



Facultad de Ciencias Económicas

GESTIÓN DE LAS EMPRESAS FAMILIARES: ESTRATEGIAS DE CRECIMIENTO INORGÁNICO

Clave: 201902072

Tutora: María Rosa Aquerreta Ferraz

MADRID | Junio, 2023.

Resumen

En este trabajo de fin grado, me centraré en uno de los tipos de empresa con más actividad económica en España, las PYMES (pequeñas y medianas empresas). Más específicamente, trabajaré con una empresa familiar dedicada a la importación de maderas tropicales, que se encuentra actualmente en pérdidas. Por motivos de confidencialidad le pondré un nombre distinto al que tiene la empresa, la llamaré Madtimber. El objetivo será en todo momento buscar estrategias de crecimiento para que la empresa recupere resultados positivos. En este trabajo se hará más hincapié en una estrategia de crecimiento inorgánico, que es aquella que permite hacer crecer un negocio con recursos externos, es decir aprovechando activos de otra empresa, que se obtienen mediante un proceso de adquisición o fusión de empresas. Mi TFG se centrará en una integración vertical que tendrá en cuenta unas sinergias estimadas que son estudiadas a raíz de los distintos objetivos que están siguiendo las empresas, es decir integraré el modelo de negocio de Madtimber junto con el de la empresa adquirida valoración consolidada realizada, que me permitirá sacar conclusiones acerca de los escenarios posibles en el futuro, y si de realmente los supuestos de los que he partido inicialmente, justifican los resultados de la estrategia de crecimiento inorgánico establecida.

Palabras clave

Las palabras clave de este TFG están relacionadas en mayor medida con términos corporativos y financieros, como los siguientes: **PYME, sinergias, crecimiento inorgánico, WACC, Enterprise value, Equity Value, EBITDA, derivados de la madera, adquisición, carpintería, EV/EBITDA.**

Abstract

In this final thesis, I will focus on one of the types of companies with most economic activity in Spain, SMEs (Small and medium-sized enterprises). More specifically, I will work with a family business dedicated to the import of tropical timber, which is currently delivering losses or negative results at a financial level. For reasons of confidentiality, I will put a different name to the one that the company has, it will be called Madtimber. The aim is to seek growth strategies with the goal that the company returns to present positive results. I will be focusing mainly on an inorganic growth strategy, which is the one that allows a business to grow with external resources, that is, taking advantage of assets from another company, which are obtained through a process of merger or acquisition of a company. In my case, I will analyze a vertical integration that will take into account some estimated synergies that are studied as a result of the different objectives that the companies are pursuing, as I will integrate the business model of Madtimber with the acquired company in a consolidated valuation, which will allow me to draw conclusions about the possible scenarios in the future, and if the assumptions from which I initially started really justify the results of our inorganic growth strategy.

Key words

The keywords of this thesis are related to corporate and financial terms, such as the followings: **SME, synergies, inorganic growth, WACC, Enterprise value, Equity Value, EBITDA, wood derivatives, acquisition, carpentry, EV/EBITDA.**

Agradecimientos

Me gustaría agradecer en primer lugar mi tutora del TFG, Miren Aquerreta, quien desde el principio ha apoyado mi idea y ha estado siempre disponible para cualquier cosa que necesitara. Además, su trato ha sido siempre muy amable y cordial, dedicándome todo el tiempo que fuera necesario para realizar este trabajo de la mejor manera posible. En segundo lugar, me gustaría agradecer a mi padre y todo el equipo de Madtimber, ya que me han proporcionado toda la información que necesitaba para realizar las distintas partes del proyecto, y han creído siempre en mi iniciativa, a pesar de no tener la misma experiencia profesional. Por otra parte, me gustaría agradecer a la carpintería y a un profesional de las finanzas, quienes en todo momento me han estado ayudando y aportando información necesaria, para llevar a cabo la operación de la adquisición por parte de Madtimber.

Por último, me gustaría dedicarle este trabajo a mi abuelo, fundador de Madtimber, quien siempre ha tenido un espíritu emprendedor y a pesar de que la empresa haya pasado por momentos negativos, nunca tiró la toalla y siempre buscó la mejor solución para crecer y salir de cualquier problema. Este TFG va en línea con su filosofía de trabajo y los valores que nos ha inculcado a toda la familia. Estoy seguro de que se sentirá orgulloso de todo el trabajo realizado.

Índice de contenido

<i>Resumen</i>	1
<i>1.Introducción</i>	6
1.1 Justificación del tema	6
1.2 Objetivos	6
1.3 Metodología.....	7
1.4 Estructura	8
<i>2. Contexto empresarial general de las PYMES</i>	9
<i>3. Historia de la empresa</i>	10
3.1 Introducción a la actividad de la empresa	11
3.2 Organigrama de la empresa.....	14
3.3 Compromiso medioambiental	16
3.4 Datos financieros relevantes.....	17
<i>4. Análisis Estratégico</i>	22
4.1 Modelo Canvas.....	22
4.2 Análisis PORTER	34
4.3 Conclusiones a nivel estratégico	39
<i>5.Integración vertical: Adquisición de la carpintería</i>	40
5.1 ¿Cómo surgió la operación y por qué se decidió llevar a cabo?	40
5.2 DAFO de las sinergias generadas por la operación.....	42
5.3 Valoración de la carpintería.....	44
5.4 Cierre de la adquisición y financiación de la operación	47
5.5 Consolidación global de cuentas.....	50
5.6 Efectos de la operación para los accionistas de Madtimber.....	54
<i>6. Conclusiones</i>	55
<i>7. Bibliografía</i>	59
<i>8. Anexo</i>	60

Índice de tablas

<i>Tabla 1: Tipos de PYMES y sus características</i>	9
<i>Tabla 2: Datos macroeconómicos PYMES diciembre 2022</i>	9
<i>Tabla 3: Empleo generado por empresas en España en 2022</i>	10
<i>Tabla 4: Productos comercializados por Madtimber</i>	12
<i>Tabla 5: Datos financieros relevantes Madtimber</i>	17
<i>Tabla 6: Comparación valoración por múltiplos y DCF en términos EV/EBITDA</i>	21
<i>Tabla 7: Modelo Canvas</i>	33
<i>Tabla 8: DAFO sinergias</i>	43
<i>Tabla 9: Datos financieros relevantes carpintería</i>	44
<i>Tabla 10: Comparación valoración DCF y por múltiplos en términos EV/EBITDA</i>	46
<i>Tabla 11: Estructura accionistas antes de la operación</i>	49
<i>Tabla 12: Estructura accionistas después de la operación</i>	49
<i>Tabla 13: Datos financieros relevantes cuentas consolidadas</i>	51
<i>Tabla 14: Evolución del beneficio por acción</i>	54

Índice de figuras

<i>Figura 1: Proceso de importación de maderas tropicales</i>	13
<i>Figura 2: Proceso de compra de productos derivados</i>	13
<i>Figura 3: Organigrama Madtimber</i>	14
<i>Figura 4: Estructura de financiación de la operación</i>	48

1.Introducción

1.1 Justificación del tema

A la hora de elegir este tema, no tuve ninguna duda respecto a ello. Desde pequeño siempre he vivido la gestión de una PYME, ya que mi padre siempre se ha dedicado a dirigir la empresa familiar. Al haber visto desde cerca el mundo de las PYMES, me di cuenta de que la gran mayoría siguen manteniendo una gestión de su actividad bastante atrasada, y muchos de sus departamentos necesitan una re-modernización, ya que en muchas empresas familiares no disponen y aprovechan al máximo de recursos avanzados que pueden facilitar y mejorar la gestión de la empresa. Durante la carrera, estudiando distintas asignaturas relacionadas con la economía, me impactó el gran número de empresas familiares que existen en España, casi 3 millones según la Dirección General de Industria y de la Pequeña y Mediana Empresa en sus últimos datos de diciembre de 2022 (Portal PYME, 2022). Sin embargo, considero que se podría aprovechar mucho más su potencial, ya que muchas de ellas no facturan lo máximo que podrían, ya que cuentan con una estructura organizativa muy antigua. Otro motivo que me ha llevado a elegir este tema es el hecho de que la empresa que analizaré se encuentra en pérdidas y con el objetivo de que vuelva a tener beneficios, se han planteado opciones muy interesantes para la empresa, como la compra de una carpintería y la entrada a nuevos mercados como es el de productos de derivados de la madera.

1.2 Objetivos

Con la realización de este TFG, pretendo conseguir unos objetivos particulares y otros de carácter general. Refiriéndonos a los objetivos particulares, trataré de multiplicar el valor actual de una empresa familiar recuperando los beneficios en su actividad que tendrá como propósito llevar a cabo estrategias de crecimiento inorgánico, estudiando la posibilidad de entrar en nuevos mercados, comercializando nuevos productos. Además, partiré desde la base de que se da la adquisición de una carpintería que es cliente habitual de Madtimber, llevando a cabo una integración vertical. Para analizar el efecto que tendría la compra de la empresa, estimaré las sinergias resultantes de la adquisición con el objetivo de realizar una valoración de las cuentas consolidadas. Una vez conseguido el valor esperado de las empresas consolidada, que estimaré mediante los distintos sistemas de valoración de empresas, como el de descuentos de flujos de caja o valoración por múltiplos, mi objetivo general sería llegar a dos escenarios que bajo mi punto de vista

serán las mejores opciones para la empresa, y me harían comprobar si la estrategia de crecimiento inorgánico ha dado sus frutos. Los objetivos y situaciones óptimas en base a los resultados obtenidos son las siguientes. El primero se trata obtener un alto valor de la empresa consolidada, gracias a la adquisición de la carpintería y a la comercialización de nuevos productos, que permita en un futuro alcanzar una venta por un alto valor a cualquier tipo de comprador, ya sea por ejemplo un Private Equity. Con dicha venta se materializaría una plusvalía respecto al valor actual de la empresa. El otro objetivo general y escenario planteado, es que la empresa pueda seguir con su actividad en base a las estrategias de crecimiento inorgánico establecidas, es decir, partir de unos principios nuevos que se encarguen de guiar la actividad de la empresa, siendo autosuficiente.

1.3 Metodología

Para llevar a cabo este proyecto, es necesario partir de una serie de puntos establecidos para conseguir llegar a nuestro objetivo principal, dentro de los cuales encontramos la adquisición de la carpintería por parte de Madtimmer. En primer lugar, lo que haré será acudir a la empresa para analizar cuáles son las características a mejorar, además se debe entender también cómo es el funcionamiento de la empresa, para establecer una estrategia acorde a su actividad, que en nuestro caso es la importación y distribución de maderas tropicales. Con la finalidad de analizar el impacto de las estrategias de crecimiento inorgánico, primero analizaré la situación financiera de la empresa, en la que estudiaré sus distintos ratios y datos financieros relevantes, y además se estimará el valor del negocio de la empresa en base a los métodos de descuento de flujos de caja y valoración por múltiplos. Respecto a la parte estratégica, analizaré primero la actividad actual de la empresa y sus principales productos, y para estudiar el impacto de las estrategias de crecimiento realizaremos un análisis PORTER, para comprobar la viabilidad de la entrada en un mercado nuevo como el de los productos derivados de la madera. Respecto a la compra de la carpintería, con la finalidad de analizar los efectos que tendrá en Madtimmer, estimaré unas sinergias resultantes y comprobaré si esta estrategia de crecimiento ha conseguido finalmente crear valor en la empresa y en los socios de Madtimmer, que se verá reflejado en su beneficio por acción. Para comprobar los efectos de las sinergias realizaré una valoración de Madtimmer consolidada con la carpintería, concluyendo si nuestra estrategia de crecimiento inorgánico ha generado los resultados esperados.

1.4 Estructura

Para guiar el trabajo de una manera adecuada en primer lugar hablaré del contexto empresarial de las PYMES en España, con los datos macroeconómicos más relevantes que justifican su repercusión en nuestro país. Una vez que he introducido dicho contexto, pasaré a hablar de la historia de Madtimber, la actividad que desempeña, los productos que comercializa y los distintos departamentos que componen la empresa. Al ser una PYME dedicada a la importación de madera, trataré también el compromiso medioambiental en su actividad, algo que es imprescindible para este tipo de empresas. Antes de pasar a realizar el análisis estratégico, analizaré los datos financieros a destacar de la empresa como por ejemplo el beneficio neto, la deuda neta o el EBITDA. Con el objetivo de realizar un proyecto de crecimiento que genere un impacto positivo en la actividad de Madtimber, estructuraré el trabajo de la siguiente forma. En primer lugar, trataremos la parte estratégica, en la que se estudiará la actividad actual de la empresa y la viabilidad a nivel estratégico del plan de crecimiento inorgánico elaborado. Para llevar a cabo un análisis adecuado y profundo, empezaré realizando un modelo Canvas, profundizando en el modelo de negocio de Madtimber junto con la carpintería y un análisis PORTER en el que estudiaré la entrada de Madtimber al mercado de los productos derivados de la madera. En base a los resultados de dichos análisis plantearé una serie de conclusiones a nivel estratégico. En segundo lugar, trataré todo el proceso de compra de la carpintería, explicando las razones por las que se ha dado la operación y además realizaremos una valoración de la compañía, estudiando todos sus datos financieros. De cara a las sinergias estimadas a raíz de la compra, plantearé un análisis DAFO para estudiar su impacto a nivel interno y externo. Posteriormente, haré hincapié en el impacto que tendrá la operación para los accionistas y para Madtimber a nivel financiero, realizando una consolidación global. Por último, realizaré una conclusión, con el fin de analizar el impacto de las estrategias de crecimiento inorgánico planteadas.

2. Contexto empresarial general de las PYMES

Antes de entrar en datos y detalles macroeconómicos, considero que es importante entender qué es una PYME. En primer lugar, la palabra PYME es un acrónimo para pequeñas y medianas empresas, este tipo de sociedades cuenta con dos características diferenciales, su número de empleados se encuentra entre 1 y 250 y sus ingresos son menos de 50 millones de euros. En base al número de empleados y a la facturación existen tres tipos de PYMES, microempresas, pequeñas empresas y medianas empresas. En el caso de Madtimber, se trata de una microempresa, ya que tiene menos de 10 empleados y factura cerca de los dos millones de euros.

Tabla 1: Tipos de PYMES y sus características

Tipos de PYMES	Nº empleados	Facturación máxima	Balance general Cifra máxima
Microempresas	1-10	2.000.000€	2.000.000€
Pequeñas empresas	10-50	10.000.000€	10.000.000€
Medianas empresas	50-250	50.000.000€	43.000.000€

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Industria, comercio y turismo.

Las PYMES son las empresas que más repercusión tienen en la economía española. Suponen el 65% del PIB español, y además han generado el 64% de los puestos de trabajo en 2022 (casi once millones). Dentro del tejido empresarial español, ocupan el 99,8%, lo cual nos indica la importancia y repercusión que tienen en nuestra economía, tal y como se muestra en las siguientes tablas.

Tabla 2: Datos macroeconómicos PYMES diciembre 2022

Nº PYMES	2.931.108
Contribución al PIB	65%
Ocupación en el tejido empresarial	99,8%
Generación de empleo	10.829.044
Sector predominante	Servicios

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo

Tabla 3: Empleo generado por empresas en España en 2022

Tabla 2. Empleo generado por tamaño de empresa						
Empresas por tamaño	Empleo	Tasa de variación %		Empleo medio		
		mensual	anual	mes actual	hace un año	
PYME (0-249 asalariados)	10.829.044	-0,05	1,73	3,7	3,6	
PYME sin asalariados (0 asalariados) ³ 3T2022	1.606.466	0,00	-0,60	1,0	1,0	
PYME con asalariados (1-249 asalariados)	9.222.578	-0,05	2,15	7,0	6,8	
Microempresas (1-9 asalariados) ⁴	3.462.418	1,06	-0,37	3,0	3,0	
Pequeñas (10-49 asalariados)	3.173.960	-0,53	3,11	19,6	19,4	
Medianas (50-249 asalariados)	2.586.200	-0,93	4,48	99,3	98,8	
Grandes (250 o más asalariados)	6.164.253	-0,75	3,87	1.173,0	1.188,3	
Total Empleo	16.993.297	-0,30	2,50	5,8	5,6	

Fuente: Ministerio de Industria, Comercio y Turismo

3. Historia de la empresa

Madtimber es una empresa familiar creada en 1968, cuya actividad se centra en la importación de maderas tropicales de países como Alemania, Canadá, Estados Unidos o Costa de Marfil. En sus inicios, era una empresa que se dedicaba única y exclusivamente a distribuir sus productos al sector de la construcción y a su industria auxiliar, como los fabricantes de puertas o parkés, pero es importante tener en cuenta que Madtimber no proporciona la materia prima directamente a la constructora, ya que se trata de un mayorista, que vende sus productos a los proveedores de dichos materiales, en este caso los minoristas, que son los que contactan directamente con las constructoras. Los diez primeros años de su actividad fueron muy difíciles, ya que, en primer lugar, tardaron mucho en conseguir fuentes de financiación, lo que les dificultó tener una gran cantidad de stock en sus almacenes. Además, ya existían empresas dedicadas a la misma actividad que operaban en la misma zona, lo cual supuso que tardaran en hacerse un hueco en el sector y que dieran a conocer sus productos. Sin embargo, desde los años setenta hasta principios de los dos mil, la situación de la empresa cambió por completo, el auge de la construcción que se dio en España durante esos años le permitió aumentar considerablemente sus ingresos, ya que la madera siempre ha sido un material muy demandado en el sector de la construcción. Madtimber apostó por importar maderas tropicales de alta calidad del extranjero, lo cual le hizo destacar frente a sus competidores. A mediados de los años setenta, Madtimber decidió abrir un almacén en Valencia, esta decisión fue tomada debido a la situación estratégica de la ciudad, ya que toda la materia prima importada entra por el puerto de Valencia, y además debido a la gran demanda de madera que había en España, se aprovechó también para expandir su actividad por la zona





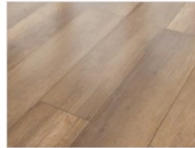
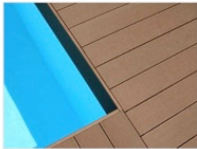




este del país, lo cual le sirvió de ayuda para darse a conocer también a nivel nacional. Sin embargo, a raíz crisis inmobiliaria de 2008, la empresa se vio muy afectada ya que su actividad cada vez estaba decayendo más, debido al parón de la construcción que hubo en España. Este parón en su actividad provocó una gran caída de sus ingresos, viendo cómo además estos se veían superados por los costes año tras año, por lo que Madtimber se tuvo que ver obligado a cerrar su almacén en Valencia. En 2014 la empresa poco a poco recuperó la normalidad en su actividad, viendo sus ingresos crecer. Sin embargo, la empresa aún seguía manteniendo un EBIT negativo, por lo que se buscó abrirse a nuevos mercados. En 2020 firmó un acuerdo con uno de los mayores proveedores de maderas y productos derivados a nivel nacional, con el objetivo de expandir el negocio y ofrecer una gama de productos más amplia a sus clientes, ya que hasta entonces solo se había centrado en comercializar maderas tropicales. En la actualidad, Madtimber está centrándose en dar la mayor salida posible a estos productos derivados, pero manteniendo también su oferta de maderas tropicales, ya que no se pretende perder la esencia de la empresa.

3.1 Introducción a la actividad de la empresa

Como he mencionado anteriormente, la actividad principal de la empresa es la importación de maderas tropicales, que posteriormente serán vendidas a minoristas que distribuyen directamente a constructora. Actualmente, Madtimber cuenta con un único almacén en Madrid, donde guarda todo su stock de productos. En sus inicios, la empresa se dedicaba única y exclusivamente a vender maderas macizas como el cerezo americano, a minoristas con el sector de la construcción o con su industria auxiliar como por ejemplo fabricantes de puertas. Sin embargo, debido a la falta de actividad en la construcción causada por la crisis, se decidió también expandir su venta de productos a reformistas, quienes han sido sus principales clientes durante unos años. Con el paso del tiempo, la demanda de maderas tropicales se vio perjudicada, debido fundamentalmente a sus altos precios de venta y a su dificultad de importarla de otros países, causada por las crecientes regulaciones medioambientales. La tendencia sostenible en el mercado también ha sido otra importante razón por la cual los clientes han dejado de demandar de maderas tropicales. Debido a estas razones, en 2020 se tomó la decisión de ampliar su gama de productos, pasando a comercializar también derivados y sustitutivos de la madera, los cuales están compuestos en gran parte por madera, pero también elaborados con otros materiales sintéticos. Estos productos les han ayudado mucho a aumentar su número de ventas, ya que tienen un coste inferior que la madera maciza, presenta las mismas

características estéticas y funcionales, y además son más sostenibles. El pino tratado, el pavimento laminado y la tarima tecnológica son algunos de los ejemplos de este tipo de productos. La empresa es conocida en el sector y distribuye sus productos a nivel nacional y en ocasiones en Europa, aunque poco a poco está empezando a comercializar sus nuevos productos derivados de la madera a sus distribuidores. Su misión es ofrecer productos de calidad y el mejor servicio posible a la industria de la madera, reforma y construcción, con el objetivo de forjar relaciones con clientes que perduren durante muchos años. Su objetivo es acercarse cada vez más al consumidor final, por ello también se pretende comercializar cada vez más con el sector de la decoración y reforma.

Tabla 4: Productos comercializados por Madtimber

				
Madera maciza	Tarima de Bambú	Pérgolas	Pino tratado	Pavimento laminado
				
Tarima Tecnológica	Tablero de Viroc	Césped Artificial	Madera laminada	Peldaños

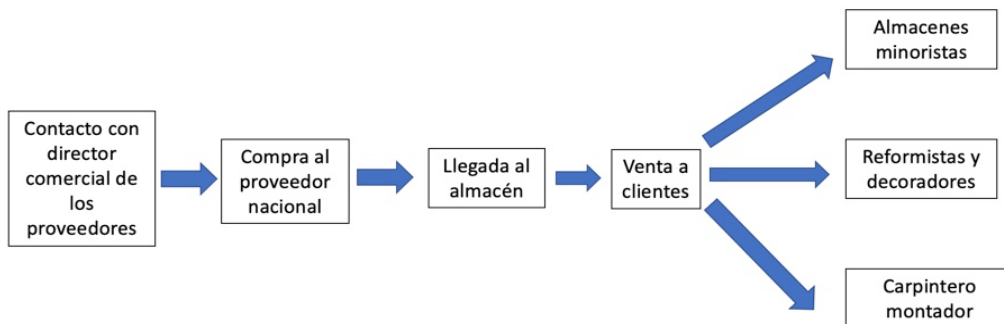
Fuente: información proporcionada por Madtimber.

Figura 1: Proceso de importación de maderas tropicales



Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber.

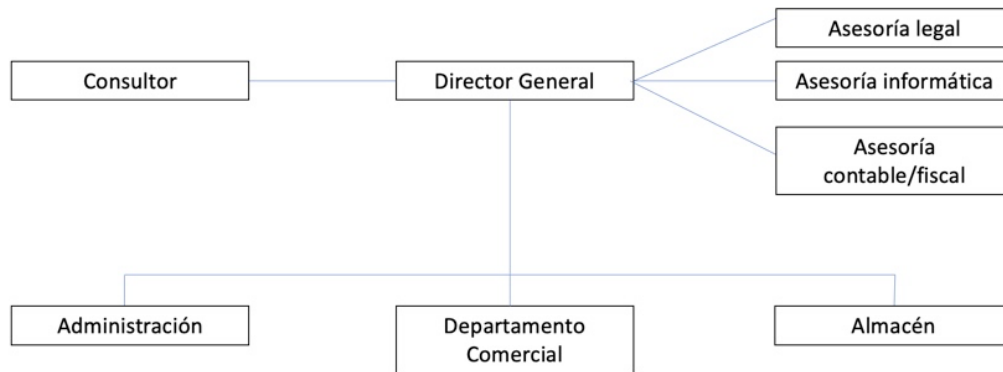
Figura 2: Proceso de compra de productos derivados



Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber.

3.2 Organigrama de la empresa

Figura 3: Organigrama Madtimber



Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber.

Madtimber presenta un organigrama sencillo y típico de una PYME. La empresa cuenta con 7 empleados que están repartidos entre los departamentos de administración, comercial y el almacén. Todos los empleados reportan directamente al director general de la empresa, que es el encargado de dictar los objetivos y funciones que tienen que desempeñar todos los departamentos, que presentan las siguientes actividades.

- **Departamento de administración:** En esta parte de la empresa encontramos lo que conocemos como el back office, ya que este departamento es el encargado de llevar toda la gestión interna de la empresa, así como la actividad contable y financiera. Cuando Madtimber realiza pedidos, administración se encarga de realizar la transacción mediante distintos métodos de pago, siendo el pagaré el método más utilizado. Además, se encarga también de cuadrar las cuentas de la empresa, como el balance de situación y la cuenta de pérdidas y ganancias. Otra función importante que desempeña es ayudar al director general a cuadrar y organizar de mejor manera posible todos los documentos importantes relacionados con la actividad de la empresa en los últimos años. Este departamento también se encarga de contabilizar todos los gastos incurridos por la empresa.

- **Departamento comercial:** Toda la actividad de Madtimber con sus clientes pasa por este departamento, el cual se encarga ejecutar todo el proceso de compra y venta de productos. Este departamento compone la parte de front office de la empresa, ya que una de sus funciones es tener contacto directo con el cliente, para operaciones de compras y ventas. Para realizar esta actividad, se cuenta con un vendedor que se encarga de visitar clientes y dar a conocer también la empresa a potenciales distribuidores de productos. Una vez que el vendedor ha conseguido cerrar la operación, el cliente contactará con este departamento, quien le dará información adicional sobre los productos si fuera necesario y se encargará de tramitar de todos los procesos necesarios de la operación, poniéndose en contacto con la parte compradora. En ocasiones es el mismo director general quien hace de vendedor, la única diferencia es que cuando interviene el director en esta actividad, suele ser en eventos o en viajes de empresa a nivel nacional. Con el nuevo proyecto de marketing digital, este departamento se encargará también de optimizar las plataformas digitales para promocionar de la mejor manera posible sus productos.
- **Almacén:** Una característica curiosa de Madtimber, es que sus oficinas se encuentran dentro del almacén de la empresa, lo cual facilita mucho cuando hay visitas o reuniones con otros clientes y quieren ver de primera mano los productos de la empresa. Dicho almacén está gestionado por dos empleados, los cuales se encargan de organizar y gestionar todo el stock, y preparar pedidos cuando vienen los camiones para transportar los productos. Este departamento está en contacto con el de administración y el comercial, ya que todo el recuento de stock lo tienen que reportar a administración, y cuando se cierra una venta el departamento comercial debe comunicárselo con antelación, para comprobar que hay stock de ese producto y gestionar toda preparación del pedido.

El director general está en contacto constantemente con los 3 departamentos de la empresa y además lo hace de manera directa, ya que estas áreas reportan directamente al director, sin contactar previamente con otro empleado. Además, Madtimber trabaja con un consultor externo quien está encargado de reestructurar toda la estrategia de la empresa. Todos los meses, Madtimber paga a asesores legales, fiscales e informáticos para recurrir a sus servicios cuando sea necesario. En el caso del asesor legal, suele

intervenir sobre todo cuando se firman acuerdos de distribución de productos con otras marcas. El asesor con el que más trabaja Madtimber es el informático, ya que ayuda a la empresa a optimizar y desarrollar su página web, así como los sistemas informáticos que se encuentran dentro de la empresa. Por último, Madtimber no suele recurrir frecuentemente a los servicios del asesor fiscal, lo suele hacer para gestionar todo el trámite de la seguridad social de sus empleados y cuando es momento de pagar impuestos.

3.3 Compromiso medioambiental

Un dato muy importante a tener en cuenta es que Madtimber consiguió en 2004 el certificado forestal a nivel mundial FSC (Forest Stewardship Council), el cual certifica que la madera comercializada por Madtimber proviene de bosques gestionados de manera sostenible y que son tratados de manera correcta. Este certificado es de suma trascendencia para una empresa importadora de madera, ya que es uno de los certificados que representa un mayor compromiso con la protección de la naturaleza. Además, Madtimber está cada año sometida a diferentes auditorías e inspecciones para comprobar que su madera proviene de bosques sostenibles, todos los años han conseguido renovar este certificado de manera satisfactoria.

Otro dato a tener en cuenta es que Madtimber forma parte de la AEIM, Asociación Española de Importadores de Madera, la cual promueve también la gestión sostenible de los bosques. Su objetivo es que las empresas que pertenezcan a esta asociación estén en línea con la normativa europea EUTR (European Union Timber Regulation) la cual se encarga de regular que todas las maderas hayan sido taladas e importadas legalmente de los países de donde provienen. Dentro de esta regulación, Madtimber sería considerado como un operador, ya que está dentro de las empresas que se dedican a importar la madera a Europa. Para asegurarse que las empresas estén en línea con la normativa EUTR, la AEIM lanzó en 2013 un plan de Sistema de Diligencia Debida, dentro del cual se encuentra Madtimber.

3.4 Datos financieros relevantes

Tabla 5: Datos financieros relevantes Madtimmer

Datos financieros relevantes	2022	2021
Ingresos operativos	1.886.477	1.602.126
EBITDA	-48.383	-171.039
Beneficio neto	-70.785	-196.476
Deuda financiera neta	349.049	376.963
OPEX	1.960.673	1.780.953
CAPEX	56.269	52.320
Fondo de maniobra operativo	1.042.058	1.199.970
Deuda financiera neta/ EBITDA	-7,2	-2,2
Deuda LP/ Deuda CP	2,2	3,4
EBITDA/ Ventas	-2,6%	-10,7%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimmer.

Antes de pasar a realizar un análisis financiero profundo, considero que es importante hablar sobre una serie de datos financieros relevantes para ponernos en contexto de cual es situación actual de la empresa. En primer lugar, me gustaría recalcar que la empresa lleva dos años seguidos generando pérdidas, sin embargo la situación ha mejorado significativamente en el ejercicio de 2022, mejorando los resultados un 36%, lo cual indica que la empresa está llevando una mejora de su actividad, esto se ve reflejado sobre todo con sus ingresos operativos que han subido aproximadamente unos 200.000€ debido fundamentalmente a la diversificación que está llevando en sus ventas, apostando más por los productos derivados de la madera, que presentan cada vez más demanda en el mercado. Donde se ha notado una clara mejora ha sido en su EBITDA, el cual indica el resultado de la empresa generado únicamente por su actividad. En este caso, se puede apreciar que ha mejorado casi un 80%, evidenciando cada vez más la nueva estrategia comercial de la empresa con sus nuevos productos. Sin embargo, uno de los mayores problemas sigue siendo su OPEX, debido a que es ligeramente más alto que sus ingresos por ventas. Esto se debe a que la empresa incurre todavía mucho en gastos operativos, en este caso el problema está en los aprovisionamientos, ya que tienen poco margen de beneficio con la venta de sus productos, fundamentalmente con los derivados de la madera o laminados. Por otra parte, una buena noticia respecto a los aprovisionamientos es que la empresa rota sus existencias apenas 2 veces al año, ya que si este ratio de rotación fuera mayor, encontraríamos un problema grave a nivel operativo. Dentro del

OPEX, hay que destacar también los altos gastos de personal que siguen aumentando año tras año. Uno de los objetivos de la empresa de cara a este año es incurrir menos en gastos operativos. Para llegar a este objetivo lo que hará la empresa será renegociar los precios de compra con sus proveedores de productos derivados de la madera y mejorar sus márgenes. En el aspecto fiscal, hay que destacar que la pérdida fiscal acumulada permite no pagar impuesto sobre sociedades hasta que no se compensen dichas pérdidas.

Respecto a la deuda financiera neta, la deuda tanto con coste como sin supone un 40% del total de los activos de la empresa. En principio, y dada la naturaleza de los activos, estos son suficientes para poder hacer frente al pago de la deuda. Un aspecto importante a tener en cuenta es que Madtimmer cuenta con un fondo de maniobra muy elevado, lo cual se interpreta como un gran colchón financiero que tiene la empresa, ya que su todo su pasivo corriente financia su activo corriente, y además esa cantidad sobrante pasa a estar financiada por el pasivo no corriente. Este fondo de maniobra positivo le puede ayudar a la empresa a invertir en su actividad o financiar deuda. Además, no supone problemas de rentabilidad para la empresa, puesto que dentro de su activo corriente presenta una gran cantidad de dinero invertido en activos financieros a corto plazo. A nivel de CAPEX, la empresa presenta una inversión positiva, ya que actualmente está invirtiendo en su actividad con la entrada de productos de nuevos. Lo considero un aspecto positivo para la empresa, ya que una inversión en CAPEX es una señal de crecimiento operativo por parte de la empresa.

Por otro lado, a la hora de realizar la valoración de la situación financiera de la empresa hay que tener en cuenta el ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA, ya que es un indicador muy significativo de cómo está cubierta la deuda de la empresa por el resultado generado única y exclusivamente por su actividad. En este caso, es importante considerar que la empresa presenta actualmente un EBITDA negativo, por lo tanto, no puede cubrir los niveles de deuda financiera neta que presenta. Sin embargo, el EBITDA ha mejorado considerablemente en 2022, y de cara al futuro con la intención de volver a recuperar resultados positivos, la generación de deuda no supondría un grave problema para la empresa, ya que no presenta niveles de deuda muy elevados. Comparando la deuda a largo plazo con la misma a corto plazo, podemos apreciar como la primera supone un porcentaje mucho mayor que la segunda, sin embargo, está se ha reducido en gran

medida, ya que Madtimmer se ha centrado este año en repagar deuda tras la difícil situación financiera que tuvo durante los ejercicios de 2020 y 2021, en los cuales tuvo que recurrir a más financiación de lo habitual. Respecto el margen EBITDA, todavía sigue siendo negativo, y aunque haya mejorado respecto el ejercicio anterior, todavía se queda lejos de llegar a cifras rentables para la empresa, esto se debe fundamentalmente a la gran cantidad de OPEX que presenta Madtimmer, debido fundamentalmente a sus altos gastos de personal y de aprovisionamientos.

Para obtener el valor del negocio de la empresa, conocido como el Enterprise value, hemos llevado a cabo un método de descuento de flujos de caja y una valoración por múltiplos de empresas comparables que cotizan en el mercado, en este caso he seleccionado Maison du monde y Nick Scali, ya que se dedican a la venta de productos que utilizan la madera como materia prima para la elaboración de sus productos. He seleccionado estas empresas dentro del sector de la decoración, ya que es uno de los clientes finales a los que se pretende dirigir la empresa, y muchas de estas cotizan en bolsa, mientras que, si me hubiera centrado en el sector de la importación de la madera, no hubiera encontrado ninguna empresa comparable cotizada. Estas empresas me han servido para obtener la beta de cara a calcular el coste del equity, la cual ha sido re apalancada a la estructura de capital de Madtimmer. Para realizar la valoración de la empresa por el método de descuento de flujos de caja, he tenido que partir desde un EBIT concreto, asumiendo un margen positivo al cual le he deducido impuestos para calcular el beneficio neto operativo, conocido como NOPAT, el cual se estima que se pueda ser ya positivo a cierre de este año o el que viene. La cifra estimada del EBIT fue consultada previamente con Madtimmer, comunicándome que la cifra de la cual partimos, solía ser un resultado habitual cuando tenían beneficios. De cara a estimar la cuenta de pérdidas y ganancias a futuro he supuesto un crecimiento de las ventas del 10% anual, menos en 2023, el cual se estima un ligero crecimiento del 2%, debido a los datos proporcionadas por Madtimmer. En relación al margen bruto, he preferido tener una visión cauta, y partir de un margen superior al 18% del 2022, ya que el objetivo primordial es una subida en ventas que vendrá impulsada por las ventas de los nuevos productos derivados de la madera. Otra de las estimaciones que he tenido en cuenta, ha sido una reducción en sus costes indirectos, debido a que he partido desde un margen EBITDA positivo, en el que he tenido en cuenta el objetivo primordial que tiene la empresa de reducirse OPEX.

Respecto a la amortización, la he estimado en base a una inversión en CAPEX de 20.000 a futuro para cada año, debido al activo fijo en el que se deberá invertir para la comercialización de los productos nuevos. Con respecto a la variación del fondo de maniobra operativo, he estimado una variación positiva cada año, en función de los ratios de rotación de clientes, proveedores y existencias, ya que son los mejores estimadores de para calcular dichas variaciones. Las estimaciones de dichos ratios a futuro, han sido proporcionadas por Madtimber.

Con el objetivo de descontar los flujos de caja a un coste de capital acorde a la estructura de deuda y equity empleada por la empresa, hemos calculado un WACC (coste de capital medio ponderado), que es el interés a la que la empresa debe pagar a sus accionistas y deudores en base a la estructura de capital de la empresa y el riesgo del proyecto asumido, obteniendo una tasa de descuento del 11%. Para obtener esta cantidad, he estimado un coste de la deuda del 8% bruto, asumiendo que nos encontramos en una situación económica inflacionaria con el Euribor a un 4%, al cual le hemos sumado un diferencial del 4% que suele cobrar los bancos por pedir dinero prestado. Esta estimación es necesaria realizarla, ya que hasta hace un año los tipos de interés y Euribor estaban muy bajos, por lo que el coste de financiación era mucho menor. Sin embargo, ahora se han disparado con respecto hace un año, y esto afectará a las empresas a la hora de financiarse. Considero importante mencionar que he tenido que deducirle los impuestos al coste de la deuda, con el objetivo de convertir todo en cifras netas. Respecto al coste de los accionistas, he empleado el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model), utilizando una beta obtenida de sus competidores, ya que Madtimber es una empresa que no cotiza, por lo tanto, he tenido que re apalancar la beta a su estructura de capital. Como rentabilidad de mercado he utilizado las del IBEX-35 desde inicio de año y como activo libre de riesgo, el bono español a 10 años, obteniendo un coste del equity total de 12,4%. Para obtener el WACC he ponderado los costes del equity y deuda obtenidos, por la estructura de capital de la empresa.

Una vez descontados los flujos de caja y su valor residual al WACC calculado, asumiendo una tasa de crecimiento del 2% en cinco años, en base a las estimaciones realizadas por director general y las previsiones de crecimiento del PIB en España, he obtenido el Enterprise Value de la empresa, el cual es de 85.943€ sin contar con las inversiones en activos financieros, ya que la finalidad del método de valoración por descuento de flujos

de caja es obtener el valor de la empresa únicamente con su actividad. A dicho Enterprise value, el cual representa el valor del negocio de la empresa, le he restado la deuda financiera neta con el objetivo de obtener el valor de la empresa libre de cargas, el cual es de -263.105€. Esta cifra negativa, representa el valor de las acciones disponibles para los socios de la empresa, que en este caso es negativo, esto se debe a la repercusión que tiene la deuda financiera. neta, y el bajo enterprise value obtenido, ya que se parte desde una situación de pérdidas.

Por otra parte, es importante también contrastar la valoración hecha por un método de descuento de flujos de caja con otro método, como por ejemplo el de múltiplos que será el que aplicaré en mi caso, comparando el múltiplo EV/EBITDA de Madtimber junto con la media de las empresas utilizadas para calcular la beta del coste del equity, en este caso Nick Scali y Maison du Monde, los cuales he calculado a raíz de los datos utilizados de sus cuentas financieras publicadas. El método de valoración por múltiplos siempre sirve para comprobar las estimaciones de los analistas financieros, que en ocasiones suele ser bastante generosa. En este caso, podemos comprobar que la valoración realizada es de 2 veces el Enterprise value sobre el EBITDA, la cual se acerca a la valoración por múltiplos en base a la media de los resultados de sus comparables, que es de 3 veces EV/ EBITDA respectivamente. Gracias al uso de este método, puedo concluir en que nuestra valoración estimada por descuento de flujos de caja ha sido cauta, ya que el resultado obtenido en términos EV/EBITDA es razonable para una empresa en pérdidas y se asemeja al resultado obtenido de la valoración por múltiplos.

Tabla 6: Comparación valoración por múltiplos y DCF en términos EV/EBITDA

	DCF	Múltiplos
EV	85.943	187.477
EBITDA	56.551	56.551
EV/ EBITDA	2	3

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y datos financieros de sus comparables

4. Análisis Estratégico

4.1 Modelo Canvas

Con el objetivo de analizar y pasar a entender mejor el modelo de negocio de Madtimber, realizaremos un modelo Canvas para analizar los componentes más relevantes de la empresa teniendo en cuenta también la compra de la carpintería. Este modelo está formado por 9 componentes que van a explicar de una manera profunda el modelo de negocio de la empresa, además de responder a las siguientes preguntas relacionadas con cada una de las partes del modelo Canvas: ¿Cómo? (socios, actividades y recursos clave) ¿Qué? (propuesta de valor) ¿A quién? (relación con clientes, canales y segmentos de clientes) y ¿Con qué? (fuentes de ingresos y estructuras de costes).

1. Propuesta de valor

En esta parte se hará referencia al valor añadido que es generado por Madtimber a sus clientes mediante la venta de sus productos. La propuesta de valor es una parte esencial del modelo Canvas, ya que le permite diferenciarse del resto de sus competidores y aporta un valor añadido a la actividad de la empresa. En el caso de Madtimber su propuesta de valor es ofrecer a los clientes maderas tropicales de gran calidad que no se pueden encontrar en España, a un precio competente y con las mayores certificaciones posibles a nivel sostenible.

- **Calidad en sus productos:** Madtimber ofrece a sus clientes las mejores maderas tropicales, importadas de todas las partes del mundo, como África o Estados Unidos. Además, este tipo de maderas son cada vez más difíciles de encontrar en el mercado, debido a su estricta regulación en sus países de origen. El cerezo americano o iroko son algunos de los ejemplos de las maderas tropicales que Madtimber ofrece a sus clientes.
- **Sostenibilidad:** Como mencioné anteriormente, Madtimber cuenta con una gran cantidad de certificaciones a nivel medioambiental, que resaltan su compromiso con el ecosistema, a la hora de llevar a cabo su actividad. Gracias a las certificaciones obtenidas, Madtimber ha logrado que toda su madera venga de bosques sostenibles, tratados de manera correcta. Esta característica les ofrece una ventaja competitiva, y además aporta un valor añadido a sus clientes, ya que les

conciencia de que la materia prima está siendo obtenida de manera sostenible, algo que es muy importante para la industria maderera, puesto que la mayoría de los ecosistemas del mundo han sido fuertemente afectados por la tala ilegal de árboles.

- **Variedad:** Actualmente, Madtimber aporta una gran variedad de productos a sus clientes, ya que uno de sus objetivos es acercarse cada vez más al consumidor final. A pesar de ofrecer también otros productos distintos a la madera maciza, Madtimber ha conseguido seguir añadiendo valor a sus clientes gracias a sus nuevos productos derivados de la madera, que a nivel estético y de calidad aportan exactamente las mismas características que las maderas tropicales, y además están completamente en línea con el mercado refiriéndonos a las tendencias sostenibles en el sector.
- **Transformación de sus productos acorde a las necesidades de los clientes:** Otro punto muy importante que añade valor a la actividad de Madtimber es el hecho de que cuenta con maquinaria que viene de la carpintería recientemente adquirida, la cual le sirve para dar todo tipo de forma y ofrecer también todas las medidas posibles a sus clientes, algo que no suele pasar con almacenes de madera, ya que no suele contar con este tipo de maquinaria, puesto que presenta un coste muy elevado y requiere de una cierta experiencia para hacerlas funcionar. Hasta ahora se habían perdido muchas ventas ya que los clientes demandan medidas muy pequeñas y formas concretas.

2. Cientes

A lo largo de su historia, Madtimber siempre ha tenido como clientes el sector de la construcción (almacenes minoristas que posteriormente venden a constructoras) y su industria auxiliar (fabricantes de puertas o suelos), e incluso carpinteros. Sin embargo, debido a la caída de estos sectores en España, a raíz de la crisis inmobiliaria y económica, las ventas de Madtimber cayeron considerablemente año tras año, acumulando muchos años de pérdidas seguidos. Para solucionar este problema, se decidió cambiar la estrategia de la empresa, con el objetivo de acercarse cada vez más al consumidor final. Es importante recalcar, que Madtimber seguirá manteniendo sus clientes de la construcción

y su industria auxiliar, simplemente se pretendió buscar clientes nuevos. La adquisición de la carpintería ha supuesto una integración vertical, ya que Madtimber ha absorbido a una de las empresas en su cadena valor, siendo en este caso su cliente. Uno de los efectos positivos de esta operación es que se establecerá una relación cliente-proveedor con la carpintería a largo plazo, beneficiando la actividad de ambas empresas.

A nivel geográfico, todos los clientes de Madtimber y la carpintería se encuentran en España y de momento las empresas no tienen intención de expandirse a nuevos mercados. Los clientes de Madtimber y la carpintería tienen como característica principal la búsqueda de mejores calidades que existen el mercado, ya sea para las maderas tropicales o sus distintos productos derivados. Por ejemplo, muchos de los clientes de Madtimber que posteriormente realizarán algún tipo de reforma con el material que han comprado, suelen trabajar en obras de lugares con gran repercusión, como por ejemplo catedrales de ciudades, para las cuales fabrican bancos, como la catedral de la Almudena en Madrid o incluso para oficinas o ayuntamientos, para los que fabrica mesas, puertas o suelos destinados a despachos. Sin embargo, gracias a la incorporación de los productos derivados, se ha captado a otros clientes que siguen buscando un producto de calidad para sus viviendas, por ejemplo, pero que a nivel económico prefieren gastar menos dinero que por las maderas tropicales. Refiriéndonos a la carpintería, han conseguido trabajar en reformas de oficinas y lugares muy importantes de España, lo cual ayudaría a Madtimber a acercarse al consumidor final, proporcionándole sus productos.

3. Canales

El canal representa la forma mediante la cual llega el producto final al consumidor, en el caso de la madera puede resultar un poco complicado, por ello me parece importante resaltar todo el proceso de importación hasta que el producto llega al cliente.

En los canales tienes que decir algo más que la descripción. Qué tiene de elemento a destacar el canal de distribución de vuestra empresa

- **1. Encargo del cliente a Madtimber:** En primer lugar, el cliente se pone en contacto con la empresa para hacer el encargo del tipo de madera o producto que necesita. En algunas ocasiones, Madtimber ya cuenta con el producto demandado

en el almacén, y no tiene que pedirlo. Normalmente todo el proceso de importación suele durar 1 mes

- **2. Contacto con agente comercial del proveedor extranjero:** En caso de que Madtimber no cuente en su almacén con el producto demandado por su cliente, se pondrá en contacto con los vendedores de los proveedores extranjeros, para informarles del pedido que les gustaría hacer para satisfacer las necesidades de su cliente. El agente comercial les dará toda la información para su venta, como por ejemplo precios del metro cuadrado o disponibilidad del producto que tienen.
- **3. Compra al proveedor extranjero:** Una vez que se informa al agente comercial de la cantidad que desea comprar Madtimber, y este les da el visto bueno en cuanto a la disponibilidad del producto, se pasará a realizar el pago del pedido y formalizar el trámite de todos los documentos necesarios para la compra.
- **4. Paso por el puerto de Valencia:** Después de haber tramitado todo el pedido, se mandará la madera en barco desde el país de origen hasta el puerto de Valencia, donde se cargará la mercancía en un camión de la empresa de transporte contratada por Madtimber.
- **5. Llegada al almacén:** Del puerto de Valencia, el pedido se transportará en camión hasta llegar al almacén de la empresa en Madrid. En el almacén simplemente se guardará el pedido hasta que venga un camión contratado por el comprador a recogerlo.
- **6. Modificación llevada a cabo por la carpintería:** En el caso de que el cliente demande formas o medidas específicas, el producto pasaría por la carpintería para que se lleve a cabo la modificación solicitada. Esta acción, apenas supondrá costes de transporte, ya que ambas empresas se encuentran en el mismo polígono industrial.

4. Relaciones con clientes

Madtimber desde siempre se ha caracterizado por ser una empresa que lleva manteniendo sus mismos clientes toda la vida. Para ello, la empresa se ha centrado siempre en cuidar a sus clientes y proveedores de la mejor manera posible. El fundador de la empresa siempre ha dado una gran importancia a este tipo de actividades, y ha conseguido pasar el uso de estas actividades a las generaciones posteriores que han llevado la empresa en los últimos años.

- 1. Visita a clientes a nivel nacional:** Para conseguir fidelidad con sus clientes y llegar a forjar relaciones comerciales que perduren en el tiempo, el CEO de Madtimber realiza viajes de visitas a sus clientes una vez al mes. Además, en estos viajes el CEO aprovecha también para realizar visitas a clientes potenciales y dar a conocer su producto. Debido a la adquisición de la carpintería, se tendrán que llevar a cabo muchas visitas para conocer a los clientes de la carpintería, ya que el CEO pretender estar también en el día a día de la carpintería.
- 2. Eventos y visitas a proveedores extranjeros:** Madtimber ha realizado siempre una vez al año viajes al extranjero con el objetivo de visitar a sus proveedores. Sin embargo debido a los altos costes que suponen para la empresa se ha reducido la frecuencia. Los viajes realizados en el pasado le han permitido forjar grandes relaciones a nivel comercial, que siguen perdurando a día de hoy.
- 3. Asistencia a eventos de la industria maderera:** Un par de veces al año se realizan eventos para los importadores de maderas tropicales y empresas que trabajan con productos derivados de la madera o laminados. Estos eventos, son muy importantes para Madtimber, ya que les permite conocer a proveedores y presentar su producto a nuevas empresas. Por ejemplo, gracias a este tipo de eventos, pudieron conocer al que ahora es su proveedor oficial de productos derivados. Desde el año pasado ha empezado también a asistir a algún evento de reformistas y decoradores.
- 4. Acuerdos de distribución:** Gracias a las buenas relaciones comerciales forjadas en los últimos años, Madtimber se ha convertido en único proveedor en la zona de Madrid de una marca muy conocida de productos derivados de la madera,

llamada “newtechwood” que presenta las mejores calidades en el mercado. Esto también ocurrió en el pasado, cuando la empresa comercializaba solo maderas tropicales, en este caso fue con una empresa suiza, la cual vendía sus productos a Madtimber y gracias a este acuerdo, Madtimber fue uno de los pocos en comercializar este tipo de madera al inicio en el país.

- 5. Personalización de los pedidos:** Uno de los grandes problemas que ha tenido siempre Madtimber ha sido el hecho de que muchos clientes demandan medidas y formas de la madera que la empresa no podía ofrecer debido a que no tenía la maquinaria, lo cual resultaba en pérdidas potenciales de ventas. Sin embargo, ahora Madtimber puede ofrecer un servicio personalizado al cliente gracias a los activos de los que dispone después de la integración vertical.

5. Actividades clave

Esta parte es fundamental para la empresa, ya que más allá de todo el proceso de importación y venta del producto, existen muchas otras actividades que ayudan al desempeño de la actividad de la mejor manera posible, y que, si no fuera gracias a ellas, la empresa no podría funcionar de una manera correcta.

- **1. Mantenimiento de las maderas en el almacén:** Para llevar a cabo un mantenimiento adecuado, Madtimber cuenta con dos personas encargadas de cuidar el almacén y controlar el estado de la madera, maquinaria para que los productos conserven su buen estado, e instalaciones diseñadas para resguardar sus productos de una manera adecuada en las distintas estaciones del año.
- **2. Logística y preparación de pedidos:** Para tener todo organizado de la mejor manera posible, Madtimber divide su almacén por tipos de productos, para favorecer la visita de los clientes. Además, hace poco se ha realizado una sala con una exposición de los nuevos productos comercializados. Por otra parte, la preparación de los pedidos es llevada a cabo por los dos encargados del almacén, ya que cuentan con mucha experiencia en este tipo de actividad y son los únicos

que saben utilizar las máquinas de una manera correcta. Si fuera necesaria una modificación de medidas y forma de la madera, el producto pasaría por la carpintería para que se hagan los respectivos cambios demandados con el cliente.

- **3. Web y marketing digital:** Para seguir promocionando su producto de la mejor manera posible, Madtimber ha decidido lanzarse a las redes sociales, algo que no había hecho hasta el año pasado. Desde inicios de 2023, Madtimber empezó a colaborar con una empresa de marketing digital, que se centra en optimizar al máximo su web y redes sociales, con el objetivo de aumentar las ventas de sus productos. Además, este nuevo recurso le servirá de ayuda para promocionar los servicios llevadas a cabo junto con la carpintería.

6. Fuentes de ingresos

Actualmente, Madtimber presenta solo dos fuentes de ingresos habituales, por su actividad y por las inversiones que realiza tanto a largo como a corto plazo. Los ingresos operativos vienen dados por la venta tanto de maderas tropicales como de productos derivados, es la única fuente de ingresos que tiene Madtimber con respecto su actividad, ya que no cobra ninguna tasa de distribución exclusiva de sus productos a los clientes con los que comercializa. Respecto a los ingresos financieros, Madtimber recibe dividendos de sus inversiones, ya que la empresa cuenta con aproximadamente unos doscientos mil euros invertidos, que suponen un 9,5% del total de activos de su balance. Desde que se cambió la dirección de la empresa, uno de los objetivos del nuevo CEO fue tener una parte de sus activos invertidos con el objetivo de obtener dividendos periódicos y así diversificar un poco la fuente de ingresos de la empresa, ya que antes obtenía ingresos prácticamente solo por su actividad. Con respecto los ingresos de la carpintería, presenta la misma estructura que Madtimber, es decir, una gran parte de ingresos operativos y otro porcentaje muy pequeños que procede de los dividendos o cupones percibidos de sus inversiones financieras.

7. Recursos clave

Para poder llevar a cabo su actividad de manera eficiente, Madtimber necesita contar con una serie de recursos, que han de ser bien gestionados para poder lograr sus objetivos y desempeñar todas sus actividades necesarias requeridas en sus distintas operaciones. Al

ser una PYME y su actividad principal es la importación de madera, Madtimber cuenta con una serie de recursos escasos que le hacen llevar a cabo su actividad de una manera eficiente. Los recursos con los que cuenta Madtimber a día de hoy, son los siguientes.

- **Recursos humanos:** Los trabajadores son una parte fundamental dentro de una PYME, ya que los 7 empleados con los que cuenta la empresa trabajan todas de manera junta, a pesar de estar en distintos departamentos, lo cual les está llevando a proceder de manera adecuada en los distintos proyectos que está llevando la empresa, ya que uno de los objetivos del CEO es aprovechar el pequeño número de empleados para poder hacerles partícipes a todos en los mismos proyectos. Una ventaja de la estructura de Madtimber es que todos los departamentos se coordinan perfectamente entre sí, y trabajan todos juntos en los mismos proyectos, ya que para desempeñar la actividad de la empresa es necesaria dicha coordinación. Por ejemplo, en una operación de importación de madera, se necesita la intervención y coordinación de todos los departamentos, pasando desde el CEO hasta llegar a los encargados del almacén. Por otra parte, se contará también con los servicios de todos los 9 trabajadores con los que cuenta la carpintería.
- **Recursos materiales:** Ambas empresas necesitan contar con un activo fijo determinado para poder llevar a cabo su actividad, especialmente cuando se trata de preparar un pedido para su posterior venta a un cliente. En primer lugar, ambas cuentan con un almacén para guardar y gestionar todos sus productos. Para su posterior venta a clientes, necesita una maquinaria determinada para poder preparar los pedidos y cargar los camiones, como por ejemplo carretillas o máquinas elevadoras. Además, dentro de la oficina, la empresa cuenta con mucho mobiliario y dispositivos electrónicos como los ordenadores e impresoras, para poder realizar todo el trabajo dentro de la oficina, relacionado con el proceso de compra y venta de productos. Por otra parte, Madtimber cuenta con una exposición para sus nuevos productos derivados. Respecto la carpintería, me gustaría destacar la maquinaria 3D de última generación que cuenta con un sistema de control numérico computadorizado que se encargan de dar forma y trabajar con los materiales necesarios para los servicios que proporcionan a sus clientes.

- **Recursos económicos:** A nivel económico y financiero considero que es importante hacer hincapié en las distintas inversiones financieras que lleva a cabo las dos empresas, ya que forma parte de sus estrategias, que en este caso es percibir ingresos financieros periódicos del capital invertido. Estas inversiones financieras aportan un ingreso que en la cuenta de pérdidas y ganancias van a compensar los gastos de deudas, con el objetivo de conseguir un EBIT más alto. Estos activos no suelen ser comunes en una PYME, pero debido a la experiencia previa del CEO en el sector bancario, lo considera una parte fundamental para obtener una fuente más de ingresos y recuperar beneficios en la empresa.
- **Recursos digitales:** Desde este año, Madtimber ha establecido una estrategia para potenciar toda la parte digital de la empresa. Para ello se ha cerrado un acuerdo con una empresa de marketing digital que está al cargo de la página web de la empresa, y sus distintas redes sociales. Gracias a la ayuda del consultor externo, Madtimber se está cada vez centrando más en gestionar de la mejor manera posible todos sus recursos digitales, ya que es una vía fundamental para promocionar la actividad de la empresa e intentar obtener el mayor número de ventas posible.

8. Estructura de costes

En esta parte, trataré todos los costes necesarios en los que tiene que incurrir tanto Madtimber como la carpintería para llevar a cabo su actividad, para ello distinguiremos entre los costes generales, comerciales, financieros y los impuestos pagados al ayuntamiento donde se encuentra localizada la empresa. Dentro de todos estos gastos, especificaré si se tratan de costes fijos o variables.

- a) **Costes generales:** Son aquellos en los que incurren las empresas de manera habitual para el desarrollo de su actividad. Son los gastos que representan una proporción mayor dentro de la empresa con diferencia, suponiendo un 75% dentro de los gastos totales de ambas empresas. Dentro de estos costes, muchos de ellos están relacionados con los gastos de los trabajadores, dentro de los cuales destacan sus sueldos y gastos de seguridad social, siendo ambos fijos, mientras que en ocasiones pueden aparecer gastos variables como la indemnización por el despido de un trabajador o las aportaciones al sistema de pensiones. Además, dentro de estos costes, también encontramos otros gastos fijos como por ejemplo el pago a la Asociación Española

de Importadores de Madera, a la cual Madtimber pertenece, o también el gasto de arrendamiento por el renting de un vehículo de empresa. Por otro lado, una parte importante son los suministros que de la oficina y del almacén que tiene que pagar tanto Madtimber como la carpintería todos los meses, en función del consumo realizado.

- b) **Costes comerciales:** Dentro de este tipo de gastos, encontramos aquellos relacionados con los proyectos que está llevando a cabo la empresa, y sus distintas operaciones de compra y venta. A nivel de gasto fijo, cabe destacar los servicios y cuotas que paga Madtimber por los servicios del consultor, la agencia de marketing digital y la asesoría. Respecto a las operaciones de compra y venta, a parte de los costes de transporte de mercancía, Madtimber paga siempre una prima de seguros en caso de que exista algún problema con estas, ambos son gastos variables ya que dependen del número de existencias que se compra cada mes. Además, dentro de estos costes hay que destacar también todos los gastos de viajes y eventos. Estos gastos suponen un 20% de los gastos totales de Madtimber.
- c) **Costes financieros:** Estos costes son los que menos cantidad representan dentro de los gastos totales de ambas empresas, apenas un 5%. Destacan todos los gastos financieros relacionados con la deuda con entidades de crédito que tienen ambas empresas consolidadas, en este caso son los intereses que se le pagan a los bancos por los créditos concedidos. Estos gastos se consideran variables, ya que estos préstamos están referenciados al Euribor, por lo tanto, van cambiando en función de las medidas que va tomando el Banco Central Europeo.
- d) **Impuestos:** Es importante destacar que Madtimber se encuentra en pérdidas, por lo que no está sujeto al pago del IS, aunque a nivel municipal tiene que pagar el impuesto de bienes inmuebles al ayuntamiento de Valdemoro por tener el almacén en dicho municipio y a nivel de comunidad autónoma tanto Madtimber como la carpintería pagan el impuesto de actividades económicas. Por otro lado, la carpintería si que está presentando beneficio por lo que sí que paga el impuesto de sociedades y al igual que Madtimber paga el mismo impuesto al ayuntamiento de Valdemoro.

9. Alianzas clave

Gracias a las relaciones de Madtimber con sus clientes y proveedores, se han forjado alianzas comerciales, llegando incluso a tomarse la decisión de realizar una la adquisición de una carpintería que ha sido siempre un cliente habitual de Madtimber. A nivel de alianzas, me gustaría destacar las siguientes cuatro que se han forjado a lo largo de los últimos años, y que ha permitido tanto a Madtimber como a la carpintería lograr muchos de los objetivos que se habían propuesto a nivel comercial.

- a) **Alianza con distribuidores de primer nivel:** Con la finalidad de comercializar los nuevos productos derivados de la madera, Madtimber ha conseguido acuerdos de distribución exclusiva de marcas de primer nivel como Newtechwood, Amargós o Molduras, en la zona de Madrid. Este acuerdo le ha servido para aportar el mismo valor que las maderas tropicales. Esta posibilidad se abrió, gracias a alianzas comerciales establecidas previamente. Por otro lado, la carpintería trabaja desde hace más de treinta años con una de las empresas más fuertes a nivel de construcción y alquiler de oficinas en la zona de Madrid, la cual le ha permitido generar gran parte de sus ingresos operativos en los últimos años

- b) **Acuerdo con agencia de marketing digital:** Esta nueva alianza, tiene como objetivo también de expandir su marca a redes sociales como Instagram o LinkedIn, algo que está ayudando mucho, sobretodo a la comercialización de los nuevos productos, ya que, a diferencia de la madera maciza, se puede dar a conocer mejor por las redes sociales, especialmente publicando fotos de resultados finales de reformas u obras en casas. Además, este acuerdo se ha dado un momento idóneo, para promocionar también los nuevos servicios que ofrece Madtimber con la adquisición de la carpintería.

- c) **Adquisición de carpintería:** Una de las novedades de este año, ha sido la integración vertical que se ha llevado a cabo entre Madtimber y un cliente suyo de toda la vida, que se dedica al negocio de la carpintería. Esta alianza, bajo mi punto de vista es clave, y va a solucionar muchos problemas tanto a nivel

comercial y financiero. A raíz de esta operación se generarán unas sinergias, a partir de las cuales, estudiaré los efectos que tendrá para Madtimber.

d) Consultor externo: Desde 2022, Madtimber ha empezado a colaborar con un consultor con gran experiencia en el sector de las PYMES, cuyo objetivo es ayudar a la empresa a cambiar su estrategia para volver a tener beneficios a final de resultado, ya que la empresa lleva en pérdidas muchos años seguidos y es fundamental para ellos volver a tener resultados positivos. Está alianza es posiblemente la que más puede ayudar a la empresa a largo plazo, ya que las bases establecidas con estos proyectos servirán a la gestión de la empresa por parte de futuras generaciones.

Tabla 7: Modelo Canvas

<p>Socios Claves</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Alianza con distribuidores de primer nivel: Distribución de marcas de primera nivel como <u>Newtechwood</u>, <u>Amargós</u> o <u>Molduras</u> 2. Acuerdo con agencia de marketing nivel: Con el objetivo de expandir sus marcas a redes sociales 3. Adquisición de carpintería: Uno de los objetivos es fusionarse con uno de sus clientes para llevar una integración vertical 4. Consultor externo 	<p>Actividades Claves</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Mantenimiento de las maderas en el almacén 2. Logística y preparación de pedidos 3. Web y marketing digital <p>Recursos Claves</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Recursos humanos 2. Recursos materiales 3. Recursos económicos 4. Recursos digitales 	<p>Propuesta de Valor</p> <p>Ofrece las mejores calidades en el mercado, distribuyendo las mejores marcas de productos.</p> <p>Madtimber ha obtenido todos los certificados posibles a nivel sostenible, por lo que garantiza a sus clientes que sus productos provienen de una actividad sostenible.</p> <p>Variedad: Ofrece a sus clientes tanto madera maciza como productos derivados o laminados. Además vende una gran variedad de maderas como <u>iroko</u> o <u>cerezo</u> y marcas de productos derivados.</p> <p>Transformación de la madera acorde a las necesidades de los clientes</p>	<p>Relación con el Cliente</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Visita a nivel nacional. 2. Eventos y visitas a proveedores extranjeros. 3. Asistencia a eventos de la industria maderera 4. Acuerdos de distribución. 5. Personalización de pedidos <p>Canales</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Encargo del cliente a Madtimber 2. Contacto con agente comercial del proveedor extranjero 3. Compra al proveedor extranjero 4. Paso por el puerto de Valencia 5. Llegada al almacén 6. Modificación llevada a cabo por la carpintería 	<p>Segmento de Clientes</p> <p>Ambas empresas comercializan sus productos a nivel nacional. Los clientes principales de Madtimber son almacenes minoristas, reformistas y decoradores, fabricantes de puertas, ventas y suelos y carpinteros. Mientras que la carpintería presta sus servicios a constructoras, reformistas y decoradores.</p>
<p>Estructura de coste</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Costes generales: Suministros, sueldos, arrendamientos y otros gastos operativos 2. Costes comerciales: Costes de servicio de consultor y agencia de marketing digital, gastos de viajes de negocios y gastos de eventos 3. Costes financieros: Gastos relacionados con la deuda. 4. Impuestos: Tributo que paga al ayuntamiento de Valdemoro por tener su almacén localizado en el municipio y otros impuestos como el IAEL. 		<p>Fuentes de Ingreso</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Ingresos operativos: Provenientes de la venta de madera y de los derivados y laminados, y servicios de carpintería. 2. Ingresos financieros: Este tipo de ingreso viene de las inversiones financieras que tiene la empresa, se perciben en forma de cobro de dividendos periódicos. 		

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería.

4.2 Análisis PORTER

Para estudiar como de atractiva es la industria de los productos derivados de la madera, nuevos productos que comercializa Madtimmer, realizaré un análisis de las 5 fuerzas de Porter, en el que estudiaré si en la entrada en esta nueva industria puede ser beneficioso para Madtimmer, ya que, hasta hace poco, siempre se ha centrado en vender maderas tropicales de gran calidad y no variaba en sus productos.

Antes de pasar a realizar un análisis profundo de las cinco fuerzas de Porter, considero fundamental definir bien la industria que queremos analizar. En primer lugar, me gustaría resaltar que se trata de una industria que está creciendo, ya que al fin y al cabo hay que analizar bien el producto final que se obtiene con la madera tropical, y en la gran mayoría de casos se utilizan para actividades relacionadas con la confección de mobiliario o reformas. Debido a las restricciones crecientes que encontramos en la industria de importación de la madera, estos productos derivados que están compuestos en gran parte por materiales sintéticos como plástico o cerámicas están aumentando considerablemente su uso y demanda en el sector de la construcción, por dos motivos fundamentales, y es que a nivel estético y funcional presentan prácticamente las características que la madera tropical, y además a un precio mucho más accesible. Por otra parte, la tendencia sostenible que estamos viviendo en todos los mercados, está beneficiando a esta industria, ya que para obtener estos productos no es necesario llevar a una actividad frecuente de tala de árboles, algo que ha supuesto un problema grave para muchos bosques y ecosistemas a nivel mundial. Es más, para explicar bien las consecuencias negativas que históricamente ha tenido la tala de árboles a nivel mundial, me gustaría plasmar el ejemplo del bosque del Amazonas, considerado por muchos el corazón y pulmón del mundo. Uno de los grandes problemas, que hemos podido ver, ha sido como parte de este bosque ha sido talado agresivamente, acabando con gran parte de los árboles que se encontraban dentro de él, lo cual ha supuesto un grave problema a nivel medioambiental a nivel mundial, y por ello se ha restringido en gran medida la actividad de importación de maderas. Actualmente esta industria se encuentra en pleno auge, ya que las constructoras están cada vez demandando más este tipo de productos.

1.Rivalidad entre competidores: En la industria de derivados de la madera, actualmente existen muchas empresas que llevan comercializando este tipo de productos en España desde hace muchos años, sin embargo, los proveedores de estos productos varían mucho

en función de las zonas donde operan, por lo que una empresa en el norte de España no suele hacer competencia a una empresa que opera en Madrid.

- Oportunidades: Una de las grandes ventajas de Madtimber en la distribución de estos productos, es que ha forjado alianzas estratégicas con fabricantes y proveedores de muchas zonas de España, con el objetivo de ser los distribuidores exclusivos de sus marcas en la zona de Madrid. Además, al estar la empresa ubicada en Madrid, a muchos fabricantes de dichos productos derivados, les interesa tener un distribuidor en esa zona, ya que siempre hay una gran demanda de estos materiales para obras y construcciones. Por otra parte, Madtimber se ha asegurado de tener acuerdos con los mejores fabricantes a nivel nacional, por lo que venden los mejores productos. Uno de los objetivos que tiene Madtimber, es captar el mayor número de proveedores de este tipo de productos, con el objetivo de establecer alianzas que les permitan ser distribuidor exclusivo de sus productos.
- Amenazas: En este caso, muchos competidores están buscando tener presencia en Madrid, y se han planteado abrir sedes en la capital, para poder tener un punto de venta de sus productos en la zona, lo cual ha ocurrido ya, y ha supuesto un problema para Madtimber, ya que muchos fabricantes están empezando a traer sus productos a la zona de Madrid, y eso les puede suponer una amenaza a nivel de ventas. Por otra parte, Madtimber ha recibido una oferta de compra por parte de sus proveedores, que tenía intención de comprar la empresa para instalar su negocio en la zona centro del país. Esta oferta fue rechazada por la directiva, ya que no se pretender vender la empresa a un proveedor.

2.Poder de negociación con los clientes: La red clientes de Madtimber respecto este tipo de productos suele ser muy fiable, ya que ha captado clientes que comercializan todo tipo de productos, y no se dedican solo a vender a derivados de la madera. Por ejemplo, muchos decoradores y reformistas han empezado a crear exposiciones de este tipo de productos en sus tiendas, ya que muchos de sus clientes demandan este tipo de productos

para sus casas. A nivel mayorista, son muchos los almacenes de madera que han empezado a comercializar también este tipo de productos.

- Oportunidades: Madtimber cuenta con una ventaja en este sector, y es que es la empresa que provee ciertas marcas de gran calidad de estos productos en la zona centro del país, por lo que muchos de los clientes que buscan estos tipos de productos de gran calidad, no tienen mucha opción, ya que, si quieren comprar ciertas marcas, tienen que recurrir solo a Madtimber ya que son distribuidores exclusivos para la zona de Madrid.
- Amenazas: A pesar de que algunos clientes quieran recurrir solo a ciertas marcas de este tipo de productos que comercializa únicamente Madtimber, los clientes siempre pueden recurrir a otros productos de menor calidad que comercializan otros almacenes, ya que el producto que vende Madtimber puede resultar un poco caro, debido a los altos costes de aprovisionamientos establecidos por los proveedores que llevan a Madtimber a vender sus productos a unos precios muy altos en comparación con los del mercado.

3.Poder de negociación con los proveedores: Sin duda alguna, los proveedores son los que más salen beneficiados en este sector, ya que son muy pocos los fabricantes o distribuidores de este tipo de productos, por lo que, a la hora de fijar el coste de sus productos, lo suelen hacer de manera elevada, ya que se aprovechan de la escasa oferta que hay de este tipo de productos, y la creciente demanda por parte de los almacenes. Es importante recalcar, que muchos de estos productos derivados, también se importan de otros países europeos, por lo que supone un motivo más para subir el precio de venta por partes de los distribuidores.

- Oportunidades: Para Madtimber buscar resultados positivos con sus proveedores, es muy difícil, ya que sus bajos márgenes de beneficio han sido su principal problema desde que se incorporó este producto. Sin embargo, las buenas relaciones que tienen con sus proveedores los puede llevar a negociar sus costes de aprovisionamientos, ya que llevan mucho tiempo trabajando con estos proveedores y además es la única empresa que distribuye sus marcas en la zona

Madrid, que es algo que a los distribuidores les interesa mucho y es una zona que quieren mantener para sus ventas.

- Amenazas: El gran problema que presenta Madtimber, es precisamente con sus proveedores ya que a nivel financiero uno de los motivos de sus pérdidas ha sido debido a sus costes de aprovisionamientos establecidos, los cuales han empujado hacia abajo los márgenes de la empresa, y ha sido sin duda alguna uno de los grandes problemas de la empresa en el último y ejercicio. Debido al alto poder de negociación que tienen los proveedores, pueden establecer los precios que consideren oportunos, y en una situación inflacionaria como la que estamos viviendo, se ha experimentado en el último ejercicio una subida considerable de los costes de aprovisionamientos.

4. Entrada de nuevos competidores: Haciendo referencia al sector de derivados de la madera, la gran diferencia que presenta con el negocio tradicional de venta de madera noble, es que dentro del mercado de los derivados existe una regulación mucho más baja y facilidad para obtener los productos, por lo que es mucho más fácil entrar en el mercado y podemos decir que presenta barreras de entrada son bajas. Muchas de las empresas que solo se dedicaban a vender maderas tradicionales, también han optado por entrar en este sector, ya que presenta una regulación mucho más baja y los productos son mucho más fáciles de conseguir.

- Oportunidades: Las bajas barreras de entrada en el sector, no supone desde luego una noticia positiva para Madtimber, ya que cada vez son más las empresas que empiezan a comercializar este tipo de productos. Sin embargo, Madtimber se diferencia del resto de sus competidores por sus acuerdos con los mejores proveedores, distribuyendo los mejores productos en el mercado. Incluso, se pueden también establecer otros acuerdos de distribución con competidores dentro del sector, pero que operan en zonas distintas como Galicia, por ejemplo, de esta manera Madtimber puede distribuir productos de sus competidores, llevándose una comisión de venta. Es importante tener en cuenta, que Madtimber no fabrica productos, simplemente compra a proveedores.

- Amenazas: La facilidad de entrada de nuevos competidores supone una amenaza para Madtimber, especialmente si lo hacen en la zona de Madrid o centro del país. Por otra parte, la relación con proveedores es fundamental en este sector, y la entrada de nuevos competidores significa que pueden quitar acuerdos de distribución a Madtimber, ya que los proveedores pueden decidir ceder el derecho de distribución a otras empresas, lo cual supondría un problema a nivel comercial para la empresa, ya perdería las mejores calidades en el mercado.

5. Amenaza productos sustitutivos: Considero que antes de todo, es importante recalcar que estos productos nacen como sustitutivos de la madera, por lo que no son muchos los productos que puedan sustituir a estos, dentro de estos encontramos el plástico o materiales alternativos que se están utilizando en el sector de la construcción, como pueden ser ladrillos o tableros ecológicos. A pesar de estos posibles sustitutos, los derivados de la madera se pueden aplicar en muchos sectores y presentan una gran variedad de formas y tipos productos, por lo que estos sustitutivos todavía no le pueden hacer una gran competencia.

- Oportunidades: Actualmente no se encuentran todavía productos sustitutivos que desempeñen al 100% las características tanto a nivel funcional como estético de los productos derivados de la madera, ya que como mencionamos anteriormente este tipo de producto ya nace como un sustitutivo de la madera. Además, los productos sustitutivos que hemos mencionado anteriormente no presentan una amenaza en el mercado, ya que no están tan consolidados como están los laminados o tableros, por ejemplo.
- Amenazas: Un problema que puede surgir a largo plazo, es que crezca la regulación en el sector de los derivados y los clientes opten por recurrir a productos sustitutivos, ya que son serían más fáciles de conseguir y, además, son más económicos. Esto sería un problema para Madtimber, ya que estos productos sustitutivos ya no se encuentran dentro del modelo de negocio de la empresa, por lo que en principio no podría ofrecer estos productos a sus clientes a no ser que se cambie el modelo de negocio y la estrategia comercial de la empresa.

4.3 Conclusiones a nivel estratégico

Una vez analizado bien cual es el modelo de negocio de la empresa junto con el de la carpintería mediante el uso del modelo Canvas, el siguiente paso era realizar un Análisis PORTER, para estudiar la viabilidad de la entrada de Madtimber en la industria de los productos derivados. Después de haber estudiado las cinco fuerzas de PORTER, he podido llegar a la conclusión de que la entrada por parte de Madtimber en esta industria es un acierto, ya que en primer lugar ha conseguido forjar alianzas estratégicas con sus competidores a nivel nacional, para poder distribuir sus productos de manera exclusiva por la zona centro, por lo que ha sido capaz de transformar a sus competidores en sus proveedores. Además, uno de los objetivos de Madtimber con la distribución de estos productos, es vender las mejores calidades en el mercado, por ello se ha asegurado de tener las mejores marcas de productos de líderes en España. Esto le lleva a tener un gran poder de negociación con los clientes, ya que, si estos quieren acceder a lo mejor en el mercado en la zona centro del país, existen pocos distribuidores, y uno de ellos es Madtimber. Sin embargo, una clara amenaza son los costes de aprovisionamiento impuestos por los proveedores, lo cual les hace tener poder sobre los distribuidores como Madtimber, ya que son pocos los proveedores que vendan los productos que Madtimber necesita para sus clientes, por lo que normalmente suele comprar a un precio muy alto, ya que los proveedores aprovechan que haya escasez de productos de calidad en el mercado, lo cual les hace establecer precios muy altos. Sin duda alguna Madtimber ha acertado con la entrada a este mercado, ya que ha conseguido diversificar su negocio y además aumentar sus ventas, ya que la madera tropical cada vez se demanda menos. Además, Madtimber se ha asegurado acuerdos de distribución con los mejores proveedores, estando en línea con el objetivo de vender los productos de mejor calidad en el mercado. Sin embargo, es importante tener en consideración los costes de aprovisionamiento, ya que es el mayor factor que le está llevando a tener pérdidas. A nivel estratégico la empresa tiene que seguir apostando por estos productos a largo plazo, ya que las materias primas como la madera, se irán demandando cada vez menos.

5.Integración vertical: Adquisición de la carpintería

5.1 ¿Cómo surgió la operación y por qué se decidió llevar a cabo?

En una de las visitas que suele realizar el director general a sus clientes para comercializar sus productos y seguir manteniendo la relación con ellos, el dueño de la carpintería le planteó la venta de su negocio a Madtimber, ya que estaba cerca de jubilarse y su intención era dejar el negocio. Debido a las buenas relaciones que han mantenido Madtimber y la carpintería desde siempre, se le propuso la venta por unas cifras ventajosas. La adquisición se dio por el 100% de las acciones. A pesar de que Madtimber no se encontrarse en la mejor situación financiera posible, decidió llevar a cabo la operación debido a los siguientes supuestos.

- **Integración vertical:** Esta operación supone absorber un cliente habitual, el cual se encuentra en la misma cadena de valor y puede suponer una serie de sinergias para ambas empresas, creando una relación proveedor cliente proveedor-cliente entre ellas, algo que beneficiará a ambos negocios.
- **Acercarse al consumidor final:** Una de las ventajas que tiene esta operación para Madtimber, es que le va a permitir acercarse cada vez más al consumidor final, ya que la carpintería comercializa sus productos con los nuevos clientes objetivo a los que pretende dirigirse Madtimber, lo que también supondrá dar salida tanto a la madera como a sus productos derivados.
- **Modificación de la madera:** Uno de los grandes problemas que había tenido hasta ahora Madtimber, era que sus clientes demandaban los productos con unas medidas y formas concretas, y que lamentablemente no podía proporcionarles ya que no contaba con la maquinaria adecuada para realizar estas modificaciones, lo cual les ha hecho siempre perder muchos clientes y potenciales. Sin embargo, gracias a esta operación podrán satisfacer este tipo de necesidades, captar nuevos clientes y además dar nuevas salidas a sus productos, que le podrá ayudar a acercarse a otros tipos de consumidores, ya que en este sector cada se demanda más medidas más pequeñas y formas muy específicas.

- **Maquinaria 3D y naves industriales:** A nivel de activos fijos la carpintería presenta dos ventajas que pueden ser muy útiles para Madtimber. En primer lugar, hacen uso de maquinaria 3D de última generación para poder llevar su actividad, la cual sirve también para poder modificar los productos de Madtimber como mencioné anteriormente, y además presentan un valor muy alto en el mercado, en el caso de que la empresa pretenda venderlas. En segundo lugar, la carpintería cuenta con tres naves industriales pequeñas que pueden venir muy bien a Madtimber para la logística de su actividad o sacar liquidez por sus ventas.
- **Resultados financieros positivos:** Sin lugar a duda, una de las razones para llevar a cabo esta operación, han sido los resultados positivos que ha ido presentando la carpintería en estos últimos años, con una media de beneficio de neto alrededor de los trescientos mil euros y una deuda financiera muy baja, que apenas supone un 3% sobre la cantidad de EBITDA generado. Al ser una adquisición del 100% de la carpintería, se realizará una consolidación global de las cuentas de ambas empresas, lo cual ayudaría a Madtimber para recuperar beneficios en su actividad, que es el objetivo primordial a nivel financiero en la empresa.

5.2 DAFO de las sinergias generadas por la operación

Una de las ventajas a nivel financiero que pueden surgir de operaciones de fusiones y adquisiciones de empresas, es la generación de sinergias que pueden ser tanto a nivel operativo como no. Respecto a las sinergias operativas, En este caso he estimado cuatro efectos en los siguientes dos años, como es un aumento de sus ingresos de un 15%, una reducción de sus costes operativos en un 5%, y un aumento en la amortización por el mismo porcentaje. Además, estimaré también un crecimiento del margen EBITDA en un 2,5% los dos primeros años, y a partir del tercero aumentará en menor medida. Esta sinergia ha sido estudiada y estimada, debido a los buenos resultados en márgenes operativos que presenta la carpintería, los cuales rondan han superado el 20% en este último ejercicio. Aunque la carpintería ya tiene gran parte de sus activos amortizados y su inversión en CAPEX es de cero, estimaré una inversión positiva en CAPEX en los próximos años, con el objetivo de invertir en maquinaria nueva. He querido mantener una visión cauta de cara a estimar las sinergias, aunque haya mencionado antes que la compra de la carpintería puede ayudar a captar clientes nuevos, o incluso ofrecer servicios nuevos a los ya existentes, considero que el aumento en los dos próximos años será de un 15%, en base también a la información proporcionada por la carpintería y Madtimber . Además, este incremento de los ingresos impulsará la generación de EBITDA, ya que uno de los efectos de las sinergias será una reducción de costes 5%, puesto que la relación proveedor clientes que se forjará a partir de la compra, ayudará a Madtimber ahorrar sobretodo en costes de transporte, debido a que a la nave de la carpintería se encuentra en el mismo polígono industrial. Por último, a nivel operativo se supondrá un aumento de la amortización del 10%, debido a los activos absorbidos de la carpintería. Respecto a las sinergias no operativas, he estimado un menor coste de capital medio ponderado (WACC) a descontar para valoraciones de la empresa futuras, esto se debe a que la carpintería presenta unos niveles de deuda muy bajos y el negocio es muy rentable, por lo tanto, el riesgo asumido es menor y el enterprise value de las empresas consolidadas será mas alto, debido a la menor rentabilidad exigida por sus accionistas y deudores. Para analizar el efecto real de las sinergias, realizaré un análisis DAFO, dividido en estudio interno de sus fortalezas y debilidades y otro externo de sus oportunidades y amenazas

Tabla 8: DAFO sinergias

Debilidades	Amenazas
<ul style="list-style-type: none"> • Poco poder de negociación con los proveedores de productos derivados: Precios de compra muy altos. • Escasa demanda de la madera tropical: Los clientes optan cada vez más por productos más sostenibles y económicos. • Venta de productos y servicios solo a nivel nacional. 	<ul style="list-style-type: none"> • Crecer únicamente a raíz de la integración vertical. • Bajas barreras de entrada especialmente en el sector de los derivados de la madera • Entrada de competidores en la zona centro del país, donde Madtimber tiene distribución
Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none"> • Nueva maquinaria: Permitirá dar nuevas salidas a los productos de Madtimber, ofreciendo formas y medidas nuevas • Relación cliente proveedor entre ambos negocios • Aprovechar los resultados financieros sólidos de la carpintería. 	<ul style="list-style-type: none"> • Introducir los productos de Madtimber a nuevos clientes: En este caso, la adquisición ayudará a Madtimber a comercializar sus productos con clientes nuevos. • Comercializar productos y servicios nuevos en el caso de Madtimber. • Acercarse cada vez más al consumidor final.

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería.

5.3 Valoración de la carpintería

Para realizar una valoración adecuada de carpintería he analizado su balance y cuentas pérdidas y ganancias, que me ha permitido sacar datos y ratios financieros relevantes respecto su actividad, y además me ha facilitado la estimación de resultados de ciertas cuentas, para llevar a cabo una valoración por descuento de flujos de caja.

Tabla 9: Datos financieros relevantes carpintería

Datos financieros relevantes	2022	2021
Ingresos operativos	1.577.925	1.034.738
EBITDA	359.714	186.933
Beneficio neto	325.870	265.791
Deuda financiera neta	10.516	130.516
OPEX	-1.219.892	-1.050.430
CAPEX	0	0
Fondo de maniobra	471.417	108.137
Deuda financiera neta/EBITDA	3,23%	49,10%
Deuda LP/ Deuda CP	0	1%
EBITDA/ Ventas	23%	18%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la carpintería.

En primer lugar, los resultados que más resaltan de la carpintería son sus altos ingresos operativos que además han crecido un 50% con respecto el año pasado, esto se debe a la gran cantidad de ventas que le proporcionan sus principales clientes, debido a que son empresas muy fuertes en el sector de la reforma y la construcción especialmente en la zona de Madrid. Sin lugar a duda los resultados que más positivos que tienen las empresas, son su EBITDA y beneficio neto, los cuales son positivos y presentan cifras muy parecidas, ambas rondando los trescientos mil euros. El hecho de que presente márgenes tan parecidos, cerca del 20%, es muy positivo para la carpintería, ya que prácticamente no tienen gastos financieros, siendo estos de 392€ en último ejercicio los cuales provienen de una deuda financiera neta muy baja, y que además supone un 3% sobre el EBITDA, lo cual quiere decir que la carpintería única y exclusivamente con su resultado de explotación no tiene ningún tipo de problema en cubrir la deuda financiera neta de la empresa. Sin embargo, la inversión en CAPEX es nula, esto se debe a que la mayoría de sus activos están amortizados y además no ha invertido en activo fijo en los últimos años. Sin embargo, este resultado no tiene porque ser negativo para la empresa,

ya que la razón por la que la inversión es de cero en estos últimos años se debe a que hace seis años compraron maquinaria 3D de última generación con el objetivo de invertir en su actividad, la cual pagaron a un precio muy alto y actualmente se encuentra amortizando. El hecho de haber realizado esta inversión tan grande en el pasado, le ha permitido ahorrarse capital en la inversión de su actividad, ya que son máquinas muy eficientes y productivas para su actividad. Por otro lado, el alto fondo de maniobra operativo que presenta la carpintería le va a permitir en el futuro seguir invirtiendo en más activos necesarios para su actividad o incluso financiar deuda si esta subiera considerablemente en el futuro.

De cara a realizar una valoración cauta y adecuada de la empresa, por el método de descuento de flujos de caja, he estimado todas las partidas operativas de la empresa como NOPAT, depreciación, inversión en CAPEX y la variación en el fondo de maniobra operativo. Con el objetivo de llevar a cabo una valoración he partido de una estimación de margen de EBIT de 25%, y de un aumento en ventas cada año. La amortización en base a los márgenes de EBIT estimados y la inversión en CAPEX a futuro, la cual estimaré positiva en los próximos 5 años, ya que considero que es un plazo en el que la carpintería invertirá en su actividad, incorporando más maquinaria de última generación. Una vez procedido a estimar las cuentas, he descontado los flujos de caja a un WACC, calculado de la siguiente manera. Para el coste del equity, he aplicado el modelo CAPM, utilizando el bono español a diez años como activo libre de riesgo, y la rentabilidad del Ibex-35 en lo que va de año. Para estimar la beta he calculado las betas de dos empresas comparables en el sector, que son las mismas que se han utilizado para valoración de Madtimber y las he re apalancado esta vez a la estructura de capital de la carpintería, el coste del equity estimado es de 10,87%. Respecto el coste de la deuda, inicialmente la he calculado en base a los gastos financieros sobre la deuda financiera de la carpintería, sin embargo, el coste era muy bajo para la situación actual de los tipos de interés, por lo tanto, he supuesto coste de la deuda en base el Euribor más un diferencial del 3% con el objetivo de tener una visión cauta a futuro, obteniendo un coste de la deuda neto del 5,25%. Una vez obtenidos los costes de deuda y equity, las he ponderado por la estructura de capital, obteniendo un WACC final 10,1%, más bajo que el obtenido con la valoración de Madtimber, debido al menor riesgo que presenta el negocio.

Con la finalidad de estimar de una manera adecuada el valor terminal, he supuesto una tasa de crecimiento del 1,8%, en base al crecimiento de la empresa y las estimaciones del PIB español a futuro. Los flujos de caja estimados y el valor terminal o residual estimados anteriormente los hemos descontado a este WACC, obteniendo un Enterprise value o valor de su negocio de 2.978.007€ al cual le he restado la deuda neta, resultando en un valor del negocio libre de cargas o un equity value de 2.967.491€.

Comparando los distintos métodos de valoración llevados a cabo, se puede apreciar como la valoración realizada por DCF (descuento de flujos de caja) da un resultado un poco más alto que la valoración por múltiplos, sin embargo, esto no debería suponer un problema, ya que la valoración es muy parecida a la misma realizada por una boutique de banca de inversión en agosto de 2022. Para realizar la valoración por múltiplos he utilizado las mismas empresas comparables aplicadas para la valoración de Madtimber.

Tabla 10: Comparación valoración DCF y por múltiplos en términos EV/EBITDA

	DCF	Múltiplos	Nuestra oferta	Valoración hecha por la boutique
Valoración (EV)	2.978.007	2.769.794	2.000.000	3.000.000
EBITDA	359.714	359.714	359.714	359.714
EV/ EBITDA	8	8	6	8

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y resultados financieros de las comparables.

5.4 Cierre de la adquisición y financiación de la operación

En primer lugar, me gustaría destacar las negociaciones que se han ido dando a la hora de realizar la operación. Debido a las buenas relaciones que existen entre ambas compañías y la prisa que tenían los dueños de la carpintería en vender el negocio, ya que pretendían jubilarse este año, se puso un primer precio a la empresa de 3.000.000€ sin tener en cuenta los activos financieros, el cual fue estimado en una valoración llevada a cabo por una boutique. Dicha valoración se hizo sin tener en cuenta los cierres de 2021 y 2022, porque todavía no estaban publicadas las cuentas, por lo que la valoración estimada fue 3.000.00€, ya que no tuvieron en cuenta los buenos años que fueron los dos últimos ejercicios, y partieron desde el ejercicio de 2020 que fue un mal año para la empresa, a causa de la pandemia. Debido a la mala situación financiera de Madtimber y la falta de caja con la que cuenta la empresa, el precio estimado por la boutique y el ofrecido por la carpintería, fue considerado inabordable para llevar a cabo la operación. Los tres socios de Madtimber se reunieron en una junta de accionistas para estudiar la viabilidad de la operación, y consideraron que la mejor opción era lanzar una oferta de 2.000.000€ por el 100% de las acciones, pagando dicha cantidad al momento y sin demandar los activos financieros. La oferta fue aceptada por el dueño de la carpintería, ya que su intención era venderla lo antes posible, y en base a la información proporcionada no recibieron ninguna otra oferta por su negocio. Las buenas relaciones entre sus directores, fue una razón fundamental para cerrar la operación a una cifra tan baja.

Debido a la falta de liquidez de la que dispone Madtimber, la mejor solución para llevar a cabo la operación es pedir un préstamo por el 50% de la cantidad pactada, en este caso Madtimber puede aprovechar parte de la línea de crédito de la empresa, aunque desde dirección prefieren dejar ese margen para actividades del día a día, por lo que se pedirá un préstamo al Deutsche Bank, entidad financiera con la que Madtimber mantiene buenas relaciones, ya que el CEO trabajó para ellos durante mucho tiempo. Por otra parte, es el banco que mejores condiciones le ofrecen, habiendo un pactado un tipo de interés al Euribor actual (4%) más un diferencial del 3%, debido a la poca deuda a la que hace uso la empresa resultando en un total del 7% TAE. La amortización se hará de manera mensual de aquí a 10 años, pagando una cuota cada mes de 3.277,51€, que acabarán suponiendo unos intereses totales a pagar de 393.301,75€ al cabo de los diez años.

El otro 50% será financiada con una ampliación de capital de la empresa, ya que Madtimber no pretende endeudarse más, y los niveles de caja son muy escasos para llevar a cabo la operación. Actualmente la empresa está constituida por un patrimonio neto de 1.534.678€ y 6000 acciones divididas entre sus tres socios. El precio por acción actual es de 255,8€, el cual utilizaré para averiguar cuántas acciones nuevas debe emitir Madtimber para comprar el otro 50% restante de la carpintería. Con el objetivo de sacar el número de acciones a emitir, dividiré el millón de euros que pretende Madtimber conseguir con la ampliación entre el precio por acción, obteniendo un resultado de 3.910 acciones nuevas a emitir.

Figura 4: Estructura de financiación de la operación



Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber

Considero importante mencionar que el nuevo accionista de la empresa pasará a ser un antiguo socio que forma parte de la familia y que llevaba tiempo pensando en volver al negocio de la industria maderera. El nuevo socio pasará a tener un 39,5% de las participaciones de Madtimber. Una de las decisiones tomadas de esta operación, es que no se emitirá ningún derecho de suscripción preferente, ya que los antiguos accionistas preferían la entrada de un socio nuevo, y a asumen la dilución en el valor de su participación. La estructura de accionistas de la empresa pasará a quedar de la siguiente forma.

Tabla 11: Estructura accionistas antes de la operación

Socios	Nº Acciones	% participación	valor participación
Socio 1	2.925	48,8%	748.156 €
Socio 2	50	0,8%	12.789 €
Socio 3	3.025	50,4%	773.734 €
Total	6.000	100,0%	1.534.678 €



Tabla 12: Estructura accionistas después de la operación

Socios	Nº Acciones	% participación	Valor participación
Socio 1	2.925	29,5%	748.156 €
Socio 2	50	0,5%	12.789 €
Socio 3	3.025	30,5%	773.734 €
Socio 4	3.910	39,5%	1.000.000 €
Total	9.910	100,0%	2.534.678 €

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimber

Para concluir, teniendo en cuenta la financiación conseguida gracias al préstamo y a la ampliación de capital, la cantidad total a pagar por el 100% de las acciones de la carpintería, es de 2.393.302€.

5.5 Consolidación global de cuentas

Al tratarse de una adquisición del 100% de las acciones, llevaré a cabo un método de consolidación global de cuentas, que consiste en sumar todas las partidas de balance de situación y cuenta pérdidas y ganancias, menos el patrimonio neto, ya que los resultados de ejercicios anteriores, reservas y capital social se acumulan en las cuentas de cada empresa a nivel individual, puesto que cada una opera de manera separada. Si se tratara de una fusión, si que sumaríamos los patrimonios netos, ya que las dos empresas operarían bajo el nombre de una. Sin embargo, para realizar la consolidación global, hay que tener en cuenta algún ajuste a realizar. En primer lugar, hay que tener en cuenta el millón de acciones ampliado para la financiación de la adquisición, resultando en nuevo capital social 2.534.678€, que es el mismo con el que contaba antes Madtimber, más la ampliación de capital previamente mencionada. Respecto a los activos financieros, no plantearé su incorporación en Madtimber, ya que los socios de la carpintería han decidido quedarse con todos antes de vender la empresa, lo cual no supone un problema puesto que la valoración de la compañía se hizo sin tener en cuenta esta clase activos no operativos. Por otra parte, se debe tener en cuenta el préstamo de un millón de euros, dentro del cual se destinarán cien mil a deuda a corto plazo, y los novecientos mil restantes irán a deuda a largo plazo, ya que se trata de un préstamo a diez años. Por último, siempre que se realiza este tipo de operaciones hay que contabilizar un fondo de comercio, conocido también en el ámbito financiero como “goodwill”, el cual hace referencia a la diferencia entre el precio pagado y el valor de patrimonio neto en libros. Se trata de un activo intangible, que representa los beneficios intangibles del negocio absorbido, como por ejemplo las relaciones con los clientes, sus patentes o su poder como marca. Considero importante mencionar que el fondo de comercio o Goodwill, se aplica a partir de operaciones de compra al 80%, en este caso al ser una compra de todas las acciones de la compañía se contabiliza el fondo de comercio por 1.505.613€, que es la diferencia entre los dos millones pagados y el valor en libros del patrimonio neto de la carpintería.

Tabla 13: Datos financieros relevantes cuentas consolidadas

Datos financieros relevantes	2023e
Ingresos operativos	3.984.063
EBITDA	458.160
Beneficio neto	287.640
Deuda financiera neta	1.259.565
OPEX	3.352.713
CAPEX	70.000
Fondo de maniobra operativo	1.329.113
Deuda financiera neta/EBITDA	2,7
Deuda LP/ Deuda CP	2
EBITDA/ Ventas	11%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimber

Con la finalidad de analizar los efectos financieros de la consolidación global, he llevado a cabo una estimación de las cuentas para los próximos cinco años. En este caso me centraré en el ejercicio de 2023, ya que será el primer cierre de cuentas consolidado. El resultado más llamativo a simple vista es la recuperación de beneficios. Además, a raíz de la consolidación se genera un margen EBITDA positivo y a cifras considerablemente positivas, lo cual quiere decir que se ha conseguido reducir un poco el OPEX, algo que ha sido siempre un objetivo de Madtimber. Uno de los problemas que tienen las consolidaciones globales, es que se absorbe también la deuda de la empresa adquirida, algo que en este caso ha supuesto un aumento considerable y más teniendo en cuenta la financiación utilizada para llevar a cabo la operación. Esto se ve reflejado especialmente en el ratio deuda financiera neta sobre EBITDA, el cual es de 2,7 veces, esto indica que el resultado generado únicamente con la actividad de la empresa, se queda lejos de cubrir la deuda financiera neta de la empresa, algo que era de esperar debido al millón de euros prestados por el banco para llevar a cabo la operación. Sin embargo, este ratio no debería subir con el paso del tiempo, ya que Madtimber se dedicará a amortizar deuda y el negocio de la carpintería hace muy poco uso de préstamos. Además, esta cantidad de deuda tampoco debería representar un problema ya que no es especialmente alta, para una consolidación global, y además el fondo de maniobra operativo es lo suficientemente alto como para cubrir la deuda actual y la generación de esta en el futuro. Respecto al CAPEX,

se estima una inversión positiva en el futuro, debido fundamentalmente a la previsión de renovación de maquinaria de la carpintería mencionada en su análisis financiero.

Una parte fundamental de este análisis, que me hará sacar conclusiones del proyecto, es la valoración de Madtimber consolidada con la carpintería. En primer lugar, considero importante mencionar que he tenido en cuenta las sinergias en la estimación de cuentas, necesaria para valorar la empresa por el método de descuento de flujos de caja. Partiré desde los ingresos operativos, en los cuales he estimado un crecimiento del 15% anual, debido en primer lugar a las ventas crecientes de los productos derivados de la madera y sobretodo por la transformación que la carpintería puede dar a los productos de Madtimber. Este último factor beneficiará a la actividad, ya que por una parte Madtimber está consiguiendo nuevos clientes a los cuales anteriormente no podía satisfacer este tipo de necesidades, y además la carpintería se verá beneficiado por estos clientes nuevos. Respecto al OPEX, conocidos también como gastos operativos, he estimado una bajada del 5% anual en las sinergias, ya que la carpintería cuenta con menos gastos operativos en proporción a los de Madtimber, y no necesita tanto gasto en aprovisionamientos, dato que afecta positivamente al EBITDA recurrente. Además, Madtimber incurrirá en menos gastos de transporte, ya que esta operación es estratégica en términos de localización, puesto que ambos se encuentran en el mismo polígono industrial. Uno de los puntos muy fuertes que tiene la carpintería, es su gran margen EBITDA que es del 22%, y además es prácticamente igual a su beneficio neto, debido a los pocos gastos financieros que tiene la empresa. Sin embargo, al consolidar las cuentas el margen del 9%, que considero bastante apropiado y significativo, ya que el margen de Madtimber antes de la operación era negativo. Debido al aumento en ingresos operativos y reducción del OPEX, estimaré un crecimiento del margen EBITDA recurrente del 2% los dos primeros años, con el objetivo de realizar una valoración de la empresa cauta. A partir del tercer año, el margen crecerá en menor medida. La amortización estimada, se ha calculado a raíz de la inversión en CAPEX esperada. Aunque considere que se llevará una inversión considerable de aquí a 5 años, he preferido mantenerla estable con el paso de cada año, con el objetivo de que el modelo financiero sea lo más preciso posible. Todos los años, habrá una inversión positiva en CAPEX, estimada en 70.000€, cifra mayor con respecto el CAPEX obtenido en 2022, debido a la estimación de inversión en activo fijo por parte de la carpintería y Madtimber.

Una vez estimadas todas las cuentas necesarias para obtener nuestros flujos de caja libres, procederé a calcular el coste de capital o WACC al que descontaré dichos flujos de caja. Con respecto el de la deuda, al igual que hice con Madtimber y la carpintería, hemos estimado un coste del 6% bruto (4,5% neto), debido a los altos niveles en los que se encuentra el Euribor y el diferencial de en torno 2-3% que aplican los bancos. Respecto al coste de los accionistas he mantenido los mismos índices o activos para la rentabilidad del mercado y el activo libre de riesgo. Para la calcular las betas, he partido de las mismas empresas comparables, Nick Scali y Maison du Monde, con la diferencia de que en este caso la estructura de capital es mucho menos agresiva que en las anteriores, resultando en una distribución de 61% equity y 39% deuda, la cual se asemeja mucho a las estructuras de capital empleadas por empresas más grandes. Esto puede suponer un beneficio a la hora de atraer capital o incluso plantearse una situación de venta, ya que una estructura tan agresiva como la que contaba Madtimer antes de la operación, no suele ser un buen motivo de inversión en la empresa. El WACC final calculado en base a la estructura de capital y los costes de deuda y equity, es del 14,2%, inferior con respecto el 11% calculado de Madtimber, ya que el riesgo asumido es menor. Con respecto la tasa de crecimiento perpetuo estimada para calcular el valor terminal del negocio, mantenemos la misma que la de la carpintería, un 1,8%.

Una vez descontados todos los flujos de caja libres y el valor terminal, el enterprise value obtenido es de 3.832.734€, al cual descontando la deuda neta pasaríamos a tener un valor de la empresa libre de cargas de 2.473.169€. En términos de EV/EBITDA la valoración de la consolidación global de Madtimber con la carpintería es de 12 veces EV/EBITDA.

5.6 Efectos de la operación para los accionistas de Madtimber

En ocasiones, las operaciones de M&A pueden generar conflictos de interés entre la voluntad de los accionistas de la empresa y sus directores, ya que muchas veces se busca únicamente el beneficio de los accionistas a nivel individual, y no el de la empresa a nivel a nivel global. Sin embargo, al tratarse de una situación en la que la empresa se encuentra en pérdidas, no ha habido ningún tipo de oposición o problemas en llevar a cabo esta operación por parte del equipo de Madtimber, ya que se consideraba como la mejor solución para llevar a cabo un crecimiento inorgánico. Como proceso habitual en las operaciones de fusiones y adquisiciones de empresa, es importante comprobar si ha supuesto un incremento en el beneficio por acción de los accionistas. Para comprobar como ha variado el beneficio por acción, tendré en cuenta las sinergias estimadas a dos años, a raíz de la adquisición de la compañía.

Tabla 14: Evolución del beneficio por acción

BPA	Pre	post
2022	-76.785	26
2023	5,1	27,5
2024	5,8	65,0

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimber y la carpintería

En este caso, he comparado el beneficio neto por acción antes y después de la operación, teniendo en cuenta las sinergias. Considero importante destacar que el número acciones varía antes y después de la transacción, ya que, para realizar la operación, se emitieron 3.910 acciones más, con el objetivo de obtener financiación para pagar la compra. Añadiéndole las seis mil acciones que Madtimber tenía al principio, la empresa pasaría a contar con un total de 9.910 acciones después de la transacción. A priori, al tener un mayor número de acciones, se puede llegar a pensar en un efecto dilución del beneficio por acción. Sin embargo, al ser una operación que tiene en cuenta unas sinergias estimadas, es muy probable que el beneficio suba, y más aún si se compara con las

pérdidas obtenidas en los ejercicios anteriores, partiendo por lo tanto de un beneficio por acción negativo. En base a los resultados obtenidos, se puede concluir en que la operación es beneficiosa para los accionistas, que verían su beneficio por acción aumentado en un 81% y 91%. Aunque en esta operación era predecible obtener este tipo de resultados, es importante realizar siempre este paso en una transacción de M&A, puesto que se parte de unos beneficios netos estimados a futuro que pueden dar a los accionistas una idea de los efectos que tendrían las sinergias a nivel financiero en sus participaciones.

6. Conclusiones

Una vez planteadas las estrategias de crecimiento y habiendo obtenido los resultados, es el momento de plantearse si realmente han tenido un impacto positivo, y se ha conseguido lograr los objetivos planteados. En primer lugar, me gustaría mencionar la razón por la que he implementado este tipo de estrategias. Esto se debe, a que a Madtimber parte de una situación de pérdidas a nivel financiero, y además ofrece un poco diversificación en sus productos y servicios. Una de las razones por las que elegí este tema para mi TFG, es demostrar el crecimiento que puede llegar a tener una PYME con una estrategia de crecimiento inorgánico planteada correctamente en base a su modelo de negocio.

Con respecto a la incorporación de productos nuevos, al inicio los socios pensaban que su incorporación en el mercado de los productos derivados sería difícil, ya que pensaban que se salía de su modelo de negocio, pero bajo mi punto de vista, era necesario traer este tipo de productos, debido al menor uso que tiene cada vez la madera, y la gran demanda están teniendo los productos derivados de la madera. Gracias a los análisis Canvas y PORTER realizados, hemos justificado que estos productos suponen una solución para su modelo negocio, que no se encontraba actualizado con las nuevas necesidades de sus clientes, y además la entrada a este mercado es perfectamente viable para Madtimber, debido fundamentalmente a los acuerdos exclusivos de distribución que presenta en la zona centro del país. A nivel estratégico, la comercialización de los productos derivados de la madera es una estrategia de crecimiento adecuada para Madtimber. Bajo mi punto de vista, la mejor manera de comprobar si la entrada de estos productos añade valor a la empresa, es relacionarla con la compra de carpintería.

Asimismo, es importante recalcar que la operación de compra de la carpintería se da por unos supuestos, en los que se parte de dar una salida nueva a todos los productos de Madtimmer. Dicha salida a los productos es en mayor parte debida a la maquinaria con la que cuenta la carpintería, capaz de modificar las formas y medidas de los productos que vende Madtimmer, pudiendo ofrecer nuevos servicios a sus clientes. A raíz de esta operación se ha podido comprobar que el impacto global es positivo para Madtimmer, ya que los supuestos estudiados anteriormente son respaldados por los datos financieros. En primer lugar, se da una integración vertical, que supone crear una relación cliente-proveedor que a nivel financiero beneficiará a ambos negocios, especialmente el recorte de gastos operativos estimados en las sinergias, ayudando sobretodo a Madtimmer ya que tenía un problema muy grande con los altos gastos operativos en lo que incurría cada año. Por otra parte, esta adquisición y la venta de productos derivados de la madera, le permitirá acercarse aún más consumidor final, estando en línea con los objetivos de Madtimmer. Además, en términos de maquinaria la carpintería cuenta con activos que presentan un gran valor en el mercado, y que al ser vendidos supondría materializar beneficios a nivel contable. Dichas máquinas son las responsables de dar una nueva salida en términos de formas a todos los productos de Madtimmer, lo cual les hará captar nuevos clientes que demanden dimensiones más pequeñas de sus productos, incluso recontactando aquellos clientes que en el pasado demandaban este tipo de servicios, pero que Madtimmer no podía ofrecerles. Sin duda alguna, la compra de esta carpintería presenta muchísimos beneficios a nivel financiero para Madtimmer, ya que absorbe todos los beneficios de la carpintería, que como hemos aprobado es un negocio muy rentable, sin tener apenas deuda y presentando márgenes del cercanos al 20%.

A nivel de sinergias, la subida de ventas estimada viene dada en mayor medida por la comercialización de productos derivados, que tanta demandan están presentando con reformistas, los cuales son clientes habituales también de la carpintería, por lo que ayudará a Madtimmer a comercializar más sus productos a estos clientes. Por otra parte, está subida de ventas estimada, acompañada de una baja de los costes operativos estimada a raíz de la operación, impulsa positivamente el valor de sus márgenes EBITDA, que es una de las mayores ventajas a nivel financiero de la carpintería y algo de lo que Madtimmer se ha aprovechado positivamente de la operación. Todas estas sinergias estimadas, han sido estudiadas tanto a nivel externo como interno con un análisis DAFO. A nivel financiero puedo concluir que todos los supuestos mencionados anteriormente y

las sinergias estimadas han logrado uno de los objetivos planteados con estas estrategias de crecimiento inorgánico, el cual se trata de aumentar el valor de la compañía. Mediante los métodos de flujos de descuento de flujos de caja, se ha estimado un valor del negocio de la compañía libre de cargas de 3.035.223€, comprándolo con el valor de Madtimber previo a la adquisición (98.256€), se puede apreciar como el valor ha aumentado considerablemente. En términos del ratio EV/EBITDA, ha pasado de estar de tener un valor de 5 veces, a 14, aumentado un 180%. Una vez conseguido este valor puedo concluir en que la estrategia de crecimiento inorgánico planteada ha dado los resultados esperados. Sin embargo, considero importante mencionar los escenarios posibles estudiados y planteados a raíz de la operación.

Una vez alcanzada una valoración tan alta y haber conseguido realizar una integración vertical que, en base a las estimaciones realizadas, generará resultados muy estables y positivos a nivel financiero. Bajo mi punto de vista, a raíz de esta estrategia de crecimiento se puede partir ya de un negocio estable, que además potenciará las ventas de ambas empresas, debido a la relación cliente-proveedor que se forja, la cercana localización de ambas empresas y los servicios nuevos que se pueden ofrecer fruto de la compra. Por otro lado, Madtimber partiría de una situación financiera más estable, gracias a los efectos contables de la consolidación global y la rentabilidad del negocio de la carpintería, por lo que va a facilitar la inversión en el negocio, algo que antes no ocurría debido a los resultados financieros negativos. Otra opción planteada es vender el grupo consolidado a un private equity o fondo, bajo mi punto de vista no es una la mejor solución a corto plazo, ya que considero que ambos negocios tienen potencial de crecimiento, sobretodo Madtimber y en un plazo de cinco años la valoración puede subir aun más y si se diera el caso, se podría plantear una venta.

Me gustaría concluir con algo que aprendí de mi abuelo, fundador de Madtimber, y es que él siempre me dijo que por muchos obstáculos que me pudiera encontrar en un negocio, siempre había que mirar hacia delante y a veces asumir ciertos riesgos que puedan dar resultados positivos en el futuro. Vender la empresa una vez conseguido estos resultados, no hubiera sido una opción contemplada por él y tampoco justificaría el potencial que puede llegar a tener una PYME, ya que siempre se puede crecer más. Por último, me gustaría finalizar recalcando el hecho que para estar en lo alto se tiene que

haber pasado por lo más bajo, lo importante es aplicar soluciones y buscar la manera de crecer, que es lo que he buscado en todo momento con este trabajo.

7. Bibliografía

- Portal PYME. (2022). Obtenido de Portal PYME: <http://www.ipyme.org/es-ES/DatosPublicaciones/Paginas/PreguntasFrecuentes.aspx>
- Forestal M. (6 de junio de 2022). Obtenido de Forestal maderero: <https://www.forestalmaderero.com/articulos/item/que-es-eutr.html>
- Expansión. (2023). Obtenido de Datos macro: <https://datosmacro.expansion.com/bono/espana>
- Expansión*. (Mayo de 2023). Obtenido de Expansión mercados: <https://www.expansion.com/mercados/euribor.html>
- Expansión, E. (2023). Obtenido de https://www.expansion.com/mercados/cotizaciones/indices/ibex35_I.IB.html
- Hervás, L. V. (27 de junio de 2022). *El País Economía* . Obtenido de CincoDías: https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/06/24/pyme/1656070303_778210.html
- Ministerio de Industria, Comercio y Turismo*. (enero de 2023). Obtenido de Industria y PYME: <https://industria.gob.es/es-es/estadisticas/paginas/estadisticas-y-publicaciones-sobre-pyme.aspx>
- Monde, M. d. (28 de Abril de 2023). Obtenido de Financial report: <https://corporate.maisonsdumonde.com/en/finance/financial-reports>
- Monde, M. d. (28 de Abril de 2023). Obtenido de Financial report: <https://corporate.maisonsdumonde.com/en/finance/financial-reports>
- Scali, N. (2023). Obtenido de Annual report: <https://www.nickscali.com.au/annual-reports>

8. Anexo

Tabla 1: Balance de Situación Madtimmer: Ejercicios 2021-2022

Balance	2022	2021		2022	2021
A) Activo no corriente	868.667	820.274	A) Patrimonio neto	1.534.678	1.605.463
Inmovilizado Intangible	372	2.166	Capital social	360.607	360.607
Inmovilizado material	788.400	754.212	Reservas	3.771.179	3.771.179
Inversiones financieras l/p	79.895	63.895	Resultado ej anteriores	-2.526.324	-2.329.848
B) Activo corriente	1.557.946	1.565.747	Resultado ej	-70.785	-196.476
Existencias	866.266	981.095	B) Pasivo no corriente	436.488	511.034
Clientes	457.995	353.091	Deudas a largo plazo	258.991	333.536
Deudores	52.943	37.473	Pasivos por impuestos diferidos	177.498	177.498
Inversiones financieras a c/p	150.500	139.680	C) Pasivo corriente	455.447	269.523
Caja	30.242	54.408	Deudas a corto plazo	120.300	97.835
			Proveedores	212.151	104.431
			Acreedores	122.996	67.257
Total activo	2.426.613	2.386.020	Total PN + Pasivo	2.426.613	2.386.020

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimmer.

Tabla 2: Cuenta de pérdidas y ganancias Madtimmer: Ejercicios 2021-2022

PyG simplificada	2022	2021
Ingresos operativos	1.886.477	1.602.126
Coste de ventas	-1.540.105	-1.383.610
Margen bruto	346.372	218.516
% Margen bruto	18,4%	13,6%
Costes indirectos	-394.296	-389.497
EBITDA	-47.925	-170.981
% Margen EBITDA	-2,5%	-10,7%
Amortización	-23.876	-22.253
EBIT	-71.800	-193.234
% Margen EBIT	-3,8%	-12,1%
Resultados financieros	1.016	-3.242
EBT	-70.785	-196.476
Impuestos	0	0
Beneficio neto	-70.785	-196.476
% Margen neto	-3,8%	-12,3%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimmer

Tablas 3,4,5 y 6: Ratios financieros Madtimber: Ejercicios 2021-2022

1. Ratios de liquidez Ej 2022	
Ratio circulante	3,4
Prueba del ácido	1,5
Ratio de tesorería	0,02
Liquidez inmediata	0,02

2. Ratios de apalancamiento Ej 2022	
Ratio de apalancamiento	0,6
Ratio de endeudamiento a c/p	0,2
Ratio de endeudamiento total	0,4
Ratio de autonomía financiera	0,6
Ratio de dependencia financiera	0,4
Ratio de solvencia total	2,7
Cobertura intereses	4,8

3. Ratios de eficiencia Ej 2022	
Rotación existencias	-1,7
Periodo medio existencias	-219
Rotación clientes	4,2
Periodo medio cobro	87,2
Rotación activos	0,8

4. Ratios rentabilidad actividad empresarial Ej 2022	
ROA	-3%
ROE	-5%
ROCE	-4%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimber.

Tablas 7,8,9,10,11 y 12 Cálculo WACC Madtimber:

Estructura de capital			
%	2022	2021	media
Equity	80%	79%	80%
Deuda	20%	21%	20%

Kd			
2021	2022	media	Tipo
3,9%	4,0%	4,0%	8%

Kd neto	5,6%
----------------	-------------

Ke	
Rrf (bono español)	3,4%
Rm (IBEX-35)	11%
B Madtimber	1,1
Ke	12,4%

E/V	80%
D/V	20%
Ke	12,4%
Kd neto	5,6%

WACC	11,0%
-------------	--------------

Betas empresas comparables

Maison du Monde		Nick Scali	
B apalancada	1,8	B apalancada	1,4
Equity value	400	Equity value	778
Enterprise value	1100	Enterprise value	1030
Deuda neta	700	Deuda neta	252
D/V	0,64	D/V	0,32
D/E	1,75	D/E	0,24
B desapalancada	0,87	B desapalancada	1,50

Media B desapalancadas	1,2
-------------------------------	------------

D/E	0,3
B reapalancada Madtimmer	1,1

Datos financieros empresas comparables

Maison du Monde		Nick Scali	
Revenues	1.240	Revenues	441
EBITDA	227	EBITDA	166
Beneficio neto	34	Beneficio neto	74,9

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimmer.

Tabla 13: Estimación cuentas Madtimber

PYG estimación	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos operativos	1.886.477	1.924.207	2.116.627	2.328.290	2.561.119	2.817.231
Costes de ventas	1.540.105	1.539.365	1.693.302	1.862.632	2.048.895	2.253.785
Margen bruto	346.372	384.841	423.325	465.658	512.224	563.446
% Margen bruto	18%	20%	20%	20%	20%	20%
Costes indirectos	394.296	328.290	364.737	402.276	443.691	489.376
EBITDA	-47.925	56.551	58.589	63.382	68.533	74.070
% EBITDA	-3%	3%	5%	6%	7%	7%
Depreciación	23.876	31.551	31.089	33.132	35.258	37.468
EBIT	-71.800	25.000	27.500	30.250	33.275	36.603

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimber.

Tabla 14: (DCF) Valoración por descuento de flujos de caja Madtimber

WACC	11,0%
G	2,0%

	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	25.000	27.500	30.250	33.275	36.603
(1 - tax rate)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
NOPAT	18.750	20.625	22.688	24.956	27.452
D&A	31.551	31.089	33.132	35.258	37.468
WC	1.042.058	1.091.385	1.145.187	1.156.226	1.178.717
Var WC	49.327	53.802	11.039	22.491	32.501
CAPEX	20.000	20.000	20.000	20.000	20.000
UFCF	-19.026	-22.088	24.781	17.723	12.419

Discounted UFCF	-17.145	-17.935	18.131	11.684	7.378
Valor terminal					141.110
Valor terminal descontado					83.830
Enterprise value	85.943				
Deuda neta	349.049				
Equity value	-263.105				

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimber.

Tablas 15 y 16: Valoración por múltiplos Madtimber

	EV/EBITDA
Maison du monde	5
Nick scali	6
Media	5

	EV/EBITDA
Enterprise value	183.225
deuda neta	349.049
Equity value	-165.824

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Madtimber.

Tabla 17: Balance de situación carpintería: Ejercicios 2022-2023

Balance	2022	2021		2022	2021
A) Activo no corriente	325.664	359.115	A) Patrimonio neto	1.909.258	1.643.467
Inmovilizado material	140.600	174.051	Capital social	60.113	60.113
Inversiones financieras l/p	185.064	185.064	Reservas	1.849.144	1.583.353
B) Activo corriente	2.563.532	2.521.664	B) Pasivo no corriente		3.756
Existencias	248.659	248.659	Deudas a largo plazo		3.756
Clientes	494.752	338.874	C) Pasivo corriente	654.068	967.765
Inversiones financieras a c/p	1.555.677	1.763.510	Deudas a corto plazo	274.961	297.381
Caja	264.445	170.621	Proveedores	271.994	479.396
Total activo	2.889.196	2.880.779	Acreedores	107.114	190.988
			Total PN + Pasivo	2.889.196	2.880.779

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tabla 18: Cuenta de pérdidas y ganancias carpintería: Ejercicios 2022-2023

PyG simplificada	2022	2021
Ingresos operativos	1.577.925	1.034.738
Coste de ventas	-521.339	-211.932
Margen bruto	1.056.586	822.806
% Margen bruto	67,0%	79,5%
Costes indirectos	-696.872	-635.873
EBITDA	359.714	186.933
% Margen EBITDA	22,8%	18,1%
Amortización	-33.451	-33.793
EBIT	326.263	153.140
% Margen EBIT	20,7%	14,8%
Resultados financieros	-392	201.248
EBT	325.870	354.388
Impuestos	-81.468	-88.597
Beneficio neto	244.403	265.791
% Margen neto	15,5%	25,7%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tabla 19: Ratios financieros carpintería: Ejercicios 2022-2023

Ratios de liquidez	2021	2022
Ratío circulante	2,6	3,9
Prueba del ácido	2,3	3,5
Ratío tesorería	0,2	0,4
Liquidez inmediata	0,1	0,1
Ratios de solvencia	2021	2022
Ratío de apalancamiento	0,2	0,1
Ratío de endeudamiento a c/p	0,1	0,1
Ratío de endeudamiento total	0,1	0,1
Ratío de autonomía financiera	0,6	0,7
Ratío de dependencia financiera	0,1	0,1
Ratío de solvencia total	9,6	10,5
Cobertura intereses	590,3	916,9
Ratios de eficiencia	2021	2022
Rotación existencias	0,9	2,1
Periodo medio existencias	428,3	174,1
Rotación clientes	3,1	3,2
Periodo medio cobro	119,5	114,4
Rotación proveedores	0,9	1,9
Periodo medio pago	423,2	190,4
Rotación activos	0,4	0,5
Ratios de rentabilidad	2021	2022
ROE	16%	13%
ROA	9%	8%
ROIC	41%	40%
ROCE	14%	11%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tabla 19: Estimación cuenta pérdidas y ganancias

PyG	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos operativos	1.034.738	1.577.925	1593704,53	1609641,58	1625737,99	1641995,37	1658415,33
Coste de ventas	-211.932	-521.339	478.111	482892,473	487721,398	492598,612	497524,598
Margen bruto	822.806	1.056.586	1.115.593	1.126.749	1.138.017	1.149.397	1.160.891
% Margen bruto	79,5%	67,0%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%	70,00%
Costes indirectos	-635.873	-696.872	717.167	724.339	731.582	738.898	746.287
EBITDA	186.933	359.714	398.426	402.410	406.434	410.499	414.604
% Margen EBITDA	18,1%	22,8%	25%	25%	25%	25%	25%
Amortización	-33.793	-33.451	31.874	32.193	32.515	32.840	33.168
EBIT	153.140	326.263	366.552	370.218	373.920	377.659	381.436
% Margen EBIT	14,8%	20,7%	23%	23%	23%	23%	23%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tabla 20: Estimación fondo de maniobra operativo

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Working capital	108.137	471.417	478.300	488.272	493.154	498.086	503.067
Existencias	248.659	248.659	228.041	328.498	331.783	335.101	338.452
Rotación existencias	0,85	2,10	1,47	1,47	1,47	1,47	1,47
Clientes	338.874	494.752	499.700	504.697	509.744	514.841	519.989
rotación clientes	3,1	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2	3,2
Proveedores	479.396	271.994	249.441	344.923	348.372	351.856	355.375
Rotación proveedores	0,9	1,9	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tablas 21,22,23 y 24: Cálculo WACC

B apalancada Maison du Monde	1,72
Equity value	400
Enterprise value	1100
Deuda neta	700
D/V	0,64
D/E	1,75
B desapalancada	0,83

B apalancada Nick Scali	1,36
Equity value	778
Enterprise value	1030
Deuda neta	252
D/V	0,32
D/E	0,24
B desapalancada	1,46

B reapalancada carpintería	0,98
Media B desapalancadas	1,1
D/E	0,14

Cálculo WACC

Tasa crecimiento g	1,80%
---------------------------	--------------

	2021	2022	Media
Kd	0,14%	0,11%	7,00%

Kd neto	5,3%
----------------	-------------

Ke	10,87%
B	0,98
Rm	11%
Rrf	3,4%

Wacc	10,1%
Ke	10,9%
E/V	86%
Kd neto	5,3%
D/V	14%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tabla 25: DCF carpintería

DCF	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	366.552	370.218	373.920	377.659	381.436
(1-0,25)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
NOPAT	274.914	277.663	280.440	283.244	286.077
D&A	31.874	32.193	32.515	32.840	33.168
Var WC	6.882	9.972	4.883	4.932	4.981
CAPEX	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
UFCF	249.906	249.884	258.072	261.153	264.264
UFCF descontado	227.021	206.214	193.469	177.850	163.489
Valor residual					3.248.906
Valor residual descontado					2.009.963
Enterprise value	2.978.007				
Deuda financiera neta	10.516				
Equity value	2.967.491				

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tablas 26 y 27: Valoración por múltiplos carpintería

Multiplos	EV/EBITDA	EV/REVENUES	PER
Maison du monde	5	1	12
Nick scali	6	2	10
Media	5	2	11
Enterprise value	2.769.794	2.542.588	2.709.099
deuda neta	10.516	10.516	10.516
Equity value	2.759.278	2.532.072	2.698.583

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por la Carpintería.

Tabla 28: Balance consolidado Madtimber y carpintería

Balance	2022		2022
A) Activo no corriente	2.514.880	A) Patrimonio neto	2.534.678
Inmovilizado Intangible	1.505.985	Capital social	1.360.607
Inmovilizado material	929.000	Reservas	3.771.179
Inversiones financieras l/p	79.895	Resultado ej anteriores	-2.526.324
B) Activo corriente	2.565.802	Resultado ej	-70.785
Existencias	1.114.925	B) Pasivo no corriente	1.336.488
Clientes	952.747	Deudas a largo plazo	1.158.991
Deudores	52.943	Pasivos por impuestos diferidos	177.498
Inversiones financieras a c/p	150.500	C) Pasivo corriente	1.209.516
Caja	294.687	Deudas a corto plazo	495.261
		Proveedores	484.145
		Acreedores	230.110
Total activo	5.080.682	Total PN + Pasivo	5.080.682

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería.

Tablas 29 y 30: Ajustes a realizar

Deuda total (a 10 años)	1.000.000	Nuevos activos financieros	0
amortización anual	100.000	No cuenta con el 100%	1.740.741
nueva deuda a CP	100.000		
nueva deuda a LP	900.000		
Cantidad prestada	1.000.000		
Ampliación capital	1.000.000		
Caja utilizada para la operación	2.000.000		
Goodwill	1.505.613		

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería.

Tablas 31,32,33 y 34: Ratios financieros cuentas consolidadas

Ratios de liquidez	2022
Ratio circulante	2,1
Prueba del ácido	1,2
Ratio tesorería	0,2
Liquidez inmediata	0,1

Ratios de solvencia	2022
Ratio de apalancamiento	0,7
Ratio de endeudamiento a c/p	0,2
Ratio de endeudamiento total	0,3
Ratio de autonomía financiera	0,5
Ratio de dependencia financiera	0,3
Ratio de solvencia total	3,1

Ratios de eficiencia	2022
Rotación existencias	1,8
Periodo medio existencias	197,4
Rotación clientes	3,6
Periodo medio cobro	100,4
Rotación proveedores	4,3
Periodo medio pago	85,7
Rotación activos	0,7

Ratios de rentabilidad	2022
ROE	10%
ROA	5%
ROIC	5%
ROCE	6%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería

Tablas 35,36 y 37: Estimación cuenta P y G; y deuda

PyG simplificada	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos operativos	3.464.402	3.984.063	4.581.672	5.268.923	6.059.261	6.968.150
Coste de ventas	-2.061.444	-2.370.661	-2.726.260	-3.135.199	-3.605.479	-4.146.301
Margen bruto	1.402.958	1.613.402	1.855.412	2.133.724	2.453.782	2.821.850
% Margen bruto	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%	40,5%
Costes indirectos	-1.091.168	-1.036.610	-984.780	-1.343.396	-1.484.312	-1.637.278
EBITDA	311.790	458.160	641.425	790.328	969.470	1.184.572
% Margen EBITDA	9,0%	11%	14%	15%	16%	17%
Amortización	-57.327	-63.060	-69.366	-76.302	-83.932	-92.326
EBIT	254.463	395.100	572.060	714.026	885.538	1.092.247
% Margen EBIT	7,3%	9,9%	12,5%	13,6%	14,6%	15,7%
Resultados financieros	624	-11.580	-10.880	-10.180	-9.480	-8.780
EBT	255.086	383.520	561.180	703.846	876.058	1.083.467
Impuestos	-81.468	-95.880	-140.295	-175.962	-219.015	-270.867
Beneficio neto	255.086	287.640	701.475	879.808	1.095.073	1.354.334
% Margen neto	7,4%	7,2%	15,3%	16,7%	18,1%	19,4%
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Proyección deuda	1.654.251	1.554.251	1.454.251	1.354.251	1.254.251	1.154.251
Deuda a CP	495.261	495.261	495.261	495.261	495.261	495.261
Deuda a LP	1.158.991	1.058.991	958.991	858.991	758.991	658.991
	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Deuda total (a 10 años)	1.000.000	900.000	800.000	700.000	600.000	500.000
amortización anual	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
nueva deuda a CP	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
nueva deuda a LP	900.000	800.000	700.000	600.000	500.000	400.000

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería

Tablas 38,39,40 y 41: Cálculo WACC empresas consolidadas

B apalancada Maison du Monde	1,72
Equity value	400
Enterprise value	1100
Deuda neta	700
D/V	0,64
D/E	1,75
B desapalancada	0,83

B apalancada Nick Scali	1,36
Equity value	778
Enterprise value	1030
Deuda neta	252
D/V	0,32
D/E	0,24
B desapalancada	1,46

B reapalancada consolidada	1,42
Media B desapalancadas	1,1
D/E	0,7

Cálculo WACC

Tasa crecimiento g	1,80%
---------------------------	--------------

	2022	Media
Kd	0,92%	6,00%

Kd neto	4,5%
----------------	-------------

Ke	14,19%
B	1,42
Rm	11%
Rrf	3,4%

Wacc	10,4%
Ke	14,2%
E/V	61%
Kd neto	4,5%
D/V	39%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la Carpintería

Tabla 42: Estimación fondo de maniobra operativo

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
FM operativo	1.583.528	1.329.113	1.534.748	1.764.960	2.029.704	2.334.160
Existencias	1.114.925	790.220	908.753	1.045.066	1.201.826	1.382.100
Rotación existencias	1,85	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Clientes	952.747	1.095.659	1.260.008	1.449.010	1.666.361	1.916.315
rotación clientes	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Proveedores	484.145	556.766	634.014	729.116	838.483	964.256
Rotación proveedores	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3	4,3

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería

Tabla 43: DCF empresas consolidadas

	2023	2024	2025	2026	2027
EBIT	395.100	572.060	714.026	885.538	1.092.247
(1 - tax rate)	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
NOPAT	296.325	429.045	535.520	664.153	819.185
D&A	57.327	63.060	69.366	76.302	83.932
WC					
Var WC	-254.414	205.634	230.212	264.744	304.456
CAPEX	70.000	70.000	70.000	70.000	70.000
UFCF	538.066	216.470	304.673	405.712	528.662
Discounted UFCF	487.541	177.725	226.652	273.476	322.890
Valor terminal					3.838.517
Valor terminal descontado					2.344.449
Enterprise value	3.832.734				
Deuda neta	1.359.565				
Equity value	2.473.169				

WACC	10,4%
G	1,8%

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería.

Tablas 44 y 45: Estimación parte no operativa y deuda de Madtimber

PYG estimación	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos operativos	1.886.477	1.905.342	2.095.876	2.305.464	2.536.010	2.789.611
Costes de ventas	1.645.235	1.619.541	1.781.495	1.959.644	2.155.609	2.371.170
Margen bruto	241.243	285.801	314.381	345.820	380.402	418.442
% Margen bruto	13%	15%	15%	15%	15%	15%
Costes indirectos	-394.296	204.250	226.693	248.923	273.599	300.974
EBITDA	-153.054	81.551	87.689	96.896	106.802	117.467
% EBITDA	-8%	4%	5%	6%	7%	7%
Depreciación	-23.876	31.551	32.689	36.396	40.252	44.262
EBIT	-71.800	50.000	55.000	60.500	66.550	73.205
% Margen EBIT	-3,8%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Resultados financieros	-14.869	-8.955	-8.255	-7.555	-6.855	-6.155
EBT	-86.669	41.045	46.745	52.945	59.695	67.050
Impuestos	0	-10.261	-11.686	-13.236	-14.924	-16.762
Beneficio neto	-86.669	30.784	35.059	39.709	44.771	50.287
% Margen neto	-4,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%

	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Proyección deuda	1.379.290	1.279.290	1.179.290	1.079.290	979.290	879.290
Deuda a CP	220.300	320.300	420.300	520.300	620.300	720.300
Deuda a LP	1.158.991	1.058.991	958.991	858.991	758.991	658.991
Deuda total (a 10 años)	1.000.000	900.000	800.000	700.000	600.000	500.000
amortización anual	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
nueva deuda a CP	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000	100.000
nueva deuda a LP	900.000	800.000	700.000	600.000	500.000	400.000

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería

Tablas 46 y 47: Valoración por múltiplos cuentas consolidadas

Multiplos	EV/EBITDA	EV/REVENUES	PER
Maison du monde	5	1	12
Nick scali	6	2	10
Media	6	2	11

	EV/EBITDA	EV/REVENUES	PER
Enterprise value	2.421.411	5.582.361	4.176.111
deuda neta	1.359.565	1.359.565	1.359.565
Equity value	1.061.846	4.222.796	2.816.547

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería

Tabla 48: Valoración empresas consolidadas en términos EV/EBITDA

	DCF	Múltiplos
Valoración (EV)	3.832.734	1.722.736
EBITDA	311.790	311.790
EV/ EBITDA	12	6

Fuente: Elaboración propia en base a información proporcionada por Madtimber y la carpintería