	0,0		
Número de efetivos	9	9	9	9	8	8,8		
Vendas por efetivo (milhares de euros)	48	48	49	48	39	46,5		
Custo unitário médio do trabalho (milhares de euro	12,0	12,5	12,9	13,5	13,3	12,8		
Crescimento do EBITDA		-10,9%	-14,0%	-15,8%	-35,7%	-19,1%		

Têxteis e Vestuário

Indicadores de Crescimento e Dimensão								
Descritivo	2016	2017 4 482 381	2018	2019	2020 4 511	Média		
Número de empresas	4 370		4 604 386	4 696		4 532,6		
Volume de negócios (milhares de euros)	365			375	355	372,5		
Primeiro quartil	159	171	170	165	155	164,0		
Terceiro quartil	1 106	1 143	1 127	1 135	1 008	1 103,7		
Crescimento do volume de negócios		5,2%	2,8%	0,0%	-7,6%	0,1%		
Primeiro quartil		-5,7%	-7,8%	-11,4%	-24,3%	-11,0%		
Terceiro quartil		19,9%	15,5%	11,9%	10,2%	15,6%		
Capital investido (milhares de euros)	154	165	170	167	193	169,9		
Crescimento do capital investido		0	0	0	0	0,1		
Número de efetivos	9	10	10	9	9	9,4		
Vendas por efetivo (milhares de euros)	43	45	44	44	40	43,1		
Custo unitário médio do trabalho (milhares de euro	11,2	11,8	12,2	12,7	12,9	12,2		
Crescimento do EBITDA		-8,6%	-9,7%	-15,0%	-21,4%	-13,7%		











As três fileiras em análise apresentam indicadores de dimensão relativamente semelhantes, mas com uma evolução diferenciada ao longo do período 2016-2020. Como se observa na Figura 6.1, a mediana do volume de negócios das empresas da fileira da madeira e mobiliário, em 2016, era de 285 mil euros, algo inferior à dos outros dois setores. No entanto, o volume de negócios da fileira cresceu acentuadamente até 2019 e, em 2020, estabilizou, enquanto no têxtil e vestuário a tendência foi de quase estabilidade ao longo de todo o período e no calçado de diminuição, particularmente em 2020. Consequentemente, em 2020, os três setores apresentaram medianas do volume de negócio, por empresa, bastante semelhantes, tendo até a fileira da madeira e mobiliário ultrapassado o calçado. De assinalar, no entanto, que a semelhança é menor ao nível do terceiro quartil, isto é, dos 25% de empresas de maior dimensão, em que a fileira continua a apresentar valores bastante inferiores aos restantes setores.

Em termos de capital investido, a proximidade entre os setores é ainda maior, embora, novamente, com a fileira da madeira e mobiliário a apresentar melhor desempenho do que os restantes, entre 2016 e 2020. Já em termos de número de trabalhadores, a mediana na fileira da madeira e mobiliário é inferior à dos outros setores, com cerca de 6 trabalhadores por empresa face aos 9 do têxtilvestuário e do calçado.

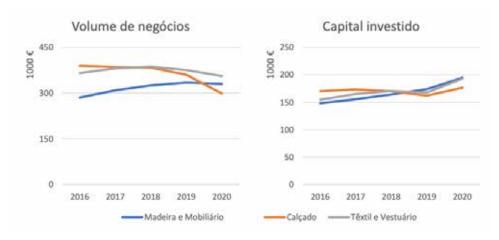


Figura 6.1 - Indicadores de dimensão dos setores da madeira e mobiliário, calçado e têxtil e vestuário (2016-2020)

Como as empresas da madeira e mobiliário têm um número de efetivos inferior, mas um volume de negócios semelhante, conseguem uma faturação por efetivo superior à que sucede para as restantes fileiras. Estes resultados são similares ao que se passava para o período de 2010-17.

Em termos de crescimento, é bastante claro que o setor da madeira e mobiliário apresenta valores muito superiores aos restantes setores, ao nível do volume de negócios e do EBITDA, para todos os quartis. É importante também realçar que o ano de 2020 foi desafiante para todos os setores, mas que a madeira e mobiliário apresentou valores de crescimento muito menos negativos do que as outras fileiras, porventura pela sua menor vocação exportadora. Estes resultados são











significativos, na medida em que sugerem que não foi apenas a redução do número de empresas que possibilitou a melhoria em certos indicadores, já que aquela redução foi similar em outros setores que apresentam valores menos favoráveis em termos de crescimento. Finalmente, o custo unitário médio do trabalho é muito similar nas três fileiras.











6.2. Estrutura da posição financeira e da demonstração do resultado

Estrutura Patrimonial da Madeira e do Mobiliário									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Ativo fixo económico	33%	34%	36%	37%	35%	35%			
Inventários	20%	19%	18%	17%	16%	18%			
Contas a receber	63%	63%	59%	56%	50%	58%			
Contas a pagar	47%	47%	45%	44%	38%	44%			
Caixa e depósitos bancários	4%	4%	4%	4%	3%	4%			
Capital circulante caixa e depósitos	48%	45%	42%	40%	38%	43%			
Ativo de negócio	89%	87%	86%	85%	81%	86%			
Ativos financeiros negociáveis	9%	10%	11%	12%	16%	12%			
Capital próprio	72%	72%	74%	74%	72%	73%			
Endividamento	28%	28%	26%	26%	28%	27%			
Endividamento não corrente	15%	14%	14%	14%	17%	15%			
Endividamento corrente	13%	13%	12%	12%	11%	12%			
Dívida líquida	18%	17%	15%	14%	13%	15%			
Passivo	74%	74%	72%	70%	66%	71%			

Estrutura Patrimonial do Calçado									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Ativo fixo económico	24%	25%	26%	24%	20%	24%			
nventários	10%	10%	10%	9%	9%	9%			
Contas a receber	70%	64%	62%	61%	53%	62%			
Contas a pagar	55%	53%	49%	50%	39%	49%			
Caixa e depósitos bancários	5%	5%	4%	4%	3%	4%			
Capital circulante caixa e depósitos	41%	42%	41%	42%	42%	41%			
Ativo de negócio	78%	79%	80%	79%	74%	78%			
Ativos financeiros negociáveis	17%	16%	16%	15%	20%	17%			
Capital próprio	83%	82%	79%	80%	74%	80%			
Endividamento	17%	18%	21%	20%	26%	20%			
Individamento não corrente	4%	6%	6%	5%	13%	7%			
Endividamento corrente	13%	13%	15%	15%	13%	14%			
Divida liquida	-1%	3%	5%	5%	6%	4%			
assivo	72%	71%	70%	70%	65%	70%			

Estrutura Patrimonial dos Têxteis e Vestuário									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Ativo fixo económico	26%	27%	26%	26%	23%	25%			
Inventários	15%	15%	15%	15%	12%	15%			
Contas a receber	67%	62%	59%	58%	50%	59%			
Contas a pagar	54%	52%	50%	49%	42%	49%			
Caixa e depósitos bancários	4%	4%	4%	4%	3%	4%			
Capital circulante caixa e depósitos	45%	44%	42%	42%	38%	42%			
Ativo de negócio	81%	81%	82%	82%	74%	80%			
Ativos financeiros negociáveis	15%	15%	14%	13%	21%	16%			
Capital próprio	77%	78%	77%	77%	72%	76%			
Endividamento	23%	22%	23%	23%	28%	24%			
Endividamento não corrente	8%	9%	9%	8%	14%	10%			
Endividamento corrente	15%	13%	14%	14%	14%	14%			
Dívida líquida	8%	7%	9%	10%	7%	8%			
Passivo	77%	74%	73%	72%	69%	73%			











As empresas da madeira e mobiliário apresentam um peso significativamente superior de ativo fixo no seu balanço, face às restantes duas fileiras, tendo a diferença aumentando ao longo do período em estudo (Figura 6.2). Pelo contrário, todos os setores têm uma proporção similar de capital circulante, com destaque para o forte peso das contas a receber e a pagar, que são, em todos os casos, as rubricas mais importantes do ativo. Em termos de responsabilidades, o peso do endividamento é superior na fileira da madeira e mobiliário, mas a diferença atenuou-se entre 2016 e 2020, devido ao aumento do endividamento nas outras fileiras.

A estrutura do endividamento é muito distinta para as três fileiras: a madeira e mobiliário apresenta um peso superior de endividamento não corrente e um peso inferior de dívida corrente. Estes resultados não confirmam a hipótese de problemas de acessibilidade ao endividamento por parte das empresas da fileira da madeira e mobiliário. As três fileiras apresentam um peso muito semelhante do passivo no ativo total (na ordem dos 70%). Todas estas relações são muito semelhantes às encontradas para o período de 2010-17, com exceção do peso do capital circulante que, na altura, era superior na fileira da madeira e do mobiliário.

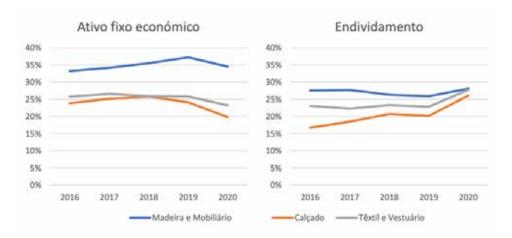


Figura 6.2 - Estrutura do balanço dos setores da madeira e mobiliário, calçado e têxtil e vestuário (2016-2020)

Estrutura da I	Demonstração o	do Resultado	da Madeira e	do Mobiliário		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Custo das vendas	47%	47%	45%	45%	45%	46%
Margem bruta	53%	53%	55%	55%	55%	54%
Gastos com pessoal	24%	23%	24%	24%	27%	24%
Fornecimentos e serviços externos	17%	17%	18%	18%	18%	18%
EBITDA	9,2%	9,7%	10,3%	10,0%	9,2%	9,7%
Amortizações e depreciações	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Resultado operacional	6,6%	7,1%	7,7%	7,1%	6,0%	6,9%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BIT	6,6%	7,1%	7,7%	7,1%	6,0%	6,9%
Gastos de financiamento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado antes de imposto	6%	7%	7%	7%	6%	7%
mposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Resultado líquido	5,8%	6,3%	6,8%	6,3%	5,2%	6,1%











Estrut	ura da Demons	stração do Re	sultado do Ca	ılçado		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Custo das vendas	43%	41%	40%	40%	39%	40%
Margem bruta	57%	59%	60%	60%	61%	60%
Gastos com pessoal	27%	28%	29%	30%	36%	30%
Fornecimentos e serviços externos	18%	18%	18%	18%	19%	18%
EBITDA	9,1%	9,4%	9,1%	8,1%	6,0%	8,4%
Amortizações e depreciações	2%	2%	2%	2%	3%	2%
Resultado operacional	7,0%	7,3%	7,0%	6,0%	3,5%	6,1%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	7,0%	7,3%	7,0%	6,0%	3,5%	6,1%
Gastos de financiamento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado antes de imposto	7%	7%	7%	6%	3%	6%
Imposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	1%	0%	1%
Resultado liquido	6,0%	6,4%	6,2%	5,2%	2,9%	5,3%

Estrutura da	Demonstraçã	o do Resultad	o dos Têxteis	e Vestuário		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Custo das vendas	34%	33%	33%	32%	31%	33%
Margem bruta	66%	67%	67%	68%	69%	67%
Gastos com pessoal	27%	28%	28%	30%	33%	29%
Fornecimentos e serviços externos	19%	19%	19%	19%	20%	19%
EBITDA	13,2%	13,1%	12,6%	11,8%	11,3%	12,4%
Amortizações e depreciações	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Resultado operacional	11,3%	11,2%	10,6%	9,9%	9,2%	10,5%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	11,3%	11,2%	10,6%	9,9%	9,2%	10,5%
Gastos de financiamento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado antes de imposto	11%	11%	10%	10%	9%	10%
Imposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	0%	0%	1%
Resultado líquido	10,5%	10,4%	9,9%	9,3%	8,6%	9,7%











A estrutura de custos das três fileiras é distinta, com implicações importantes ao nível da margem das vendas. Em especial, a fileira da madeira e mobiliário apresenta valores significativamente superiores em termos de peso do custo das mercadorias vendidas e matérias consumidas, um peso inferior de gastos com o pessoal (acompanhando um menor número de efetivos e um gasto médio por efetivo similar) e uma proporção de FSE similar às restantes fileiras. Estes três efeitos geram uma margem EBITDA, operacional e líquida da fileira da madeira e mobiliário superior à do calçado (fileira particularmente afetada no ano de 2020), mas inferior à dos têxteis-vestuário que apresenta margens operacional e líquida a rondar os 10%. Relativamente ao período 2010-17, a hierarquia alterou-se, com o calçado a passar a ter as margens menos favoráveis, quando antes tinha as mais favoráveis. Os têxteis-vestuário continuam com um desempenho superior à madeira e mobiliário.

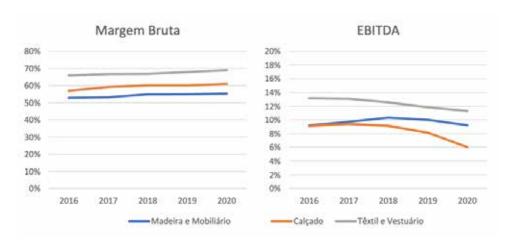


Figura 6.3 - Estrutura da demonstração de resultados dos setores da madeira e mobiliário, calçado e têxtil e vestuário (2016-2020)









6.3. Gestão de ativos

Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos da Madeira e do Mobiliário									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Grau de rotação do ativo	186%	191%	195%	194%	167%	187%			
Grau de rotação do ativo económico	205%	216%	226%	225%	200%	214%			
Prazo médio de inventários (dias)	88	79	77	73	82	79,7			
Prazo médio de recebimento (dias)	83	80	75	70	70	75,7			
Prazo médio de pagamentos (dias)	118	115	111	106	105	111,2			
Ciclo de caixa (dias)	53	43	41	37	47	44,2			
Peso do CCCD no volume de negócios	20,2%	19,4%	18,2%	17,0%	19,1%	18,8%			
Peso ativo fixo económico nas vendas	14,5%	14,6%	15,3%	15,9%	17,7%	15,6%			
Peso depreciações no ativo fixo económico	19,8%	18,6%	18,8%	18,9%	19,9%	19,2%			
Peso do VAB no volume de negócios	33%	33%	34%	35%	36%	34%			

Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos do Calçado								
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média		
Grau de rotação do ativo	234%	233%	215%	206%	154%	208%		
Grau de rotação do ativo económico	289%	279%	260%	251%	199%	256%		
Prazo médio de inventários (dias)	52	56	56	58	79	60,3		
Prazo médio de recebimento (dias)	65	63	64	63	66	64,3		
Prazo médio de pagamentos (dias)	135	135	135	143	142	138,0		
Ciclo de caixa (dias)	-17	-16	-15	-22	4	-13,4		
Peso do CCCD no volume de negócios	13,2%	14,6%	14,5%	14,8%	18,6%	15,1%		
Peso ativo fixo económico nas vendas	9,7%	10,0%	10,6%	10,2%	11,2%	10,3%		
Peso depreciações no ativo fixo económico	23,2%	22,6%	21,1%	21,8%	21,5%	22,0%		
Peso do VAB no volume de negócios	36%	36%	37%	38%	41%	38%		

Indicadores d	e Atividade e (Gestão de Ativ	os dos Têxtei	s e Vestuário		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Grau de rotação do ativo	225%	219%	211%	204%	163%	204%
Grau de rotação do ativo económico	255%	253%	245%	228%	192%	235%
Prazo médio de inventários (dias)	83	85	87	94	100	89,8
Prazo médio de recebimento (dias)	78	75	71	70	71	72,7
Prazo médio de pagamentos (dias)	150	150	147	150	148	149,2
Ciclo de caixa (dias)	10	9	10	14	23	13,4
Peso do CCCD no volume de negócios	15,7%	15,7%	15,8%	16,2%	17,4%	16,2%
Peso ativo fixo económico nas vendas	9,6%	10,1%	10,4%	10,5%	11,2%	10,4%
Peso depreciações no ativo fixo económico	20,5%	20,2%	19,8%	19,3%	19,9%	19,9%
Peso do VAB no volume de negócios	35%	36%	36%	37%	40%	37%













As tabelas acima mostram que a capacidade do investimento em ativos para gerar volume de negócios, ou seja, a rotação do ativo, é menor na fileira da madeira e mobiliário do que nas restantes fileiras. No entanto, a diferença de rotação entre as três fileiras atenuou-se, ao longo do período 2016-2020, sendo os valores para o ano mais recente praticamente idênticos (Figura 6.4).

A menor rotação na madeira e mobiliário tem tido como base o maior peso no volume de negócios, quer do capital circulante, quer do ativo fixo económico. Com efeito, a atividade da fileira da madeira e mobiliário requer mais capital investido em ativo fixo e tem prazo médio de pagamento muito inferior ao das restantes fileiras, resultando num ciclo de caixa consideravelmente mais longo.



Figura 6.4 - Indicadores de atividade e gestão de ativos dos setores da madeira e mobiliário, calçado e têxtil e vestuário (2016-2020)









6.4. Rendibilidade

Indicadores de Rendibilidade da Madeira e do Mobiliário									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Taxa de margem bruta	53%	53%	55%	55%	55%	54%			
Efeito controlo de custos	12%	13%	14%	13%	11%	13%			
Rendibilidade operacional volume de negócios	7%	7%	8%	7%	6%	7%			
Grau de rotação do ativo de negócio	205%	216%	226%	225%	200%	214%			
Rendibilidade operacional do negócio					12%	15%			
Rendibilidade do capital investido	12,3%	13,5%	14,9%	13,8%	10,0%	12,9%			
Primeiro quartil	2,6%	3,0%	3,3%	3,1%	1,7%	2,7%			
Terceiro quartil	20,1%	21,0%	21,5%	20,7%	16,5%	20,0%			
Efeito alavanca financeira	1%	1%	1%	1%	1%	1%			
Efeito fiscal	-2%	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%			
Rendibilidade do capital próprio									
Primeiro quartil	1,8%	2,2%	2,8%	2,7%	1,4%	2,2%			
Terceiro quartil	25,3%	26,8%	26,4%	25,5%	21,9%	25,2%			
Proporção de EBITDAs positivos	90%	91%	91%	92%	86%	90%			
Proporção de resultados líquidos positivos	84%	86%	87%	86%	80%	85%			

Indicadores de Rendibilidade do Calçado									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Taxa de margem bruta	57%	59%	60%	60%	61%	60%			
Efeito controlo de custos	12%	12%	12%	10%	6%	10%			
Rendibilidade operacional volume de negócios	7%	7%	7%	6%	3%	6%			
Grau de rotação do ativo de negócio	289%	279%	260%	251%	199%	256%			
Rendibilidade operacional do negócio	20%	20%	18%	15%	7%	16%			
Rendibilidade do capital investido	16,4%	16,9%	15,0%	12,4%	5,4%	13,2%			
Primeiro quartil	3,7%	3,4%	2,2%	1,4%	-5,5%	1,0%			
Terceiro quartil	25,7%	22,3%	20,0%	20,1%	14,8%	20,6%			
Efeito alavanca financeira	1,5%	1,8%	1,7%	1,1%	-0,3%	1,2%			
Efeito fiscal	-3,7%	-3,9%	-3,5%	-2,6%	-0,7%	-2,9%			
Rendibilidade do capital próprio	14,1%	14,8%	13,3%	10,8%	4,4%	11,5%			
Primeiro quartil	2,4%	2,0%	1,1%	0,5%	-5,9%	0,0%			
Terceiro quartil	29,2%	25,0%	23,4%	24,3%	20,4%	24,4%			
Proporção de EBITDAs positivos	87%	89%	85%	81%	70%	81%			
Proporção de resultados líquidos positivos	83%	85%	79%	74%	61%	75%			

Indicado	res de Rend	ibilidade dos '	Têxteis e Vest	uário		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Taxa de margem bruta	66%	67%	67%	68%	69%	67%
Efeito controlo de custos	17%	17%	16%	15%	13%	16%
Rendibilidade operacional volume de negócios	11%	11%	11%	10%	9%	10%
Grau de rotação do ativo de negócio	255%	253%	245%	228%	192%	235%
Rendibilidade operacional do negócio				23%	18%	25%
Rendibilidade do capital investido	25%	25%	22%	20%	15%	22%
Primeiro quartil	3,1%	2,7%	2,1%	1,2%	-2,1%	1,4%
Terceiro quartil	25%	22%	19%	17%	17%	20%
Efeito alavanca financeira	3,8%	3,7%	3,4%	2,9%	1,2%	3,0%
Efeito fiscal	-5,7%	-5,5%	-5,0%	-4,3%	-2,2%	-4,5%
Rendibilidade do capital próprio	23,5%	22,8%	20,9%	18,9%	14,0%	20,0%
Primeiro quartil				0,8%	-1,8%	0,9%
Terceiro quartil	28%	25%	22%	21%	23%	24%
Proporção de EBITDAs positivos Proporção de resultados líquidos positivos	88%	87%	85%	81%	76%	84%
Proporção de resultados líquidos positivos	0.170	02/0	00/0	75%	00/0	10/0













Conforme referido na análise da estrutura da demonstração do resultado, a fileira da madeira e mobiliário apresenta agora uma margem superior ao calçado, fileira com desempenho decrescente desde 2017, mas inferior à da fileira dos têxteis-vestuário, sobretudo devido a uma reduzida taxa de margem bruta. Em termos de rotação, a fileira da madeira e mobiliário tem o desempenho menos favorável, sendo que o calçado tem o melhor desempenho a este nível. Somando estes dois efeitos, as duas fileiras, madeira e mobiliário e calçado, apresentam uma rendibilidade do negócio e do capital investido semelhante, mas bastante inferior à da fileira dos têxteis-vestuário. No entanto, para as empresas do primeiro quartil de desempenho assiste-se a valores mais favoráveis para a fileira da madeira e mobiliário e para o terceiro quartil o desempenho das três fileiras é similar. Isto significa que a fileira da madeira e mobiliário apresenta menor amplitude interquartis, ou seja, menor variabilidade da rendibilidade do capital investido.

Ao nível do efeito-alavanca financeira, as fileiras da madeira e mobiliário e do calçado apresentam valores similares e inferiores aos da fileira dos têxteis-vestuário. Agregando todos os resultados anteriores, em termos de rendibilidade do capital investido, as fileiras do calçado e da madeira e mobiliário têm desempenhos semelhantes, mas bastante inferiores aos da fileira dos têxteisvestuário. No entanto, em termos de primeiro e terceiro quartis, a fileira da madeira e mobiliário apresenta valores mais favoráveis, indicando muito menor dispersão e maior qualidade da rendibilidade a este nível. A vantagem da fileira da madeira e mobiliário ao nível da rendibilidade também é verificada pelos valores superiores ao nível das proporções de EBITDA e resultados líquidos positivos.

Finalmente, relativamente ao período 2010-17, verifica-se que a fileira da madeira e mobiliário alcançou o desempenho da fileira do calçado, que detinha a melhor performance média naquele período, mas continua aquém do desempenho da fileira dos têxteis-vestuário, embora apresente valores mais favoráveis em alguns indicadores importantes, como as proporções de resultados positivos e a menor dispersão de rendibilidades. Note-se também que, ao contrário do calçado, os valores das rendibilidades das fileiras da madeira e mobiliário e dos têxteis-vestuário são superiores no período 2016-20 face ao período 2010-17, apesar das quebras de desempenho em 2020. Por exemplo, a rendibilidade média do capital próprio das fileiras da madeira e mobiliário e do têxtil-vestuário aumentou de 7,2% e 8,7%, respetivamente, em 2010-17, para 11,4% e 20%, em 2016-20, enquanto na fileira do calçado baixou de 12,4% para 11,5%.











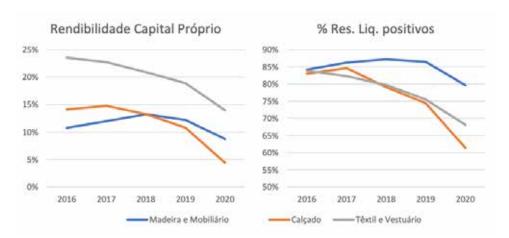


Figura 6.5 - Indicadores de rendibilidade dos setores da madeira e mobiliário, calçado e têxtil e vestuário (2016-2020)











6.5. Endividamento e estrutura financeira

Indicadores	de Endivida	mento da Ma	deira e do Mo	biliário		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Grau de autonomia financeira (endividamento)	72%	72%	74%	74%	72%	73%
Primeiro quartil	43%	43%	44%	45%	43%	44%
Terceiro quartil	100%	100%	100%	100%	99%	100%
Grau de autonomia financeira (passivo)	33%	34%	35%	37%	38%	35%
Múltiplo do EBITDA do endividamento	273%	253%	238%	232%	250%	249%
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	460%	570%	695%	720%	646%	618%
Primeiro quartil	170%	192%	220%	232%	177%	198%
Terceiro quartil	1729%	2081%	2356%	2580%	2683%	2286%
Taxa de juro média do endividamento	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%	1,6%	2,2%
Proporção de endividamento corrente				45%	41%	46%
Proporção de capitais próprios positivos	92%	93%	94%	95%	94%	94%
Proporção de endividamentos positivos	75%	76%	75%	76%	78%	76%
		69%		71%	69%	70%
Proporção autonomia financeira (passivo) superior :	29%	30%	32%	34%	36%	32%
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%	70%	74%	77%	78%	73%	75%

Indicadores de Endividamento do Calçado									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Grau de autonomia financeira (endividamento)	83%	82%	79%	80%	74%	80%			
Primeiro quartil	48%	47%	46%	44%	36%	44%			
Terceiro quartil	100%	100%	100%	100%	100%	100%			
Grau de autonomia financeira (passivo)	36%	38%	37%	36%	35%	36%			
Múltiplo do EBITDA do endividamento	196%	211%	246%	257%	362%	254%			
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	584%	560%	418%	390%	243%	439%			
Primeiro quartil	182%	182%	145%	125%	-637%	-1%			
Terceiro quartil	2474%	2144%	1640%	1835%	1446%	1908%			
Taxa de juro média do endividamento	3,1%	2,7%	2,7%	2,3%	1,6%	2,5%			
Proporção de endividamento corrente	77%	69%	71%	74%	51%	68%			
Proporção de capitais próprios positivos	92%	93%	91%	91%	88%	91%			
Proporção de endividamentos positivos	72%	72%	73%	72%	75%	73%			
Proporção autonomia financeira superior 50%	72%	73%	73%	71%	66%	71%			
Proporção autonomia financeira (passivo) superior :	35%	35%	36%	35%	36%	35%			
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%	69%	72%	66%	65%	53%	64%			

Indicadores de Endividamento dos Têxteis e Vestuário									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Grau de autonomia financeira (endividamento)	77%	78%	77%	77%	72%	76%			
Primeiro quartil	45%	46%	44%	45%	40%	44%			
Terceiro quartil	100%	100%	100%	100%	100%	100%			
Grau de autonomia financeira (passivo)	34%	35%	35%	36%	35%	35%			
Múltiplo do EBITDA do endividamento	233%	247%	260%	271%	322%	267%			
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	564%	545%	518%	413%	415%	491%			
Primeiro quartil	187%	177%	160%	123%	-210%	87%			
Terceiro quartil	2168%	2104%	1974%	1803%	2258%	2061%			
Taxa de juro média do endividamento	2,8%	2,4%	2,3%	2,2%	1,5%	2,2%			
Proporção de endividamento corrente	66%	60%	59%	63%	49%	59%			
Proporção de capitais próprios positivos	93%	93%	92%	91%	91%	92%			
Proporção de endividamentos positivos	72%	72%	74%	74%	76%	73%			
Proporção autonomia financeira superior 50%	71%	72%	71%	71%	67%	70%			
Proporção autonomia financeira (passivo) superior :	30%	31%	32%	33%	32%	32%			
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%	73%	72%	70%	65%	61%	68%			













A fileira da madeira e mobiliário apresenta um pouco mais de dívida no balanço do que as duas restantes fileiras (27% contra 20% do calçado e 24% dos têxteis-vestuário), apesar das diferenças serem quase nulas ao nível do primeiro e terceiro quartis. Por outro lado, as diferenças também quase que desaparecem em 2020, devido ao aumento da dívida nas restantes fileiras (Figura 6.6). A hierarquia é a mesma do período 2010-17, com um ligeiro incremento do peso da dívida nas três fileiras. Em termos de peso do passivo no ativo total, os valores são também muito semelhantes nas três fileiras, mas os valores são mais elevados do que no período anterior, revelando um recurso menos intenso a contas a pagar e ligeiramente maior de dívida financeira (mas pouco expressiva em termos absolutos).

Em termos de demonstração do resultado a fileira da madeira e mobiliário apresenta melhor desempenho, com valores mais elevados de cobertura dos gastos de financiamento e menores múltiplos de dívida face ao EBITDA. O primeiro indicador é robusto para os três quartis e a diferença de desempenho acentuou-se em 2020. Destague também para a inversão da hierarquia deste indicador face ao período de 2010-17, com a fileira da madeira e mobiliário a ascender à primeira posição, por troca com o calçado.

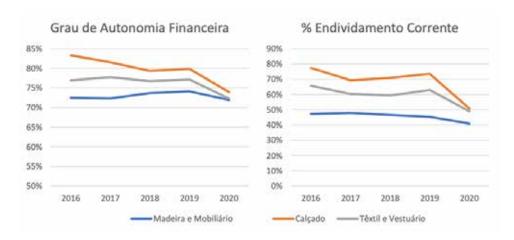


Figura 6.6 - Indicadores de endividamento dos setores da madeira e mobiliário, calçado e têxtil e vestuário (2016-2020)

Os valores dos indicadores de peso da dívida na demonstração do resultado são mais favoráveis para as fileiras da madeira e mobiliário e dos têxteis-vestuário no período de 2016-20, em virtude da maior rendibilidade do capital investido, mas também da forte redução da taxa de custo média do endividamento (que é bastante similar nas três fileiras, apesar de um valor ligeiramente superior na fileira do calçado), de quase 2 pontos percentuais. O peso da dívida corrente no total do endividamento é inferior na fileira da madeira e mobiliário, face às duas restantes fileiras, sugerindo um risco financeiro relativamente inferior. Esta vantagem reflete-se também numa proporção ligeiramente superior de capitais próprios positivos e de graus de cobertura dos gastos de financiamento superiores a duas vezes.











Em síntese, o peso ligeiramente superior da dívida no balanço da fileira da madeira e mobiliário não corresponde a maior risco financeiro, dado o melhor desempenho ao nível da demonstração do resultado. Os resultados obtidos não confirmam nenhuma eventual alegada "discriminação negativa" do setor bancário face à fileira da madeira e mobiliário.











6.6. Cash flow e liquidez

Indicadores de	Liquidez e (Cash Flow da	Madeira e do	Mobiliário		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Peso cash flow operacional no capital investido		12%	14%	14%	12%	13%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios		5%	6%	6%	5%	5%
Peso do autofinanciamento no capital próprio		14%	16%	15%	14%	15%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de n	egócios	2%	2%	2%	1%	2%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo es	conómico	13%	14%	13%	10%	13%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D		77%	78%	76%	59%	73%
Peso do free cash flow no volume de negócios		1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,4%
Peso do free cash flow no capital investido		1,1%	1,4%	1,5%	1,2%	1,3%
Proporção de cash flows operacionais positivos		73%	75%	75%	71%	74%
Proporção de autofinanciamentos positivos		70%	71%	72%	68%	70%

Indica	adores de Liq	uidez e Cash l	Flow do Calça	ıdo		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Peso cash flow operacional no capital investido		11%	12%	8%	4%	9%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios		4%	4%	3%	2%	3%
Peso do autofinanciamento no capital próprio		12%	12%	9%	5%	9%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de	negócios	1%	1%	1%	1%	1%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo e	conómico	18%	15%	8%	6%	12%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D		82%	68%	40%	31%	55%
Peso do free cash flow no volume de negócios		0,8%	1,0%	1,5%	0,2%	0,9%
Peso do free cash flow no capital investido		-1,4%	0,5%	0,4%	-1,7%	-0,2%
Proporção de cash flows operacionais positivos		72%	70%	69%	61%	68%
Proporção de autofinanciamentos positivos		66%	66%	64%	57%	63%

Indicadore	s de Liquidez	e Cash Flow o	los Têxteis e V	/estuário		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Peso cash flow operacional no capital investido		11%	10%	9%	7%	9%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios		4%	4%	3%	4%	4%
Peso do autofinanciamento no capital próprio		12%	12%	9%	11%	11%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de	negócios	1%	1%	1%	1%	1%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo	económico	15%	12%	8%	7%	10%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D		73%	63%	44%	40%	55%
Peso do free cash flow no volume de negócios		0,8%	1,1%	0,8%	1,8%	1,1%
Peso do free cash flow no capital investido		-0,1%	1,0%	0,5%	0,4%	0,4%
Proporção de cash flows operacionais positivos		71%	70%	67%	68%	69%
Proporção de autofinanciamentos positivos		66%	66%	63%	64%	65%

Em média, as empresas da madeira e do mobiliário possuem valores mais elevados do que as restantes fileiras em todos os indicadores de geração de *cash flow* e de investimento em ativo fixo, incluindo a proporção de *cash flows* positivos. Os valores apresentados pelas fileiras da madeira e do mobiliário e dos têxteis-vestuário são, também, sempre superiores aos relativos ao período de 2010-17.











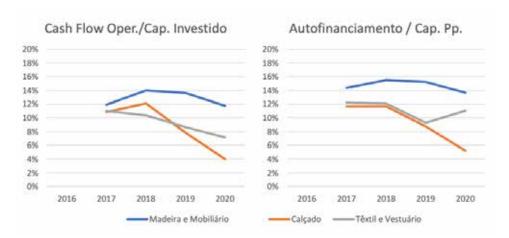


Figura 6.7 - Indicadores de liquidez dos setores da madeira e mobiliário, calçado e têxtil e vestuário (2016-2020)

Nota: não se apresentam os valores de 2016 porque o seu cálculo exigiria dados relativos a 2015 que não foram recolhidos para este trabalho.

6.7. Análise de risco

A análise efetuada permitiu concluir que a fileira da madeira e do mobiliário tende a ter um risco inferior às duas restantes ao nível de amplitude interquartis de rendibilidade e do risco financeiro presente na demonstração do resultado. Importa, também, realçar que a quebra de desempenho em 2020 foi, em geral, menor do que nas restantes fileiras.

6.8. Conclusão

Assumindo que o contexto económico genérico e a envolvente são similares, a análise setorial de benchmark feita nesta seção permite concluir que a fileira da madeira e mobiliário evoluiu favoravelmente no período de 2016-20, em termos absolutos e relativos, apesar da crise pandémica vivida em 2020.

Ao nível da dimensão, a fileira da madeira e mobiliário apresenta uma dimensão mediana inferior às das restantes fileiras, uma maior proporção de empresas de menor faturação média (inferior a 1 milhão de euros) e uma menor proporção de empresas de maior faturação média (superior a 10 milhões de euros). No entanto, a dimensão das empresas da fileira aumentou nos últimos anos, aproximando-se dos valores das restantes fileiras.

Ao nível do crescimento, registou-se uma evolução bastante mais favorável do que nas restantes fileiras, quer em termos de volume de negócios, quer em termos de EBITDA, em todos os quartis, invertendo a hierarquia verificada para o período de 2010-17, onde a fileira da madeira e mobiliário registava o desempenho médio menos favorável.











O desempenho da madeira e mobiliário ao nível da gestão de ativos fica aquém das restantes fileiras, com uma rotação do ativo inferior, causada por um maior peso do ativo fixo nas vendas e por valores relativamente desfavoráveis para os prazos médios de inventários, recebimento e pagamento. No entanto, esta desvantagem relativa diminuiu face às restantes fileiras.

Em termos de rendibilidade, a eficiência da fileira aumentou no período 2016-20 face ao período anterior, o que possibilitou uma rendibilidade do negócio, do capital investido e do capital próprio ao nível do calçado, mas ainda assim inferior ao que ocorreu para a fileira dos têxteis-vestuário. Estes resultados não invalidam alguns atributos interessantes, como rendibilidades comparáveis com os têxteis-vestuário ao nível do primeiro quartil de desempenho e até uma proporção superior de empresas com EBITDA e resultados líquidos positivos. Desta forma, o risco económico das empresas da fileira da madeira e mobiliário parece relativamente reduzido, apresentando uma amplitude interquartis das diversas rendibilidades bastante inferior à das restantes fileiras.

Ao nível do endividamento e estrutura financeira, a fileira da madeira e mobiliário apresenta mais dívida no balanço, uma menor proporção de empresas com dívida nula e uma maior proporção de empresas com dívida superior a 50% do capital investido. Estas hierarquias são similares ao que ocorreu no período 2010-17, mas com diferenças bastante inferiores face às restantes fileiras, visíveis não apenas no menor impacto de 2020, mas também ao nível da obtenção de valores similares em termos de primeiro e terceiro quartis e peso do passivo total no ativo total. Pelo contrário, a fileira da madeira e mobiliário apresenta custos da dívida e graus de cobertura de gastos de financiamento similares aos têxteis-vestuário e bastante mais favoráveis do que o calçado, o que combinado com valores mais reduzidos para o peso da dívida corrente no total da dívida e, ainda, com uma maior proporção de empresas com capitais próprios positivos e graus de cobertura de gastos de financiamento superiores a duas vezes, permite concluir que a fileira da madeira e mobiliário tem níveis de risco financeiro relativamente reduzidos e controlados.

Finalmente, em termos de liquidez e capacidade de geração de cash flow, as empresas da fileira da madeira e mobiliário apresentam o melhor desempenho ao nível de todos os indicadores, particularmente em relação ao calçado, justamente a fileira de melhor desempenho em 2010-17, o que reforça a noção do risco relativamente reduzido da fileira.

Em síntese, a evolução temporal favorável para as empresas em atividade, os indicadores favoráveis de crescimento e liquidez, a rendibilidade intermédia e o risco inferior permitem concluir que a saúde económico-financeira do setor da madeira e mobiliário é relativamente elevada. Não parece existir também evidência de reduzida acessibilidade relativa das empresas da fileira em termos de recurso ao endividamento.











7. Análise comparada com a fileira da madeira e do mobiliário espanhola

Depois da comparação com outras fileiras da economia nacional, efetuada no capítulo anterior, procede-se agora à comparação da fileira portuguesa da madeira e mobiliário com a sua congénere espanhola. Antes da análise comparativa do desempenho económico e financeiro das empresas dos dois países importa, no entanto, considerar as caraterísticas da amostra disponíveis em cada um deles.

	Seg	gmentação	o da amostra po	or setor d	e atividad	e e área geogr	áfica			
Descritivo	To	das as emp	resas	Da	dos todos pe	ríodos	Empres as ativas 2020			
Descritivo	2020	2017	Variação (%)	2020	2017	Variação (%)	2020	2017	Variação (%)	
Portugal										
Madeira e Mobiliário	4 729	7 542	-37%	3 469	3 814	-9%	4 336	6 768	-36%	
Espanha										
Madeira e Mobiliário	9 354	13 121	-29%	4 690	6 444	-27%	5 619	8 780	-36%	

A fileira espanhola é composta por um maior número de empresas do que a portuguesa, mas a diferença é menos acentuada quando se consideram apenas as empresas ativas em 2020. Em ambos os países observa-se uma redução da ordem dos 30% entre as amostras de 2017 e 2020, em resultado dos critérios mais seletivos utilizados na constituição da amostra mais recente.

Descrition	ESPA	NHA	PORTUGAL			
Descritivo	Número	Peso	Número	Proporção		
Serração	1195	12,8%	946	20,0%		
Painéis	174	1,9%	37	0,8%		
Carpintaria	4003	42,8%	1627	34,4%		
Mobiliário	2999	32,1%	1405	29,7%		
Grossistas	983	10,5%	714	15,1%		
Total	9354		4729			

A composição da amostra, por tipos de atividade, apresenta alguma diferença entre os dois países, com maior representação da serração e dos grossistas em Portugal e da carpintaria e do mobiliário em Espanha. Apesar da sua reduzida expressão relativa, o peso da divisão dos painéis em Espanha é também significativamente superior (mais do dobro).

Seg	gme ntação	da amostra o	do setor da	Madeira e	do Mobiliá	irio por dime	nsão e po	r Área Geog	ráfica	
D	Até 0,5M		0,5M-1M		1M-10M		Mais de 10M		Total	
Descritivo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção
Portugal										
Madeira e Mobiliário	3139	66%	771	16%	755	16%	64	1,4%	4729	100%
Espanha										
Madeira e Mobiliário	5698	61%	1665	18%	1846	20%	145	1,6%	9354	100%











As empresas com menos de meio milhão de euros de volume de negócios são maioritárias em ambos os países, mas têm maior peso na amostra portuguesa. Em contrapartida, os restantes escalões dimensionais estão ligeiramente mais representados na amostra espanhola. Como se verá na análise económica, a dimensão mediana e dos primeiro e terceiro quartis das empresas espanholas da fileira é, também, superior à das empresas nacionais.

Na amostra atual, face à de 2010-17, verifica-se, em ambos os países, um aumento do peso das empresas de maior faturação e a redução da proporção de empresas no segmento de menor dimensão. A forte redução do número de empresas pode ter algum peso explicativo nesta evolução.

	Segmentação da amostra de Espanha por atividade e dimensão											
Descritivo	Até 0,5M		0,5M-1M		1M-10M		Mais de 10N	1	Total			
	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção		
Serração	446	37%	252	21%	464	39%	33	2,8%	1195	100%		
Painéis	50	29%	27	16%	74	43%	23	13,2%	174	100%		
Carpintaria	2875	72%	666	17%	442	11%	20	0,5%	4003	100%		
Mobiliário	1725	58%	554	18%	664	22%	56	1,9%	2999	100%		
Grossistas	607	62%	163	17%	200	20%	13	1,3%	983	100%		
Total	5703	61%	1662	18%	1844	20%	145	1,6%	9354	100%		

	Segmentação da amostra de Portugal por atividade e dimensão												
Descritivo	Até 0,5M		0,5M-1M		1M-10M		Mais de 10M		Total				
Descriuvo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção			
Serração	577	61%	165	17%	194	21%	10	1,1%	946	100%			
Painéis	9	24%	6	16%	11	30%	11	29,7%	37	100%			
Carpintaria	1233	76%	237	15%	150	9%	7	0,4%	1627	100%			
Mobiliário	903	64%	234	17%	253	18%	15	1,1%	1405	100%			
Grossistas	417	58%	129	18%	147	21%	21	2,9%	714	100%			
Total	3139	66%	771	16%	755	16%	64	1,4%	4729	100%			

Em termos de tipos de atividade, a grande diferença na proporção de empresas de serração nacionais de pequena dimensão face ao que ocorre em Espanha pode explicar a menor dimensão relativa das empresas da fileira nacionais face às espanholas. Destaque, também, para a importância da divisão dos painéis em Portugal (e em menor escala dos grossistas) no grupo de empresas de maior faturação. No restante, as diferenças não parecem substanciais.

Descritivo -	Sem dívida		Até 20%		20%-50%		Mais de 50%		NMF	Total
Descritivo	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Número
Portugal										
Madeira e Mobiliário	465	10%	985	21%	1503	32%	1548	33%	228	4729
	465	10%	985	22%	1503	33%	1548	34%		4501
Espanha										
Madeira e Mobiliário	97	1%	931	10%	1668	17%	2120	22%	4816	9632
	97	2%	931	19%	1668	35%	2120	44%		4816











Relativamente ao endividamento, estranhamente a amostra espanhola tem um número muito significativo de empresas NMF (*not meaningful*), curiosamente 50%, com peso da dívida inferior a 0%, superior a 100% ou sem dados, retirando poder descritivo à tabela apresentada. Contudo, ignorando essas empresas, torna-se clara a maior proporção de empresas com mais dívida na fileira espanhola. No entanto, o problema dos dados não permite conclusões seguras.

		Segmenta	ção da amo	stra de Esp	anha por at	ividade e eı	ndividame n	ito			
Descritivo	Sem dívida		Até 20%		20%-50%		Mais de 50%	,	NMF	Total	
	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número
Serração	13	1%	152	13%	239	20%	283	24%	508	43%	1195
Painéis	2	1%	34	20%	29	17%	49	28%	60	34%	174
Carpintaria	43	1%	330	8%	650	16%	813	20%	2167	54%	4003
Mobiliário	30	1%	303	10%	569	19%	718	24%	1379	46%	2999
Grossistas	9	1%	112	11%	181	18%	157	16%	524	53%	983
Total	97	1,0%	931	10,0%	1668	17,8%	2020	21,6%	4638	49,6%	9354

As empresas espanholas sem dados significativos são cerca de 50% em todas as divisões, com exceção dos painéis, porventura devido à sua maior dimensão relativa.

	Segn	nentação da	amostra de	Espanha p	or atividad	e e endivida	mento (se	m NMF)	
Descritivo	Sem dívida		Até 20%		20%-50%		Mais de 50%		Total
	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número
Serração	13	2%	152	22%	239	35%	283	41%	687
Painéis	2	2%	34	30%	29	25%	49	43%	114
Carpintaria	43	2%	330	18%	650	35%	813	44%	1836
Mobiliário	30	2%	303	19%	569	35%	718	44%	1620
Grossistas	9	2%	112	24%	181	39%	157	34%	459

Segmentação da amostra de Portugal por endividamento (sem NMF)											
Descritivo	Sem	Sem dívida		Até 20%		20%-50%		de 50%	Total		
Descrium	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número	Proporção	Número		
Serração	100	11%	213	24%	284	31%	308	34%	905		
Painéis	2	6%	5	15%	14	41%	13	38%	34		
Carpintaria	180	12%	336	22%	513	33%	512	33%	1541		
Mobiliário	107	8%	280	21%	468	35%	477	36%	1332		
Grossistas	76	11%	151	22%	224	33%	238	35%	689		

Excluindo estas empresas da análise, verifica-se que, em Espanha, a proporção de empresas com mais de 50% de endividamento é muito semelhante para todas as atividades industriais, variando entre 41% e 44%, sendo apenas mais reduzida para os grossistas. Esta é também a única atividade em que a proporção de empresas com mais de 50% de endividamento é menor em Espanha do que em Portugal.









7.1. Análise do crescimento e dimensão

Como já referido, a fileira espanhola é constituída por um número muito superior de empresas. As empresas espanholas são ligeiramente maiores do que as portuguesas, o que é visível quer ao nível da mediana, quer do primeiro e terceiro quartis.

O crescimento das empresas da fileira nacional é superior ao das espanholas, quer ao nível do crescimento do volume de negócios (em todos os quartis), quer ao nível do crescimento do EBITDA. Finalmente, o custo unitário médio do trabalho em Espanha é o dobro de Portugal.

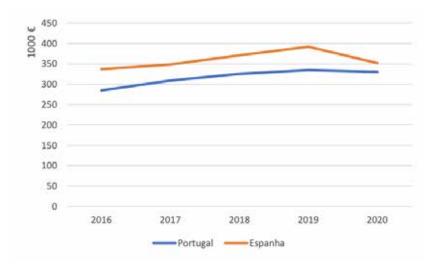


Figura 7.1 - Volume de negócios das empresas da fileira da madeira e mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)











Indicadores de Crescimento e Dimensão da Madeira e do Mobiliário (Portugal)									
Descritivo		2016	2017	2018	2019	2020	Média		
Número de empresas		4 015	4 213	4 402	4 542	4 335	4 301,4		
Volume de negócios (milhares de euros)		285	309	325	334	330	316,6		
Primeir	o quartil	148	160	165	175	175	164,7		
Terceir	o quartil	668	710	751	781	763	734,6		
Crescimento do volume de negócios			9,5%	8,2%	6,2%	-2,1%	5,4%		
Primeir	o quartil		-3,7%	-5,4%	-7,1%	-17,2%	-8,3%		
Terceir	o quartil		28,1%	27,2%	24,1%	14,2%	23,4%		
Capital investido (milhares de euros)		148	155	164	173	195	167,1		
Crescimento do capital investido			6,4%	7,4%	7,1%	7,2%	7,0%		
Número de efetivos		6	6	6	6	6	6,0		
Vendas por efetivo (milhares de euros)		50	53	54	56	53	53,2		
Custo unitário médio trabalho (milhares de euros)		11,5	12,1	12,7	13,3	13,7	12,7		
Crescimento do EBITDA			0,0%	4,8%	0,1%	-11,0%	-1,5%		

Indicadores de Cre	escimento e	Dimensão - H	Espanha (Mad	eira e Mobilia	írio)	
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Número de empresas	8 324	8 927	9 434	9 096	5 982	8 352,6
Volume de negócios (milhares de euros)	337	348	371	392	352	359,8
Primeiro quartil	158	166	175	186	170	170,8
Terceiro quartil	851	887	912	989	881	904,0
Crescimento do volume de negócios		8,9%	7,6%	5,1%	-8,2%	3,3%
Primeiro quartil		-4,8%	-6,2%	-8,6%	-23,4%	-9,8%
Terceiro quartil		27,7%	25,4%	21,8%	6,9%	22,0%
Capital investido (milhares de euros)	354	342	346	354	358	350,7
Crescimento do capital investido		2,3%	3,2%	2,1%	9,3%	4,2%
Número de efetivos	4	4	5	5	4	4,4
Vendas por efetivo (milhares de euros)	85	87	90	92	85	87,5
Custo unitário médio do trabalho (milhares de eu	24,7	25,1	26,0	26,7	25,6	25,6
Crescimento do EBITDA		-2,0%	-2,6%	-3,7%	-16,6%	-7,1%













7.2. Estrutura da posição financeira e da demonstração do resultado

As estruturas de balanços das fileiras nacional e espanhola são extremamente diferentes, apenas se assemelhando quanto ao peso das contas a pagar. A fileira espanhola apresenta peso superior dos ativos fixos e inventários e menor peso do capital circulante (por virtude de um muito menor peso de contas a receber). A fileira espanhola está, também, mais endividada e tem um peso do passivo no ativo total superior.

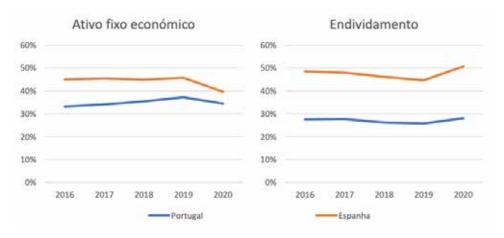


Figura 7.2 - Estrutura do balanço das empresas da fileira da madeira e mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)









Estrutura Patrimonial da Madeira e do Mobiliário (Portugal)									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Ativo fixo económico	33%	34%	36%	37%	35%	35%			
Inventários	20%	19%	18%	17%	16%	18%			
Contas a receber	63%	63%	59%	56%	50%	58%			
Contas a pagar	47%	47%	45%	44%	38%	44%			
Caixa e depósitos bancários	4%	4%	4%	4%	3%	4%			
Capital circulante caixa e depósitos	48%	45%	42%	40%	38%	43%			
Ativo de negócio	89%	87%	86%	85%	81%	86%			
Ativos financeiros negociáveis	9%	10%	11%	12%	16%	12%			
Capital próprio	72%	72%	74%	74%	72%	73%			
Endividamento	28%	28%	26%	26%	28%	27%			
Endividamento não corrente	15%	14%	14%	14%	17%	15%			
Endividamento corrente	13%	13%	12%	12%	11%	12%			
Dívida líquida	18%	17%	15%	14%	13%	15%			
Passivo	74%	74%	72%	70%	66%	71%			

Estrutura Patrimonial - Espanha (Madeira e Mobiliário)										
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média				
Ativo fixo económico	45%	46%	45%	46%	40%	44%				
Inventários	35%	34%	33%	31%	28%	32%				
Contas a receber	38%	40%	38%	37%	35%	38%				
Contas a pagar	48%	50%	47%	45%	37%	45%				
Caixa e depósitos bancários	4%	4%	4%	4%	3%	4%				
Capital circulante caixa e depósitos	35%	34%	34%	33%	32%	34%				
Ativo de negócio	90%	90%	91%	90%	83%	89%				
Ativos financeiros negociáveis	2%	4%	3%	3%	10%	4%				
Capital próprio	51%	52%	54%	55%	49%	52%				
Endividamento	49%	48%	46%	45%	51%	48%				
Endividamento não corrente	27%	27%	26%	24%	36%	28%				
Endividamento corrente	21%	21%	20%	21%	15%	20%				
Dívida líquida	46%	44%	44%	41%	40%	43%				
Passivo	97%	98%	93%	89%	88%	93%				

Ao nível da demonstração do resultado, a fileira nacional apresenta maiores margens EBITDA e operacional, devido a um menor peso do CMVMC e dos gastos com o pessoal (apenas parcialmente compensados por um peso inferior de FSE e de amortizações e depreciações). Em ambos os casos, os gastos de financiamento e imposto sobre o rendimento têm um contributo marginal para o resultado. Consequentemente, a fileira nacional apresenta um resultado líquido consideravelmente superior ao conseguido pela sua congénere espanhola. Estes resultados são muito similares aos verificados no período 2010-17.











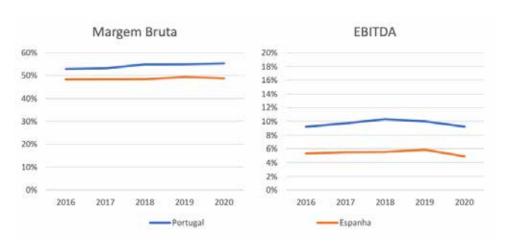


Figura 7.3 -Estrutura da demonstração de resultados das empresas da fileira da madeira e mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)

Estrutura da Demo	nstração do Resul	tado da Made	ira e do Mobi	liário (Portug	al)	
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Custo das vendas	47%	47%	45%	45%	45%	46%
Margem bruta	53%	53%	55%	55%	55%	54%
Gastos com pessoal	24%	23%	24%	24%	27%	24%
Fornecimentos e serviços externos	17%	17%	18%	18%	18%	18%
EBITDA	9,2%	9,7%	10,3%	10,0%	9,2%	9,7%
Amortizações e depreciações	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Resultado operacional	6,6%	7,1%	7,7%	7,1%	6,0%	6,9%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	6,6%	7,1%	7,7%	7,1%	6,0%	6,9%
Gastos de financiamento	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Resultado antes de imposto	6%	7%	7%	7%	6%	7%
Imposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Resultado líquido	5,8%	6,3%	6,8%	6,3%	5,2%	6,1%

Estrutura da Den	nonstração do	Resultado - l	Espanha (Mad	leira e Mobili	ário)	
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Custo das vendas	52%	52%	52%	51%	51%	51%
Margem bruta	48%	48%	48%	49%	49%	49%
Gastos compessoal	29%	29%	30%	30%	30%	30%
Fornecimentos e serviços externos	13%	13%	13%	13%	13%	13%
EBITDA	5,3%	5,5%	5,5%	5,9%	4,9%	5,4%
Amortizações e depreciações	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Resultado operacional	3,6%	3,9%	3,9%	4,2%	2,9%	3,7%
Resultados extra-negócio e não recorrentes	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EBIT	3,6%	3,9%	3,9%	4,2%	2,9%	3,7%
Gastos de financiamento	1%	1%	0%	0%	0%	0%
Resultado antes de imposto	3%	3%	3%	4%	2%	3%
Imposto sobre o rendimento	1%	1%	1%	1%	1%	1%
Resultado líquido	2,5%	2,8%	2,9%	3,1%	1,9%	2,6%











7.3. Gestão de ativos

Conforme referido na análise da estrutura do balanço, a fileira nacional apresenta menos ativo fixo e inventários face à fileira espanhola e desvantagem em termos de contas a receber, mas o saldo é vantajoso para a fileira portuguesa que apresenta maior rotação do ativo económico, apesar das diferenças serem ligeiras (aumentando em 2020).

Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos da Madeira e do Mobiliário (Portugal)								
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média		
Grau de rotação do ativo económico	205%	216%	226%	225%	200%	214%		
Prazo médio de inventários (dias)	88	79	77	73	82	79,7		
Prazo médio de recebimento (dias)	83	80	75	70	70	75,7		
Prazo médio de pagamentos (dias)	118	115	111	106	105	111,2		
Ciclo de caixa (dias)	53	43	41	37	47	44,2		
Peso do CCCD no volume de negócios	20,2%	19,4%	18,2%	17,0%	19,1%	18,8%		
Peso ativo fixo económico nas vendas	14,5%	14,6%	15,3%	15,9%	17,7%	15,6%		
Peso depreciações no ativo fixo económico	19,8%	18,6%	18,8%	18,9%	19,9%	19,2%		
Peso do VAB no volume de negócios	33%	33%	34%	35%	36%	34%		

Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos - Espanha (Madeira e Mobiliário)										
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média				
Grau de rotação do ativo económico	192%	197%	205%	216%	181%	198%				
Prazo médio de inventários (dias)	129	113	106	101	111	111,8				
Prazo médio de recebimento (dias)	68	65	62	59	65	63,8				
Prazo médio de pagamentos (dias)	77	78	71	67	70	72,6				
Ciclo de caixa (dias)	120	99	97	93	105	102,9				
Peso do CCCD no volume de negócios	16,1%	15,2%	15,2%	14,7%	18,2%	15,9%				
Peso ativo fixo económico nas vendas	21,2%	20,4%	20,2%	19,6%	21,0%	20,5%				
Peso depreciações no ativo fixo económico	10,9%	11,1%	11,1%	11,4%	12,2%	11,3%				
Peso do VAB no volume de negócios	35%	35%	35%	36%	36%	35%				











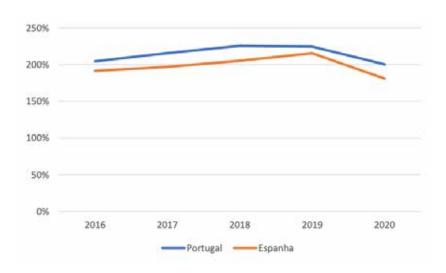


Figura 7.4 - Grau de rotação do ativo económico das empresas da fileira da madeira e mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)

Nos restantes indicadores de gestão de ativos, as diferenças não são significativas, com a exceção do indicador de taxa média (líquida) de amortizações e depreciações que, em Espanha, é metade da portuguesa, sugerindo alguma insuficiência na rubrica da fileira espanhola ou algum excesso de depreciações, no caso nacional. Novamente, estes resultados e hierarquias não são muito distintas das verificadas para o período 2010-17.









7.4. Rendibilidade

Indicadores de Ren	idibilidade d	la Madeira e d	lo Mobiliário	(Portugal)		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Taxa de margem bruta	53%	53%	55%	55%	55%	54%
Efeito controlo de custos	12%	13%	14%	13%	11%	13%
Rendibilidade operacional volume de negócios	7%	7%	8%	7%	6%	7%
Grau de rotação do ativo de negócio	205%	216%	226%	225%	200%	214%
Rendibilidade operacional do negócio	13%	15%	17%	16%	12%	15%
Rendibilidade do capital investido	12,3%	13,5%	14,9%	13,8%	10,0%	12,9%
Primeiro quartil	2,6%	3,0%	3,3%	3,1%	1,7%	2,7%
Terceiro quartil	20,1%	21,0%	21,5%	20,7%	16,5%	20,0%
Efeito alavanca financeira	1,0%	1,2%	1,4%	1,2%	0,6%	1,1%
Efeito fiscal	-2%	-3%	-3%	-3%	-2%	-3%
Rendibilidade do capital próprio	10,8%	12,0%	13,2%	12,2%	8,7%	11,4%
Primeiro quartil	1,8%	2,2%	2,8%	2,7%	1,4%	2,2%
Terceiro quartil	25,3%	26,8%	26,4%	25,5%	21,9%	25,2%
Proporção de EBITDAs positivos	90%	91%	91%	92%	86%	90%
Proporção de resultados líquidos positivos	84%	86%	87%	86%	80%	85%

Indicadores de Rendibilidade - Espanha (Madeira e Mobiliário)											
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média					
Taxa de margem bruta	48%	48%	48%	49%	49%	49%					
Efeito controlo de custos	7%	8%	8%	9%	6%	8%					
Rendibilidade operacional volume de negócios	4%	4%	4%	4%	3%	4%					
Grau de rotação do ativo de negócio	192%	197%	205%	216%	181%	198%					
Rendibilidade operacional do negócio	7%	8%	8%	9%	5%	7%					
Rendibilidade do capital investido	6%	7%	8%	8%	5%	7%					
Primeiro quartil	2,3%	2,7%	2,6%	3,1%	1,1%	2,4%					
Terceiro quartil	11%	12%	12%	13%	9%	11%					
Efeito alavanca financeira	-0,5%	-0,3%	-0,2%	0,0%	-0,6%	-0,3%					
Efeito fiscal	-1,5%	-1,8%	-1,9%	-2,1%	-1,0%	-1,6%					
Rendibilidade do capital próprio	4%	5%	6%	6%	3%	5%					
Primeiro quartil	1,5%	1,9%	2,2%	2,8%	0,7%	1,8%					
Terceiro quartil	16%	16%	17%	17%	14%	16%					
Proporção de EBITDAs positivos	85%	87%	87%	88%	80%	85%					
Proporção de resultados líquidos positivos	86%	89%	89%	89%	80%	87%					











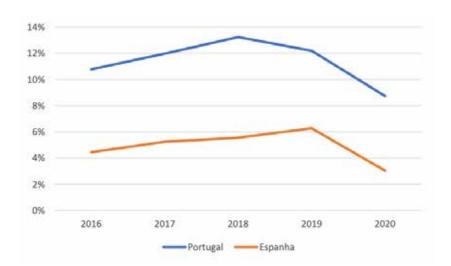


Figura 7.5 - Rendibilidade do capital próprio das empresas da fileira da madeira e mobiliário em Portugal e Espanha (MEDIANA; 2016-2020)

A fileira nacional apresenta valores mais favoráveis do que a espanhola em todos os indicadores de análise da rendibilidade (com exceção da ligeira desvantagem na proporção de resultados líquidos positivos). Esta vantagem é robusta para os quartis das principais rendibilidades e manteve-se com a quebra verificada em 2020.

Claramente, com os dados disponíveis, o desempenho económico da fileira nacional é muito superior ao da fileira espanhola, tal como já sucedia no período 2010-17, sendo que os valores medianos de desempenho são, em ambos os países, superiores em 2016-20 face ao período anterior (com destaque para as proporções de EBITDA e resultados positivos).









7.5. Endividamento e estrutura financeira

Indicadores de Endividamento da Madeira e do Mobiliário (Portugal)									
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média			
Grau de autonomia financeira (endividamento)	72%	72%	74%	74%	72%	73%			
Primeiro quartil	43%	43%	44%	45%	43%	44%			
Terceiro quartil	100%	100%	100%	100%	99%	100%			
Grau de autonomia financeira (passivo)	33%	34%	35%	37%	38%	35%			
Múltiplo do EBITDA do endividamento	273%	253%	238%	232%	250%	249%			
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	460%	570%	695%	720%	646%	618%			
Primeiro quartil	170%	192%	220%	232%	177%	198%			
Terceiro quartil	1729%	2081%	2356%	2580%	2683%	2286%			
Γaxa de juro média do endividamento	2,6%	2,4%	2,2%	2,1%	1,6%	2,2%			
Proporção de endividamento corrente	47%	48%	47%	45%	41%	46%			
Proporção de capitais próprios positivos	92%	93%	94%	95%	94%	94%			
Proporção autonomia financeira superior 50%	69%	69%	71%	71%	69%	70%			
Proporção autonomia financeira (passivo) superior 50%	29%	30%	32%	34%	36%	32%			
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%	70%	74%	77%	78%	73%	75%			

Indicadores d	e Endividar	nento - Espan	ha (Madeira e	Mobiliário)		
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Grau de autonomia financeira (endividamento)	51%	52%	54%	55%	49%	52%
Primeiro quartil	27%	28%	28%	32%	27%	28%
Terceiro quartil	75%	76%	77%	78%	73%	76%
Grau de autonomia financeira (passivo)	31%	31%	33%	35%	35%	33%
Múltiplo do EBITDA do endividamento	405%	380%	360%	338%	446%	386%
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	255%	318%	348%	379%	268%	313%
Primeiro quartil	127%	146%	152%	160%	64%	130%
Terceiro quartil	767%	999%	1129%	1251%	964%	1022%
Taxa de juro média do endividamento	4,2%	3,9%	3,7%	3,5%	2,8%	3,6%
Proporção de endividamento corrente	44%	44%	44%	47%	30%	42%
Proporção de capitais próprios positivos	92%	93%	94%	95%	94%	94%
Proporção autonomia financeira superior 50%	51%	52%	54%	55%	49%	52%
Proporção autonomia financeira (passivo) superi	28%	29%	30%	32%	31%	30%
Proporção cobertura gastos financ. superior 200º	58%	64%	66%	68%	58%	63%

A comparação do nível de endividamento entre empresas nacionais e espanholas é prejudicada pelo elevado número destas últimas para as quais não estão disponíveis os indicadores relevantes (muitos valores *not meaningful*).











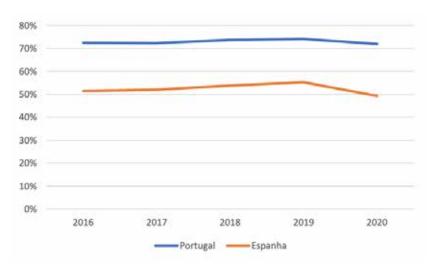


Figura 7.6 - Grau de autonomia financeira (endividamento) das empresas da fileira da madeira e mobiliário em Portugal e Espanha
(MEDIANA; 2016-2020)

Com os dados disponíveis, a vantagem da fileira nacional em termos de risco financeiro é indiscutível ao nível de todos os indicadores e quartis analisados e a diferença aumentou ligeiramente em 2020. As empresas da fileira nacional apresentam menos peso da dívida no balanço, maior cobertura de gastos de financiamento na demonstração do resultado, menor taxa de juro da dívida e proporções de indicadores de endividamento iguais ou mais favoráveis. Estes dados mais vantajosos para a fileira nacional já ocorriam no período 2010-17, sendo que, para ambos os países, os valores dos indicadores de endividamento evoluíram favoravelmente no período 2016-20, com exceção de um ligeiro aumento do peso do endividamento em Portugal, mas sem impacto negativo ao nível da capacidade para cobrir gastos de financiamento.











7.6. Cash flow e liquidez

Indicadores de Liquidez e Cash Flow da Madeira e do Mobiliário (Portugal)						
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Peso cash flow operacional no capital investido		12%	14%	14%	12%	13%
Peso do autofinanciamento no volume de negócios		5%	6%	6%	5%	5%
Peso do autofinanciamento no capital próprio		14%	16%	15%	14%	15%
Peso do investimento em ativo fixo no volume de negócios		2%	2%	2%	1%	2%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo económico		13%	14%	13%	10%	13%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D		77%	78%	76%	59%	73%
Peso do free cash flow no volume de negócios		1,3%	1,4%	1,5%	1,6%	1,4%
Peso do free cash flow no capital investido		1,1%	1,4%	1,5%	1,2%	1,3%
Proporção de cash flows operacionais positivos		73%	75%	75%	71%	74%
Proporção de autofinanciamentos positivos		70%	71%	72%	68%	70%

Indicadores de Liquidez e Cash Flow - Espanha (Madeira e Mobiliário)						
Descritivo	2016	2017	2018	2019	2020	Média
Peso cash flow operacional no capital investi	do	9%	8%	11%	5%	8%
Peso do autofinanciamento no volume de ne	gócios	3%	3%	4%	3%	3%
Peso do autofinanciamento no capital próprio)	9%	9%	12%	7%	9%
Peso do investimento em ativo fixo no volum	e de negócios	1%	1%	1%	1%	1%
Peso do investimento em ativo fixo no ativo f	ixo económico	8%	9%	7%	5%	7%
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D		64%	77%	65%	48%	63%
Peso do free cash flow no volume de negócio	os	1,4%	0,9%	1,7%	1,3%	1,4%
Peso do free cash flow no capital investido		2,3%	0,9%	3,4%	1,0%	2,0%
Proporção de cash flows operacionais positiv	/os	74%	71%	75%	61%	70%
Proporção de autofinanciamentos positivos		69%	67%	71%	59%	66%

Tal como ao nível da rendibilidade, a fileira nacional apresenta indicadores mais favoráveis em todos os indicadores de *cash flow* e liquidez, com exceção dos relativos ao *free cash flow*, dado que estes incluem uma componente de investimento em ativo fixo (a deduzir), onde a fileira nacional apresenta valores mais elevados. Estes resultados já ocorriam no período 2010-17 (exceto os relativos aos *free cash flows*, omissos nesse estudo), mas os indicadores melhoraram em ambos os países no período 2016-20. Finalmente, os indicadores sugerem ainda que a fileira espanhola foi mais afetada em 2020 do que a nacional.











7.7. Análise de risco

A fileira nacional apresenta valores para os indicadores de crescimento, rendibilidade e liquidez mais estáveis, com menor amplitude interquartis e menos sensíveis aos problemas que ocorreram em 2020. Por estes motivos, o risco económico da fileira nacional é inferior ao da espanhola. No mesmo sentido, os indicadores de endividamento são mais favoráveis na fileira nacional, associados à combinação de uma menor dívida no balanço com uma maior cobertura dos gastos de financiamento na demonstração do resultado, significando um menor risco financeiro relativo da fileira portuguesa. A superioridade do desempenho da fileira nacional já se verificava no período 2010-17.

7.8. Conclusão

Apesar da sua menor dimensão relativa, o desempenho das empresas nacionais da fileira da madeira e do mobiliário é bastante superior ao das suas congéneres espanholas em quase todos os indicadores ao nível do crescimento, da rendibilidade do negócio e capital próprio, da estrutura de capital, do risco económico-financeiro e liquidez. Estes resultados já se verificavam no período 2010-17, mas com menor amplitude, sendo que ambos os países apresentaram uma evolução favorável no período 2016-20 face ao período anterior. Esta melhoria do desempenho pode decorrer, em parte, da forte redução do número de empresas que constituem as amostras. Outro fator potencial de explicação deste diferencial de desempenho relaciona-se com a qualidade dos dados e de eventuais diferenças ao nível dos procedimentos contabilísticos.











8. Análise de inquérito a 30 empresas representativas do setor

8.1. Introdução

A análise dos capítulos anteriores permitiu uma caracterização detalhada da situação económicofinanceira das empresas da fileira da madeira e do mobiliário, centrada em questões de desempenho e financiamento, atendendo a múltiplas dimensões económicas (nomeadamente tipo de atividade e dimensão) e numa lógica comparativa com outros setores de atividade similares e com as suas congéneres espanholas. Contudo, o elevado número de empresas da fileira estudadas e a sua natural diversidade podem tornar menos visíveis algumas questões importantes para o futuro do setor e de que a AIMMP pretende ter conhecimento aplicado, como é o caso de certos atributos do financiamento das empresas da fileira que não constam da base de dados utilizada. Neste contexto, dada a importância do endividamento, enquanto fonte de financiamento externo principal alternativa ao autofinanciamento, para complementar a análise de desempenho foi efetuado um inquérito a 30 empresas da fileira da madeira e do mobiliário. A seleção das empresas alvo do inquérito foi efetuada segundo critérios de representatividade das diferentes atividades do setor e com uma dimensão variável, mas ainda assim suficiente para permitir a desejável discricionariedade empresarial sobre:

- Quantidade de endividamento; (i)
- (ii) Alguns dos principais atributos desse endividamento (como sejam o prazo e as modalidades de endividamento);
- Motivações para o recurso a endividamento; (iii)
- (iv) Eventuais limitações à acessibilidade ao recurso à dívida.

A escolha do número de empresas, neste caso 30, esteve associada a questões de exequibilidade, rapidez e cumprimento dos requisitos estatísticos mínimos para alguma generalização e representatividade dos resultados obtidos. A distribuição setorial das empresas inquiridas e o texto do inquérito encontram-se em anexo.











8.2. Comparação dos atributos económico-financeiros da amostra-base de 30 empresas alvo do inquérito

Numa primeira fase foi efetuado a comparação entre os atributos económico-financeiros da amostra de empresas inquiridas face à amostra utilizada nos capítulos anteriores, para possibilitar um melhor entendimento dos resultados do inquérito. Conforme referido anteriormente, as empresas escolhidas seguiram uma proporção semelhante em termos de categorias de atividade económica, como mostra a Tabela 8.1:

Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por tipo de atividade					
	Amost	Amostra 30		MM	
Descritivo	Número	Peso	Número	Proporção	
Serração	6	20%	946	20%	
Painéis	0	0%	37	1%	
Carpintaria	11	37%	1627	34%	
Mobiliário	9	30%	1405	30%	
Grossistas	4	13%	714	15%	
Total	30		4729		

Tabela 8.1 - Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por tipo de atividade

Por outro lado, a dimensão das empresas da amostra é bastante variável, mas aqui foi dada prioridade ao recebimento de respostas em tempo útil e com um grau de discricionariedade mínimo na tomada de decisão que pudesse conferir aos números alguma relação com políticas deliberadas de endividamento. A sub-representação de empresas nos escalões até 1 milhão de euros anuais de faturação média é um elemento que limita um pouco as conclusões, e tem de ser incluído nelas, mas claramente permitiu um estudo aplicado que, de outra forma, poderia não ter sido possível.

Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por dimensão					
	Amost	tra 30	Total N	им	
Descritivo	Número	Peso	Número	Proporção	
Até 0,5 milhão de curos	2	7%	3139	66%	
0,5-1 milhão de euros	6	20%	771	16%	
1-10 milhões de euros	16	53%	755	16%	
Mais de 10 milhões de euros	6	20%	64	1%	
Total	30		4729		

Tabela 8.2 - Segmentação da amostra do setor da Madeira e do Mobiliário por dimensão

As características de dimensão da amostra-base de 30 empresas sugerem que é relevante entender qual a relação entre o desempenho das empresas da amostra não só face ao total, mas também face ao escalão mediano entre 1 e 10 milhões de euros de faturação média anual.









8.2.1. Análise do crescimento e dimensão

Indicadores de Crescimento e Dimensão				
Descritivo	Amostra 30	Dimensão 1-10M	Total MM	
Número de empresas	30	731	4 301	
Volume de negócios (milhares de euros)	1 559	1 828	317	
Primeiro quartil	959	1 260	164,7	
Terceiro quartil	7 904	2 970	734,6	
Crescimento do volume de negócios	5,3%	4,4%	5,4%	
Primeiro quartil	-4,3%	-5,7%	-8,3%	
Terceiro quartil	16,9%	17,4%	23,4%	
Capital investido (milhares de euros)	1 129	1 178	167,1	
Crescimento do capital investido	8,7%	8,0%	7,0%	
Número de efetivos	27,1	21,8	6,0	
Vendas por efetivo (milhares de euros)	77	84	53,2	
Custo unitário médio trabalho (milhares de euros)	15,3	15,9	12,7	
Crescimento do EBITDA	8,6%	5,7%	-1,5%	

Tabela 8.3 - Indicadores de Crescimento e Dimensão

A Tabela 8.3 mostra que dimensão da amostra de 30 empresas apresenta maior amplitude absoluta inter-quartis de variação do que a dimensão do escalão *benchmark* de 1-10 milhões e maior amplitude relativa inter-quartis (mais de 8x) de variação do que o total da fileira (4,5x) pelo que pode ter atributos diversos do escalão *benchmark*, sendo que este apresenta indicadores de dimensão mediana superiores ao nível das vendas, capital investido e número de efetivos. A amostra de 30 empresas apresenta um crescimento das vendas semelhante ao da amostra global e um crescimento EBITDA superior ao das duas amostras de *benchmark*.

8.2.2. Atividade e Gestão de Ativos

Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos				
Descritivo	Amostra 30	Dimensão 1-10M	Total MM	
Grau de rotação do ativo	172%	161%	187%	
Prazo médio de inventários (dias)	99	87	79,7	
Prazo médio de recebimento (dias)	78	82	75,7	
Prazo médio de pagamentos (dias)	100	103	111,2	
Ciclo de caixa (dias)	77	67	44,2	
Peso do CCCD no volume de negócios	21,4%	21,4%	18,8%	
Peso ativo fixo económico nas vendas	24,2%	23,6%	15,6%	
Peso depreciações no ativo fixo económico	13,1%	15,1%	19,2%	
Peso do VAB no volume de negócios	28%	29%	34%	

Tabela 8.4 - Indicadores de Atividade e Gestão de Ativos

Em termos de rotação e gestão de ativos a amostra de 30 empresas apresenta atributos relativamente similares à da amostra do escalão de dimensão *benchmark* e tendencialmente menos favoráveis do que a amostra global, em especial no que respeita a maior capital investido. Contudo, este maior capital investido satisfaz uma das questões relevantes do inquérito que passa por entender a relação entre investimento e recurso a endividamento.









8.2.3. Rendibilidade

Indicadores de	Indicadores de Rendibilidade				
Descritivo	Amostra 30	Dimensão 1-10M	Total MM		
Taxa de margem bruta	49%	50%	54%		
Efeito controlo de custos	16%	15%	13%		
Rendibilidade operacional volume de negócios	8%	7%	7%		
Grau de rotação do ativo	172%	194%	214%		
Rendibilidade do capital investido	13,1%	12,1%	12,9%		
Primeiro quartil	2,8%	3,4%	2,7%		
Terceiro quartil	13,1%	15,2%	20,0%		
Efeito alavanea financeira	1,5%	1,1%	1,1%		
Rendibilidade do investimento e financiamento	15,2%	13,2%	14,0%		
Efeito fiscal	-3%	-3%	-3%		
Rendibilidade do capital próprio	12,2%	10,3%	11,4%		
Primeiro quartil	2,8%	2,9%	2,2%		
Terceiro quartil	16,8%	19,0%	25,2%		
Proporção de EBITDAs positivos	97%	95%	90%		
Proporção de resultados líquidos positivos	95%	90%	85%		

Tabela 8.5 - Indicadores de Rendibilidade

Numa análise global da rendibilidade, a amostra de 30 empresas parece ter uma ligeira vantagem face às restantes amostras, em particular face às empresas de dimensão 1-10 milhões de euros. Numa análise inter-quartis, essa vantagem desaparece, em especial para o terceiro quartil, ou seja, as melhores das 30 empresas da amostra-base não atingem *performances* tão elevadas como as empresas das restantes amostras.

8.2.4. Endividamento e estrutura financeira

Indicadores de l	Endividamento		
Descritivo	Amostra 30	Dimensão 1-10M	Total MM
Grau de autonomia financeira (endividamento)	65%	63%	73%
Primeiro quartil	50%	42%	44%
Terceiro quartil	81%	88%	100%
Grau de autonomia financeira (passivo)	43%	40%	35%
Múltiplo do EBITDA do endividamento	3,2	2,6	2,5
Grau de cobertura dos gastos de financiamento	5,6	7,5	6,2
Primeiro quartil	3,2	2,4	2,0
Terceiro quartil	19,8	27,4	22,9
Taxa de juro média do endividamento	1,8%	2,1%	2,2%
Proporção de endividamento corrente	41%	51%	46%
Proporção de capitais próprios positivos	100%	99%	94%
Proporção de endividamentos positivos	89%	90%	76%
Proporção autonomia financeira superior 50%	74%	65%	70%
Proporção autonomia financeira (passivo) superior 50%	35%	35%	32%
Proporção cobertura gastos financ. superior 200%	81%	78%	75%

Tabela 8.6 - Indicadores de Endividamento

As empresas da amostra-base apresentam algumas especificidades face às empresas das restantes amostras, mas nada de muito significativo. Algum destaque pode ser dado ao facto de terem um pouco mais de endividamento face à capacidade para gerar resultados do que as











restantes amostras (de acordo com o grau de cobertura dos gastos de financiamento e o múltiplo EBITDA do endividamento) e, mesmo assim, terem um custo da dívida mais reduzido e um peso do endividamento de longo prazo mais elevado.

8.2.5. Cash flow e liquidez

Indicadores de Liquidez e Cash Flow				
Descritivo	Amostra 30	Dimensão 1-10M	Total MM	
Peso cash flow operacional no capital investido	12%	14%	13%	
Peso do autofinanciamento no volume de negócios	7%	6%	5%	
Peso do autofinanciamento no capital próprio	15%	15%	15%	
Peso do investimento em ativo fixo no volume de negócios	3,6%	3,1%	1,7%	
Peso do investimento em ativo fixo no ativo fixo económico	15%	17%	13%	
Peso do investimento em ativo fixo nas A&D	134%	102%	73%	
Peso do free cash flow no volume de negócios	1,2%	1,6%	1,4%	
Peso do free cash flow no capital investido	0,9%	2,4%	1,3%	
Proporção de cash flows operacionais positivos	82%	80%	74%	
Proporção de autofinanciamentos positivos	80%	76%	70%	

Tabela 8.7 - Indicadores de Liquidez e Cash Flow

Em termos de liquidez, o destaque vai claramente para um maior investimento em ativo fixo das empresas inquiridas, visível em particular no peso mais elevado deste investimento no volume de negócios e no peso mais reduzido do free cash flow (2) no volume de negócios. No restante, destaque para proporções superiores de cash flows positivos face às duas amostras-benchmark.

8.2.6. Análise de risco

O número de indicadores com valores para o primeiro e terceiro quartis não é elevado, mas todos os valores do terceiro quartil parecem sugerir o mesmo: o desempenho da amostra-base nunca é tão elevado como os das restantes amostras para as empresas de melhor performance. No restante, os resultados divergem, mas é claro que, com exceção do volume de negócios, a amostra-base apresenta menor amplitude inter-quartis e, logo, maior estabilidade nos indicadores do que as amostras-benchmark.

8.2.7. Conclusão

A amostra de empresas que foi objeto do inquérito é composta por uma proporção superior de empresas de elevada dimensão face ao que sucede na amostra global de empresas da fileira. A sua análise permitiu concluir que são empresas que tendem a investir mais em ativos fixos e circulantes e a ter um pouco mais de endividamento face à capacidade económica do que, em média, nas empresas das amostras-benchmark, o que pode ajudar na relevância dos resultados do inquérito, ou seja, pode permitir entender melhor as motivações e lógicas das empresas que recorrem a endividamento.

⁽²⁾ Este facto é significativo porque o free cash flow é o único conceito de cash flow que inclui investimento em ativo fixo (a deduzir) e também o único no qual a amostra-base apresenta valores bastante inferiores.













8.3. Discussão dos resultados do inquérito

Conforme referido anteriormente, o inquérito encontra-se em anexo, sendo que, nesta secção, vão ser expostos e discutidos os resultados obtidos.

8.3.1. Razões principais para a empresa recorrer a endividamento

Razões principais	Número de respostas
Apoio à tesouraria.	20
Investimento em ativos fixos	18
Problemas financeiros sazonais ou conjunturais	0
Outros (por favor especifique)	0

Tabela 8.8 - Principais razões para o recurso a endividamento

As razões principais mais referidas para as empresas recorrerem a endividamento foram o investimento em ativos fixos e o apoio à tesouraria, sendo que 10 empresas referiram ambas as razões e duas responderam que não recorrem a endividamento. Claramente, a amostra é enviesada para empresas de maior qualidade e daí a ausência de respostas alegando eventuais problemas financeiros. Não foram também referidas outras motivações.

8.3.2. Instrumentos de endividamento mais frequentemente utilizados

Instrumentos de endividamento	Número de respostas
Linhas de apoio à tesouraria	16
Crédito em conta corrente	15
Locações financeiras ou operacionais	10
Crédito factoring	6
Desconto comercial (letras, livranças, cheques pré-datados)	3
Descoberto bancário	1
Mútuo longo prazo	1
Self-confirming Self-confirming	1

Tabela 8.9 - Instrumentos de endividamento

Os instrumentos de endividamento mais utilizados são as próprias linhas de apoio à tesouraria, o crédito em conta-corrente e alguma utilização de crédito *factoring*, instrumentos vocacionados para responder a necessidades de curto prazo. Estas três opções garantiram cerca de 80% das respostas obtidas. Entre os instrumentos vocacionados para o longo prazo, o destaque vai para a











utilização frequente de locações financeiras ou operacionais, que fazem sentido quando as razões de recurso à dívida estão também fortemente relacionadas com investimentos em ativos fixos. Os resultados apontam para uma fraca utilização de instrumentos tipicamente acessíveis, mas regra geral considerados sub-ótimos como sejam o desconto comercial e o descoberto bancário. Finalmente, como instrumentos não constantes no inquérito e considerados pelos inquiridos como "outros" destaque para o mútuo de longo prazo e o self-confirming para auxílio ao crédito comercial utilizado junto de fornecedores.

8.3.3. Potencial indisponibilidade no recurso ao endividamento

Problemas de disponibilidade de endividamento	Número de respostas
Não	29
Sim	1

Tabela 8.10 - Problemas de disponibilidade de endividamento

Apenas uma empresa referiu dificuldade no acesso ao financiamento por endividamento e apenas para uma dada situação: financiamento de projeto de investimento previamente aprovado no âmbito do programa Portugal 2020. Apesar dos resultados nada indicarem, este facto sugere que podem surgir problemas no caso de solicitações à banca de dossiês mais estruturados por empresas com informação económica e financeira menos favorável. Contudo, a força da resposta negativa (e o facto da única positiva apenas estar associada a uma situação menos típica de financiamento) não sustenta a hipótese de que a indústria da madeira e mobiliário se debata generalizadamente com problemas de acesso ao endividamento.

8.3.4. Prazo mais utilizado de endividamento

Prazo de endividamento	Número de respostas
Longo prazo	17
Curto prazo	9
Ambos	2
Nenhum	2

Tabela 8.11 - Prazo de endividamento

Quase todas as empresas revelaram um horizonte temporal preferido, neste caso o longo prazo (56%) e o curto prazo (30%). Para ajudar à celeridade das respostas, não foram solicitados pormenores. As duas empresas que comentaram a resposta referiram que três anos era um prazo considerado equilibrado no que respeita às suas necessidades de endividamento face à resposta da entidade financeira em termos de condições contratuais.









8.3.5. Critérios prioritários na opção por Instrumentos de endividamento

Critérios na opção por Instrumentos de endividamento	Número de respostas
Custo	21
Rapidez	11
Flexibilidade	11
Acessibilidade	7
Garantias e colaterais	7
Outros	0

Tabela 8.12 - Critérios na opção por Instrumentos de endividamento

Foram solicitados aos inquiridos dois critérios prioritários na opção por diferentes instrumentos de financiamento de um leque de critérios considerados na literatura financeira como os mais relevantes. As respostas não diferem substancialmente do que se estaria à espera. O critério custo da dívida está subjacente à maior parte das situações, acrescendo ainda outras prioridades mais pragmáticas, como a rapidez, a acessibilidade e as exigências de garantias e colaterais, todas com alguma representatividade e, ainda, um critério mais sofisticado de adequação do instrumento às necessidades de investimento (flexibilidade), eventualmente relacionado com o "matching" de maturidades do investimento e financiamento. O único comentário recebido é, talvez, importante aqui: "todos pedem que o gerente seja fiador particular". Claramente, a informação disponível pela entidade financeira sobre o emitente pode não satisfazer inteiramente e torna-se necessária a combinação com informação particular dos gerentes, muitas vezes sócios das empresas que recorrem a endividamento.











8.4. Principais conclusões

As principais fontes de financiamento utilizadas pelas empresas são o capital próprio e o endividamento. Segundo a famosa "pecking order" do financiamento (3), a primeira questão na análise do financiamento empresarial passa por conhecer a capacidade de autofinanciamento, ou seja, o instrumento de financiamento "natural" das empresas associado ao eventual excedente financeiro criado pela atividade da empresa. No caso da amostra do inquérito, parece claro que as empresas têm capacidade para gerar cash flow internamente, mas que podem surgir algumas necessidades de financiamento externo. A "pecking order" sugere que, nestes casos, as empresas tendem a recorrer a endividamento e, apenas em última instância, a outros instrumentos de financiamento por capital próprio, como prestações suplementares ou, mesmo, aumentos de capital. Este inquérito não se debruçou sobre o assunto, dado que os dados quantitativos do SABI anteriormente analisados comprovam o reduzido recurso a estes instrumentos, ao contrário do que sucede para o endividamento. Para compreender melhor as decisões das empresas da fileira da madeira e do mobiliário para fazer face a necessidades de financiamento externo, foram selecionadas pelo promotor do estudo algumas empresas consideradas representativas das atividades da fileira e com algum potencial para se endividar por razões "positivas", no sentido de que seriam menos sensíveis a problemas económicos. A análise económico-financeira efetuada a essa amostra confirma que se trata de empresas de dimensão e qualidade económica acima da média, mas que, exatamente por isso, podem tomar decisões de endividamento de forma mais autónoma e esclarecida. Não podem, no entanto, ser ignoradas eventuais situações diversas na fileira que a literatura claramente sugere serem mais difíceis de analisar por via de inquéritos facultativos.

Os resultados do inquérito parecem mostrar que empresas com os atributos da amostra não têm problemas de acesso a endividamento, porventura com exceção de situações bastante específicas, recorrem frequentemente a endividamento de longo prazo (regra geral, menos acessível), a uma forte diversidade de instrumentos de endividamento (com destaque para reduzido recurso a soluções assumidamente sub-ótimas, o que reforça a inexistência de problemas de acesso a endividamento) e consideram como prioridade o custo do endividamento, entre outras características contratuais relevantes como a rapidez, flexibilidade e as garantias e colaterais solicitados, para além da questão da acessibilidade. Por outras palavras, tal como sugerem os capítulos anteriores, não parece que a questão da falta de acessibilidade ao endividamento seja um problema significativo para empresas de qualidade económico-financeira sendo que, para as restantes, tal poderá realmente ocorrer, mas isso não será de todo uma realidade específica da fileira da madeira e do mobiliário.











⁽³⁾ A "pecking order" é um modelo explicativo das decisões marginais do financiamento em contextos de normal assimetria de informação entre as empresas que recorrem a financiamento e os seus financiadores. Em poucas palavras, este modelo permite concluir que as empresas recorrem, sempre que possível, a autofinanciamento e quando têm de recorrer a financiamento externo procuram soluções financeiras que satisfaçam os interesses da empresa, mas que exijam menor transmissão de informação ao mercado, como seja o endividamento garantido, deixando para o fim da lista instrumentos de financiamento com maior risco ou maior necessidade de transparência, como sejam os aumentos de capital próprio.

9. Conclusões

Este trabalho carateriza a situação económico-financeira das empresas da fileira portuguesa da madeira e do mobiliário no período de 2016-20 e procede à sua comparação com a encontrada no trabalho anteriormente realizado para o período 2010-2017. Nesse sentido, começa-se, no capítulo 2, por analisar os dados globais da fileira. Nos capítulos 3 a 5, aprofunda-se esta análise segmentando esta amostra de acordo com critérios de setor de atividade, dimensão e nível de endividamento, respetivamente. Nos capítulos 6 e 7, fazem-se duas análises de benchmarking, comparando a fileira da madeira e mobiliário com duas fileiras nacionais com lógicas económicas similares, o têxtil-vestuário e o calçado, e com a fileira espanhola da madeira e mobiliário.

Sintetizam-se, de seguida, as principais conclusões que o estudo permitiu retirar.

9.1. Evolução da situação económico-financeira

O ciclo de desempenho e crescimento da fileira da madeira e do mobiliário no período 2016-20 é transversal a todas as divisões da fileira e mesmo às amostras de benchmark, apenas com ligeiras especificidades. A evolução do desempenho da fileira portuguesa da madeira e mobiliário foi muito positiva entre 2016 e 2018, mas registou uma ligeira quebra em 2019 que se aprofundou em 2020. Na fileira espanhola passou-se um pouco o mesmo, mas com níveis de desempenho menos favoráveis. Nas fileiras do calçado e têxteis-vestuário o topo do desempenho ocorreu mais cedo, em 2017, sendo que a quebra na fileira do calçado foi notória mesmo antes de 2020. De 2016 a 2019, assistiu-se a um incremento contínuo da dimensão, crescimento do volume de negócios, do custo unitário médio do trabalho e da cobertura de gastos de financiamento e a um decréscimo dos prazos médios de inventário, recebimento e pagamento, da taxa de juro média da dívida e da capacidade para gerar cash flow operacional e de autofinanciamento. Os restantes indicadores principais não variaram significativamente, com destaque para a estabilização do peso da dívida. O ano de 2020 foi, pelos motivos conhecidos, uma exceção clara, com quebras a todos os níveis.

Esta evolução favorável no desempenho em 2016-19 permitiu à fileira da madeira e do mobiliário recuperar desempenho relativo em termos de rendibilidade face aos têxteis-vestuário (ultrapassando-o em termos de crescimento) e ultrapassar a rendibilidade e crescimento da fileira ao calçado a partir de 2019. Tal como no período 2010-17, a fileira nacional esteve sempre à frente em termos de desempenho face à fileira espanhola, tendo até aumentado ligeiramente o diferencial positivo de desempenho.











9.2. Perfil dimensão-investimento-crescimento

A fileira nacional da madeira e do mobiliário apresenta no período um forte aumento na dimensão média ao nível do volume de negócios e do capital investido (mas não ao nível do número de efetivos) até 2019, mas, mesmo assim, fica abaixo de todas as amostras de benchmark ao nível da faturação. Concretamente, fica abaixo da dimensão espanhola (com exceção do número de efetivos) e abaixo do calçado e dos têxteis-vestuário (mas com similar capital investido). Mas, dentro da fileira da madeira e do mobiliário, subsistem duas realidades distintas: a divisão dos painéis e as restantes divisões, sendo que o volume de negócios das empresas da divisão dos painéis é muito superior ao das restantes.

A dimensão é, sem dúvida, um atributo de especial capacidade explicativa do desempenho. A dimensão está económica e positivamente relacionada com crescimento do EBITDA (e proporção de EBITDA positivo), peso do ativo fixo económico e capital circulante, o investimento em ativo fixo, o custo unitário médio do fator trabalho, o peso da dívida no balanço (mas também com a proporção de capitais próprios positivos e com a cobertura de gastos de financiamento na demonstração do resultado) e com o peso da dívida corrente no total do capital investido. Pelo contrário, a dimensão está negativamente correlacionada com o número de empresas da amostra. crescimento do volume de negócios (exceto primeiro quartil), rotação do ativo económico, rendibilidade do capital investido e do capital próprio (exceto, uma vez mais, ao nível do primeiro quartil), com a proporção de empresas com dívida nula e com o peso do passivo no ativo total. No entanto, não parece existir relação entre dimensão e custo médio da dívida e capacidade para gerar cash flow operacional e de autofinanciamento.

Relativamente ao investimento, a fileira da madeira e do mobiliário caracteriza-se por um peso médio do capital circulante e do ativo fixo no volume de negócios superior ao que sucede para os têxteis-vestuário e calçado. No entanto, é clara a tendência de acréscimo no tempo do peso de ativos fixos e decréscimo do investimento em capital circulante, porventura no sentido do que ocorre na fileira espanhola, onde o peso do ativo fixo é superior e do capital circulante inferior. A divisão da fileira em subgrupos mostra que as atividades de serração, dos painéis e mobiliário são muito mais intensivas em ativo fixo do que as restantes (seguida da carpintaria e, no fim, as grossistas) e, por esse motivo, têm um maior peso do ativo fixo e do investimento em ativo fixo no volume de negócios do que as outras divisões. A atividade de painéis apresenta ainda um forte peso do capital circulante (muito por virtude do prazo médio de inventários elevado), muito superior ao das restantes divisões que não apresentam grandes diferenças entre si. A divisão de painéis apresenta, também, um prazo médio do ativo fixo (ou inverso da taxa de amortização e depreciação média) muito superior ao das restantes divisões que apresentam, todas elas, valores muito similares. Finalmente, é claro que as empresas com maior peso da dívida no balanço (maior













que 20%) são as que investem mais, não sendo, porém, clara a hierarquia para pesos da dívida superiores a 20%.

Em termos de crescimento, a fileira da madeira e do mobiliário tem vindo a crescer desde 2016, mas com valores decrescentes. No entanto, a fileira nacional da madeira e mobiliário apresenta valores de crescimento do volume de negócios superiores em todos os quartis face ao calçado, têxteisvestuário e face à congénere espanhola. Mesmo o valor negativo verificado em 2020 (-2,1%) é significativamente mais elevado do que aconteceu para todos as restantes fileiras comparáveis e, uma vez mais, robusto para todos os restantes quartis. O mesmo sucede para o EBITDA: valores médios de crescimento mais elevados e, em 2020, menos negativos. Dentro da fileira da madeira e do mobiliário, as divisões da carpintaria (8,4%), dos grossistas (5,6%) e do mobiliário (4,8%) são as que mais crescem, sendo que tal ocorre também nos restantes quartis. Como seria de esperar, o crescimento tem uma correlação negativa com a dimensão (exceto primeiro quartil) e uma forte correlação positiva com o peso da dívida no balanço (sugerindo que esta é utilizada para crescer).

9.3. Rendibilidade e eficiência do negócio

A rendibilidade do capital investido apresentou uma evolução fortemente positiva no período 2016-18, com algum abrandamento em 2019 e uma quebra (natural) em 2020. Esta evolução foi comum a todos os tipos de rendibilidade e quartis e permitiu à fileira da madeira e do mobiliário alcançar os valores medianos da fileira do calçado (dado o decréscimo de rendibilidade nesta fileira desde 2017) e, mesmo, ultrapassá-la a partir de 2019 em quase todos os indicadores. A fileira dos têxteisvestuário foi (aparentemente) menos afetada pela crise 2020, continuando com um desempenho mediano superior ao da fileira da madeira e do mobiliário, com exceção nos primeiro e terceiro quartis e nos indicadores de proporção de resultados positivos. Destaque ainda para o facto do desempenho em termos de primeiro quartil da fileira da madeira e do mobiliário (nacional e espanhol) ser o único com valores positivos, refletindo a menor vulnerabilidade da rendibilidade na fileira da madeira e do mobiliário face às restantes. A fileira nacional apresenta maior rendibilidade do que a sua congénere espanhola, qualquer que seja o indicador considerado.

Em termos de atividades, os grossistas e a carpintaria apresentam os níveis mais elevados de rendibilidade, seguindo-se a serração e o mobiliário e, finalmente, a atividade de painéis. Este ranking baseia-se, essencialmente, na rotação do ativo de negócio (dada a semelhança nas margens) e contrasta bastante com o que se verificou no período 2010-17, em que a atividade de painéis apresentava um desempenho muito superior às restantes. Ao nível do primeiro quartil, as diferenças de rendibilidade são, no entanto, mínimas.











Relativamente aos escalões de dimensão e de peso da dívida, verifica-se uma correlação média negativa entre rendibilidade e dimensão e entre rendibilidade e peso da dívida no balanço, exceto para o primeiro quartil (em que a correlação se inverte) e para as proporções de resultados positivos (com valores similares, exceto para as empresas do escalão de menor dimensão que têm valores mais reduzidos).

9.4. Estrutura financeira e eficiência do financiamento

A análise desta seção reveste-se de particular importância para um diagnóstico da "inteligência financeira" na fileira da madeira e do mobiliário pelo que se desenvolvem as conclusões um pouco mais.

A caracterização das diferentes amostras segmentadas por setores, áreas geográficas (Portugal, Espanha) e tipos de atividade dentro da fileira da madeira e do mobiliário permitiram identificar um padrão particular de endividamento: com exceção de Espanha (cujos dados apresentam algumas lacunas), a proporção de empresas com até 20% de dívida, entre 20% e 50% de dívida e com mais de 50% de dívida são muito similares, a rondar os 30%-35%. Em termos setoriais, a fileira da madeira e mobiliário apresenta um peso do endividamento ligeiramente superior ao das restantes fileiras (27% contra 24% dos têxteis-vestuário e 20% do calçado), mas para 2020 as diferenças são quase nulas. Todos estes valores são significativamente inferiores ao peso da dívida das empresas espanholas (a rondar os 50%). Note-se que o peso da dívida para as empresas do primeiro quartil de autonomia financeira (as mais endividadas) é inferior na fileira da madeira e do mobiliário face aos restantes casos, o que é de assinalar. Dentro das atividades da fileira nacional, não existem diferenças substanciais face à média, com exceção da divisão dos painéis que apresenta um pouco mais de dívida no balanço. Por outras palavras, apenas 30%-35% das empresas tem dívida superior a 50% do capital investido e o intervalo de empresas com peso da dívida inferior a 20% é também similar. Uma conclusão importante relacionada com o peso da dívida no balanço é a sua elevada correlação positiva com a dimensão.

A problemática do peso da dívida no balanço apenas pode ser avaliada com rigor se for combinada com a capacidade económica para fazer face aos encargos da dívida, ou seja, com a análise da capacidade para as atividades gerarem resultados para cobrir os gastos de financiamento. Neste domínio, a fileira da madeira e do mobiliário está muito bem posicionada, com valores mais elevados do que as restantes fileiras e a congénere espanhola. Este resultado é robusto para todos os quartis. Dentro das atividades da fileira, as divisões dos painéis, carpintaria e grossistas detêm os valores mais elevados, mas todos apresentam valores muito confortáveis (acima das 5 vezes), mesmo para o primeiro quartil (apenas a divisão dos painéis tem um valor ligeiramente abaixo de 1,5 vezes). Uma vez mais, verifica-se uma correlação fortemente positiva e robusta entre dimensão









e cobertura dos gastos de financiamento, o que faz sentido dado que estes são custos fixos da atividade.

Uma questão que se pode levantar é a hipótese da substituição do endividamento por contas a pagar, em particular fornecedores. Na fileira da madeira e do mobiliário verifica-se alguma redução no recurso a contas a pagar traduzida em valores mais reduzidos do prazo médio de pagamento (redução de 118 dias em 2016 para 105 dias em 2020) e pesos superiores da autonomia financeira considerando o passivo e o ativo total (aumento de 33% em 2016 para 38% em 2020). Não existem diferenças assinaláveis face aos valores medianos das restantes fileiras, nem face à congénere espanhola, apesar de em nenhum destes casos haver a mesma tendência de redução do passivo no tempo. Em termos de atividades da fileira, a carpintaria e o mobiliário recorrem mais a contas a pagar do que as restantes atividades, com destaque para a serração que tem autonomia financeira, considerando o passivo, bastante superior às restantes (44% face a 31%-38%). As empresas de maior dimensão recorrem menos a contas a pagar, na medida em que a correlação negativa entre dimensão e peso do passivo é muito negativa, apesar da correlação entre dívida e dimensão ser muito positiva. Este resultado poderia sugerir a substituibilidade entre dívida e contas a pagar, mas esta hipótese é contrariada pelos maiores prazos de pagamento das empresas com mais dívida financeira (72 dias para empresas sem dívida e 126 dias para empresas com mais de 50% de dívida financeira).

Relativamente ao custo médio da dívida, a evolução no período foi positiva (2,6% em 2016 e 1,6% em 2020), tal como sucedeu nas restantes fileiras e congéneres espanholas, com evoluções similares e valores comparáveis. O mobiliário apresenta valores mais reduzidos do que as restantes fileiras (2% contra 2,2% a 2,5%) e não parece existir correlação forte entre dimensão e custo da dívida, eventualmente porque as vantagens da dimensão são compensadas por um maior peso da dívida.

A análise do peso da dívida corrente (e, logo, da não corrente) é importante também para entender a estrutura de maturidades da dívida e para auxiliar à resposta para uma eventual questão de acessibilidade ao endividamento por parte das empresas da fileira. Durante o período de 2016-2020 não se verificou nenhuma alteração substancial, com exceção da redução verificada em 2020 no peso da dívida corrente. Como o mesmo ocorreu nas restantes fileiras, pode ser um efeito da redução do número de empresas com menor qualidade. Comparativamente às restantes fileiras, a madeira e mobiliário tem um peso inferior de proporção de dívida corrente (semelhante ao caso espanhol), ou seja, um maior peso de dívida não corrente do que as restantes fileiras (54% contra os 32% do calçado e 41% dos têxteis-vestuário). Este dado não sugere problemas de acessibilidade ao endividamento. Dentro das atividades da fileira, o mobiliário recorre mais a dívida não corrente (62%) do que as restantes, sendo que a carpintaria (54%) e serração (52%) apresentam valores superiores a 50%, contra os 41% dos grossistas e os 48% dos painéis. A











proporção de endividamento não corrente aumenta também com a dimensão e diminui com o peso da dívida. Por isso, pode-se argumentar que a dívida corrente é a mais acessível para empresas endividadas e de menor dimensão. Não parece haver evidência clara de dificuldades de acesso ao endividamento, até pela escassa proporção de empresas da fileira sem dívida (11,1%).

As proporções de capitais próprios positivos e de indicadores favoráveis (como autonomias financeiras e coberturas de gastos de financiamento elevadas) da fileira da madeira e do mobiliário têm evoluído favoravelmente e são bastante similares às das restantes fileiras, mas com valores ligeiramente mais altos em 2020. Não existem diferenças assinaláveis entre atividades da fileira, melhoram ligeiramente com a dimensão e não são extraordinariamente sensíveis ao peso da dívida no balanço. São indicadores que claramente indicam que o risco financeiro da fileira não é significativo e que está bastante controlado. Para terminar, pode-se ainda concluir que a fileira apresenta, genericamente, melhores indicadores a este nível do que sucedia no período 2010-17, quase desaparecendo os indícios de menor capacidade de acesso a dívida.

Finalmente, foi realizado um inquérito facultativo sobre decisões de endividamento a 30 empresas representativas das atividades económicas da fileira da madeira e do mobiliário. Este inquérito revelou um padrão de preferências relativamente semelhante ao que seria de esperar de empresas de atividades económicas similares e, sobretudo, não ofereceu evidência de suporte a problemas de acessibilidade ao endividamento acima do que seria expectável num contexto bancário difícil como o atual.

9.5. Liquidez e capacidade para gerar e aplicar cash flow

A capacidade para gerar cash flow e autofinanciar o investimento em ativo fixo económico da fileira da madeira e do mobiliário manteve-se relativamente estável no período 2016-20, tendo apenas uma ligeira quebra em 2020, compensada por uma redução no investimento em ativo fixo. A fileira da madeira e do mobiliário apresentou valores dos indicadores de liquidez superiores aos dos têxteis-vestuário, calçado e à fileira espanhola e uma menor sensibilidade ao ano de 2020. Em termos de atividades, a serração apresenta uma performance superior às restantes divisões que têm um desempenho similar (com os painéis ligeiramente abaixo das restantes, exceto nas proporções de cash flows positivos). Não parece existir nenhuma correlação importante entre dimensão e liquidez, exceto na relação positiva com as proporções de cash flows positivos. Finalmente, a correlação entre liquidez e peso da dívida é negativa, com claro destaque para o caso das empresas de maior peso da dívida no balanço que apresentam valores de liquidez menos favoráveis. Face ao período de 2010-17, os indicadores de liquidez melhoraram significativamente e o investimento em ativo fixo aumentou bastante.











9.6. Análise de Risco

Um dos principais resultados deste estudo é o claro melhor desempenho relativo ao nível do crescimento e rendibilidade das empresas do primeiro quartil de desempenho, em termos de evolução no tempo e face aos comparáveis. Combinando este resultado com uma evolução favorável ao nível das empresas na mediana e terceiro quartil de desempenho, parece legítimo afirmar que o risco económico da fileira da madeira e do mobiliário é relativamente reduzido. Ao nível do risco financeiro, a rendibilidade atrativa da fileira permite uma cobertura muito confortável de gastos de financiamento, mesmo ao nível das empresas do primeiro quartil de desempenho, sugerindo que, também aqui, a situação está controlada. Em termos de atividades, a divisão dos painéis e as empresas com uma proporção superior de dívida parecem um pouco mais debilitadas, mas sem nunca atingirem indicadores preocupantes. A reduzida sensibilidade relativa face aos problemas ocorridos em 2020 tornam ainda mais razoáveis estas conclusões.

9.7. Custo do capital e criação de valor

A análise a valor contabilístico não é muito ilustrativa sobre a capacidade para a atividade económica e financeira gerar valor para o capital investido, mas as rendibilidades medianas na ordem dos dois dígitos parecem ser suficientes para fazer face ao custo do capital que, pelo menos na componente dívida, apresentou uma redução clara no período 2016-20. No entanto, esta conclusão tem de ser interpretada à luz do facto de que a diferença entre retorno do capital investido e custo do capital não deverá ser substancial.











9.8. Síntese das conclusões

Reiterando, o que afirmámos no sumário executivo deste trabalho, no período 2016-2020 aqui estudado, a fileira da madeira e do mobiliário melhorou o seu desempenho face ao período 2010-17, em todos os níveis de análise principais aproximando-se, e mesmo ultrapassando, em alguns indicadores, outras fileiras comparáveis e mantendo desempenhos bem acima da fileira congénere espanhola. As dificuldades inerentes à pandemia de COVID-19 não foram, no ano 2020, suficientes para comprometer os avanços verificados nos anos anteriores.

O estudo realizado, incluindo o inquérito, não gerou evidência de suporte à hipótese da falta de acesso das empresas da fileira ao endividamento, em geral, e ao setor bancário em particular. Este último vive tempos de profunda reestruturação, com prioridade para melhorar a qualidade dos seus balanços e com objetivos de limitação clara de riscos, sendo porventura importante uma intervenção institucional relevante (porventura através da AIMMP e organismos públicos vocacionados para PMEs) que permita uma imagem da fileira da madeira e do mobiliário mais próxima da realidade constatada neste estudo e uma discussão sobre os segmentos mais interessantes de empresas para a banca (como as entidades exportadoras, importadoras, candidatas a sistemas de incentivo públicos e comunitários e em processo de fusões e aquisições), sendo este leque de empresas progressivamente aumentado com outras empresas da fileira com potencial de expansão e internacionalização.













10. Anexos

EMPRESAS	CAE principal
1	16101
2	16101
3	16240
4	16101
5	16101
6	16102
7	16291
8	16220
9	16230
10	16291
11	16230
12	16291
13	16230
14	16230
15	32991
16	32995
17	16230
18	31091
19	31091
20	31091
21	31091
22	31030
23	31091
24	31091
25	31091
26	31091
27	46731
28	46470
29	46731
30	46731

Anexo 1 - Distribuição setorial das empresas inquiridas











Este inquérito é realizado no âmbito do estudo de avaliação da situação económico-financeira da fileira da madeira e do mobiliário. A sua resposta é muito importante para uma análise informada mais completa sobre os atributos das empresas da fileira em termos de decisão de endividamento. A informação que fornecer será utilizada apenas para este efeito e será apenas analisada de forma agregada, com os dados das restantes empresas inquiridas. Nenhuma informação individual da sua empresa será divulgada.

Este questionário é relativo à atividade da seguinte empresa				
Nome da empresa:				
Se não for a pessoa certa para responder, se lhe for possível, agradecemos que reencaminhe o email que recebeu para quem o possa fazer. 1) Nos últimos anos (com destaque para o período pré-pandemia), quais as razões principais para a sua empresa recorrer a endividamento:				
Apoio à tesouraria				
Problemas financeiros sazonais ou conjunturais				
Outros (por favor especifique na linha abaixo)				
2) Nos últimos anos (com destaque para o período pré-pandemia instrumentos de endividamento a sua empresa utilizou com maio Crédito em conta corrente	<i></i>			
Linhas de apoio à tesouraria				
Descoberto bancário				
Desconto comercial (letras, livranças, cheques pré-datados)				
Locações financeiras ou operacionais				
Crédito factoring				
Outros (por favor especifique na linha abaixo)				
3) Nos últimos anos, ignorando o período da pandemia 2020-21, em que a sua empresa pretendia recorrer a endividamento, mas indisponibilidade dos potenciais financiadores:	,			
Sim				
Não				
Se puder acrescentar algum comentário sobre esta questão, por favo	or utilize o espaço seguinte:			













Atributos de endividamento: a) Tipo de prazos mais utilizados				
Longo prazo				
Porquê?				
b) <u>Dois critérios</u> prioritários na opção por instrumento	s de endividamento:			
Rapidez				
Acessibilidade				
Flexibilidade				
Custo				
Garantias e colaterais				
Outros (por favor especifique na linha abaixo)				
Se quiser acrescentar algum comentário sobre a decisão de favor utilize o espaço seguinte:	endividamento da sua	a empresa, por		
Pessoa de contacto para esclarecimento de questões relaci Nome: Email:	onadas com este ques	stionário		
Muito obrigado pela sua colaboração.				











