

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableInitiation date 03/08/2021  
Rating Date 30/06/2025

## Contacts

### Lead analyst

Claudia Berrios  
claudia.berrios@ethifinance.com

### Committee chair

Rosa Santiago Maldonado  
rosa.santiago@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Making Science Group SA en "BB", manteniendo la tendencia Estable.
- Making Science Group S.A. es una compañía que ofrece servicios de consultoría en las áreas de marketing digital, analítica de datos, e-commerce y cloud.
- El rating se apoya en una industria que presenta favorables fundamentos (relativa baja volatilidad a nivel de márgenes de rentabilidad y unas positivas perspectivas de crecimiento), ventajas competitivas consolidadas (proveedor integral + alianzas estratégicas), una diversificación de negocio favorable a nivel geográfico, industrias destino y clientes y un buen gobierno corporativo (apertura a mercados de capitales y una política financiera prudente). Asimismo, el nivel de endeudamiento se considera controlado (DFN/EBITDA de 3,0x en promedio).
- Por otro lado, la calificación se ve aún limitada por el tamaño actual de la empresa, lo que afecta su posicionamiento competitivo en una industria altamente competitiva. Además, el grupo muestra una autonomía financiera media a baja (patrimonio neto/DFT de 50% en promedio) y una débil cobertura de intereses (EBITDA/intereses de 4,0x en promedio).
- Según nuestra metodología, el sector de Media & telecommunications presenta un riesgo ESG medio-bajo (sector heatmap score entre 2,0 y 2,9). Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por consideraciones relacionadas con la industria. En cuanto al análisis de ESG de la empresa, cabe destacar que las políticas del grupo se consideran adecuadas (puntuación ESG entre 1,5 y 3,5), teniendo esto un efecto neutro en la calificación.
- Para asignar la calificación, se han tenido en cuenta las proyecciones financieras elaboradas por EthiFinance Ratings, las cuales se han elaborado atendiendo al guidance de la compañía, las valoraciones del mercado y las hipótesis propias de la agencia para el periodo 2025-2027. La empresa considera que esta información es interna y confidencial, por lo que no se ha reflejado en el informe.**
- Es importante destacar que estas proyecciones excluyen el potencial crecimiento inorgánico del grupo dada su dificultad para estimarlo. La naturaleza y características de futuras transacciones, no previsible a la fecha del presente informe, pueden cambiar las métricas señaladas en los puntos anteriores.

## Descripción de la Compañía

Making Science Group S.A. y sus sociedades dependientes (en adelante Making Science, el grupo o la empresa), forman un grupo español, fundado en 2016, enfocado en consultoría tecnológica y de marketing con el objetivo de ayudar a las empresas a acelerar sus capacidades digitales. El grupo cuenta con las siguientes líneas de negocio:

AdTech y MarTech (tecnologías de publicidad y marketing):

- Consultoría de tecnología y publicidad: servicios de consultoría en las campañas en medios de publicidad de sus clientes con el objetivo de maximizar la consecución de objetivos.
- Comercialización de medios y tecnología: como parte inherente a la consultoría de medios de publicidad, el grupo realiza un papel de intermediario entre clientes y proveedores de espacios publicitarios. En este sentido, el grupo opera como reseller de Google Marketing Platform y Google Analytics 360, y mantiene una fuerte relación con plataformas líderes (ej. Google, Amazon, Salesforce).

Marketing Digital: enmarca los servicios de marketing enfocados en el negocio (ej. definición de objetivos, desarrollo de estrategias digitales, creación de marca) y en la tecnología (ej. desarrollo de plataformas web, aplicaciones u otro tipo de interacción, definición de la experiencia del usuario). Los servicios abarcan el desarrollo de activos digitales y contenidos, así como la analítica de datos, ambos con el objetivo de favorecer la interacción con el cliente y la conversión en ventas.

Technology, Cloud & Software: desarrolla soluciones alineadas con la estrategia de negocio de sus clientes y relacionadas con distintas herramientas como Cloud, Data Ops, Data Science & IA, CRM & Marketing Automation, y ciberseguridad, además de ofrecer servicios de consultoría tecnológica y de negocio.

El grupo cuenta con 917 empleados a cierre del 2024.

En 2024, la compañía presentó una cifra de negocio de €273,5m (+16% interanual) con un EBITDA de €14,4m y un margen EBITDA recurrente del 5,2%. El ratio de DFN/EBITDA ajustado se situó en 3,5x. Desde el año 2020, el grupo cotiza en el BME Growth (febrero), así como en el Euronext Growth Paris (octubre). La capitalización bursátil alcanzó los €82,2m al 18/06/2025 (+5,6% vs junio 2024).

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- **Sector de nicho con bajos márgenes de rentabilidad, barreras de entrada medio-bajas, ligado a la evolución macroeconómica y con buenas perspectivas de crecimiento.**

Making Science desarrolla su actividad en un nicho de mercado caracterizado por empresas que resultan de la integración de dos sectores: consultoría y publicidad. En los últimos años, se han venido constituyendo distintos grupos empresariales a partir de consultoras digitales, agencias de marketing, de comunicación o creativas, que buscan integrar otras compañías con el fin de completar su portfolio y capacidades, de cara a cubrir la demanda creciente del mercado en cuanto a servicios integrados de marketing. El mix de servicios ofrecidos típicamente desembocan en márgenes modestos de entre el 2% y el 6% a nivel de EBIT, por debajo de empresas de consultoría o de espacios publicitarios, limitados por la actividad inherente de intermediación entre clientes y proveedores de espacios publicitarios (convencionales y digitales). Adicionalmente, el sector se caracteriza por una volatilidad media derivado principalmente de su vinculación con el sector de inversiones publicitarias.

En cuanto a las barreras de entrada, estas se consideran medias a bajas dado que no se necesitan realizar elevadas inversiones de capital, sin embargo, es necesario tener un profundo know-how y existe la continua necesidad de adaptarse a posibles disrupciones tecnológicas que se originen en el mercado.

Las perspectivas del sector son favorables en base a la profunda transformación en la que están inmersos todos los sectores, en los que el asesoramiento de consultoras toma especial importancia. En términos generales, desde EthiFinance Ratings consideramos que, aunque los mercados de la consultoría y de la publicidad digital están al alza, su evolución está condicionada al contexto económico, dado que la presencia de eventos desfavorables, pueden derivar en una reducción de las inversiones en marketing por parte de las empresas, que dan prioridad a gastos más ineludibles, condicionando la evolución del sector.

- **El sector tiene una exposición media-bajo a ESG.**

En línea con nuestra metodología, el sector de Media & telecommunications presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector heatmap entre 2,0 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por consideraciones relacionadas con la industria. El sector presenta un impacto bajo vinculado al clima, la biodiversidad y el uso de recursos naturales. Sin embargo, el sector podría tener un impacto negativo en los consumidores debido al amplio público al que llega, lo que hace especialmente importante la responsabilidad de las empresas, la calidad de la información y las cuestiones éticas relacionadas.

#### Posicionamiento Competitivo

- **Grupo español que, a pesar de su mediano tamaño, se consolida como un proveedor integral en soluciones de marketing y publicidad.**

Making Science es un grupo español de tamaño medio que se posiciona como un proveedor de soluciones integrales en marketing digital y en consultoría tecnológica con enfoque 360° dentro de toda la cadena de valor (publicidad digital, analítica, creatividad, tecnología, programación, Big Data, IA). Este enfoque le permite ofrecer una propuesta completa de servicios donde el cliente se beneficia de tener un proveedor de referencia, adaptado a sus necesidades y con el que centralizar la comunicación, lo que favorece también a la venta cruzada. El posicionamiento competitivo del grupo se refuerza por la amplia experiencia y relación en todos los canales del ecosistema digital como Google, Facebook, Amazon, Salesforce, entre otros, lo que además le permite aprovechar el crecimiento de estas plataformas para su propio crecimiento.

Making Science compite en un entorno cambiante y dinámico, siendo la innovación en servicios y tecnología un factor clave para un buen posicionamiento en el sector. En este sentido, se destaca positivamente la presencia, desarrollo y mantenimiento de tecnologías propias especializadas en aumentar las ventas y mejorar la eficiencia de la inversión de sus clientes: Gauss (*plataforma basada en inteligencia artificial que se utiliza para optimizar la inversión en campañas de marketing*), Ad-machina (*plataforma de optimización de campañas en buscadores*), Trust Generative AI (*plataforma de generación y optimización de contenido*), entre otras. En el año 2024 la empresa ha continuado su senda de reconocimiento externo, obteniendo tres premios en los Google Marketing Partner Awards, destacando como 'Mejor solución de marketing escalable' por la plataforma BrainAds. También han sido nombrados 'Partner del año de Iberia' por Google Cloud y Making Science se convirtió en la primera empresa a nivel mundial en certificar la especialización en GenAI Services de Google Cloud. Además, anteriormente la empresa había obtenido reconocimiento de 'Communications Today Industry Awards' en base a la tecnología Gauss Smart Advertising, considerada como la mejor solución en la categoría de 'Big Data y Analytics', así como finalista con las tecnologías de Ad-machina y Trust Generative AI en la categoría de 'experiencia de uso'.

Making Science cuenta con una favorable posición en el mercado, siendo uno de los pocos resellers de la plataforma Google Marketing Platform en EMEA (elemento diferenciador en el mercado español), en Estados Unidos (desde enero del 2024) y recientemente en Colombia y México. La compañía está llevando a cabo las acciones necesarias para convertirse en reseller en Brasil y en otras geografías. Esto es un elemento muy relevante en todas las geografías, y especialmente en Estado Unidos, primer mercado de marketing digital del mundo, donde actualmente sólo hay 15 resellers con todas las certificaciones “full stack, siendo el único en proveer 11 servicios certificados. Con la obtención de estas certificaciones, Making Science está desarrollando una red internacional de expertos que brinde soporte a clientes con presencia en distintas geografías y zonas horarias.

Dentro del entorno competitivo en el que queda enmarcada la compañía se identifica como competidores en el entorno de la consultoría a nivel nacional: Mio Group y Bmind y en el entorno de agencias publicitarias: T2o Media, EqMedia, IKI Group.

**Principales magnitudes financieras. Miles de €.**

	Making Science Group FY24	MIO Group FY24	Jakala Spain and Latam SL <sup>1</sup> FY23	T20 Admedia Services S.L. <sup>2</sup> FY22	IKI MEDIA SOLUTIONS S.L. <sup>3</sup> FY23	Mediaplus Equimedia SL <sup>4</sup> FY23
Facturación	273.549	58.956	27.235	84.105	35.009	76.651
EBITDA	14.361	484	1.798	5.387	1.786	1.594
Margen EBITDA	5,2%	0,8%	6,6%	6,4%	5,1%	2,1%
EBIT	5.117	-1.659	1.522	3.967	1.719	1.588
Margen EBIT	1,9%	-2,8%	5,6%	4,7%	4,9%	2,1%
EBT	-433,2	-3.392	1.486	3.898	2.101	1.632
Total Activo	172.608	32.148	12.001	51.656	13.344	28.850
Patrimonio Neto	30.664	-1.753	2.608	20.805	2.492	2.351
Deuda Financiera Total	73.060	15.743	849	7.970	469	1.403
Deuda Financiera Neta	50.961	9.560	-1.542	-6.914	-1.140	-351
PN/DFT	42,0%	-11,1%	307,4%	261,0%	531,7%	167,6%
DFN /EBITDA	3,5x	19,7x	-0,9x	-1,3x	-0,6x	-0,2x
FFO	6.659	251	613	3.816	1.100	1.632
FFO/DFN	13,1%	2,6%	-39,7%	-55,2%	-96,5%	-464,3%
EBITDA/Intereses	2,8x	0,4x	43,4x	42,5x	95,3x	8,9x

<sup>1</sup>Anteriormente bajo la denominación social BMIND Sales Maker Company, S.L. último ejercicio disponible FY23. <sup>2</sup>Último ejercicio disponible FY22. <sup>3</sup>Último ejercicio disponible FY23. <sup>4</sup>Anteriormente bajo la denominación social EquMedia XL S.L. último ejercicio disponible FY23

En 2024, el margen EBITDA de Making Science se situó en la media entre los principales competidores. Aunque el nivel de apalancamiento (DFN/EBITDA) está por encima de sus competidores y el nivel de autonomía financiera (PN/DFT) por debajo (con excepción de Mio Group), consideramos que es parte de la estrategia de crecimiento y de consolidación de ventajas competitivas relevantes para el grupo, las cuales se espera continúen materializándose en sólidos resultados en los siguientes ejercicios.

- **Amplia cartera de clientes, diversificación geográfica y sectorial.**

El grupo lleva a cabo su actividad a través de dos áreas de negocios: ‘Medios’, el cual incluye los ingresos por servicios de compra de espacios publicitarios online y gestión de campañas, y ‘Tecnología y servicios’ el cual recoge el resto de los servicios relacionados con el marketing digital; la distribución entre las líneas se estima de 75%/25% respectivamente. En términos de márgenes de rentabilidad, la línea ‘Medios’ genera un margen mínimo, sin embargo, se consideran un servicio habilitador, mediante el cual se genera un acercamiento con el cliente; mientras que la línea de ‘Tecnología y servicios’ es la responsable de la rentabilidad del grupo.

A nivel geográfico, se destaca la apuesta por la internacionalización del grupo mediante el crecimiento inorgánico acometido en los últimos años, disminuyendo progresivamente la dependencia al mercado nacional (50,8% en 2024, 55,3% en 2023 vs 92,5% de las ventas en 2020), con presencia en 25 mercados (15 de forma directa y 10 a través de alianzas comerciales), lo que le permite acompañar a clientes de forma global. Se destaca la expansión internacional hacia Estados Unidos, uno de los principales mercados de marketing digital, mediante la adquisición de 360 Conversión Analytics en el año 2021, así como por las certificaciones alcanzadas ya mencionadas. El grupo espera a largo plazo que las ventas se distribuyan equitativamente entre tres mercados: España, Estados Unidos y el resto del mercado internacional.

La diversificación se ve también reforzada por una variedad de industrias destino en las que el grupo opera, no concentrando más del 20% de las ventas en ningún sector (la industria retail representa la mayor concentración con apenas el 16% s/ventas del 2023, lo que se estima estable en el 2024). Además, la amplia y creciente cartera de clientes, con el top-10 representando el 19% sobre las ventas asociadas a servicios, y no existiendo ningún cliente que concentre más del 5% de las ventas. La cartera de clientes es muy recurrente (80%/85% de los ingresos están bajo un modelo de suscripción mensual), con alta captación y retención, además su privilegiada relación con Google le proporciona un reconocimiento adicional ante potenciales nuevos clientes.

## Estructura Accionarial y Gobernanza

- Estructura accionarial con gran componente familiar y con acceso a mercados de capital.

En febrero de 2025, el grupo dio entrada en su accionariado a Onchena S.L, sociedad de inversión de la familia Ybarra Careaga, ostentando este un 5,2% de la empresa. Las acciones han sido vendidas por José Antonio Martínez Aguilar (a través de The Science of Digital S.L), Alvaro Verdeja y Kevin Daly.

Consecuentemente, el accionariado de Making Science S.A actualmente está compuesto por D. José Antonio Martínez Aguilar y su cónyuge, ostentando el 54,96% del capital social (vs 62,59% a cierre 2024), mediante la participación en las sociedades The Science of Digital, S.L. (45,22%), Green Scientific Tree, Ltd. (7,90%), Bastiat Internet Ventures, S.L. (1,83). El restante está distribuido entre otros directivos y fundadores de compañías integradas (18%), free-float (21%), Onchena S.L (5,20%) y autocartera (0,4%).

Cabe destacar que paralelamente a la entrega de acciones propias, el socio Jose Antonio Martínez Aguilar inició un proceso de recompra de acciones por lo que no espera que el efecto de dilución sea significativo.

- Equipo directivo cualificado cuya política financiera queda marcada por un endeudamiento controlado.

A nivel del equipo directivo, a pesar de tener presencia del accionariado en el consejo de administración, José Antonio Martínez Aguilar, accionista que ocupa el puesto de presidente y consejero delegado del grupo, consideramos que el equipo directivo es cualificado, con adecuada experiencia en el sector de la tecnología y consultoría (formado por varios exdirectivos de Google). Se destaca las estrategias de crecimiento orgánico e inorgánico desarrolladas, adquiriendo compañías con servicios o tecnologías diferenciales para incorporar y expandir su cartera de servicios y contribuir a la expansión geográfica. La política financiera se estima que estará caracterizada por un nivel de apalancamiento controlado (DFN/EBITDA ajustado de 3,0x en promedio), con una autonomía financiera media a baja (PN/DFT ajustado de 50% en promedio).

- Neutra política ESG.

Making Science tiene una calificación neutra a ESG (puntuación de 2,35). Se considera que los riesgos relacionados con ESG podrían aumentar y aún no se tienen plenamente en cuenta, aumentando la probabilidad de aparición de un problema que podría afectar moderadamente a los ingresos, los resultados los flujos de caja, el valor de los activos o la reputación. Sin embargo, el impacto seguiría siendo manejable o los problemas son poco probables a corto y medio plazo (hasta 5 años). En base a la información disponible a cierre del 2024, la empresa se caracterizaba por tener buenas políticas en ambiental, con existencia de certificaciones externas (por ejemplo, ISO 14001) así como en el consumo de energía; también destaca las políticas en materia social, con equilibrio en la plantilla de trabajadores (por género), baja tasa de ausentismo laboral o de accidentes, entre otros.

## Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas a cierre 31 de diciembre 2024 (Auditor: Grant Thornton, S.L.P.). Opinión sin salvedades. Las cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2023, son las primeras que el grupo ha preparado de conformidad con las NIIF-UE. Estos han sido reexpresados para reflejar principalmente los cambios relativos a la corrección de errores derivados de la aplicación de NIIF 16 en algunas sociedades dependientes del grupo y que a la fecha de emisión de los primeros estados financieros bajo NIIF no se habían considerado dentro del análisis.

## Ventas y Rentabilidad

- Evolución positiva de los ingresos y recuperación de los márgenes de rentabilidad en 2024.

Rentabilidad. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	210.132	235.766	273.549	16,0%
Mg Bruto	26,2%	27,2%	26,0%	-1,2pp
EBITDA <sup>1</sup>	9.756	8.526	14.361	68,4%
Mg EBITDA	4,6%	3,6%	5,2%	1,6pp
EBIT	4.142	725	5.117	606,2%
Mg EBIT	2,0%	0,3%	1,9%	1,6pp
Gastos Financieros	2.092	4.898	5.087	3,9%
EBT	966	-3.408	-433	87,3%

<sup>1</sup>El cálculo del EBITDA excluye gastos no recurrentes: €2,2m (2024), €2,6m (2023) y €1,7m en 2022.

Making Science alcanzó una cifra de negocio de €273,5m, (+16% interanual) con un crecimiento en todas las geografías (España e Internacional de +6,6% y +27,7% interanual, respectivamente). La cifra de negocios alcanzada durante el 2024 fue principalmente impulsada por el crecimiento orgánico de las líneas de negocios, con la

consolidación de las capacidades comerciales, tecnológicas y de servicios en los distintos mercados en los que el grupo opera, destacando el incremento alcanzado en Estados Unidos al consolidarse como reseller de Google en ese mercado.

El EBITDA se situó en €14,4m (+68,4% interanual) con un margen EBITDA recurrente del 5,2% (+1,6pp vs el año anterior), beneficiado por la mayor eficiencia operativa y optimización de costes, destacando la contención de estos últimos durante el 2024 (gastos de personal representaron un 16,4% s/ventas en 2024 vs 18,3% en 2023 mientras que los gastos operacionales representaron 5,4% en 2024 vs 6,8% en el año anterior). La rentabilidad en el 2023 se vio puntualmente afectada por la inversión en talento en Estados Unidos, lo que contribuyó en la reducción de los márgenes de rentabilidad. En el 2024, se destaca la mejora significativa de la rentabilidad en el negocio internacional, especialmente en mercados clave como Francia, Italia, Los Países Nórdicos y Estados Unidos. En este último, se destaca la consolidación del trabajo como reseller de Google, logrando el break-even en el 4T del año, marcando un hito clave para el grupo.

La empresa reporta un ratio de rentabilidad EBITDA/Margen Bruto de 20,2% (vs 13,3% en 2023, +6,9pp interanual) lo cual demuestra el crecimiento significativo del EBITDA con un control estricto de costes, especialmente en personal y otros gastos operativos (+1,3%), muy por debajo del crecimiento de ingresos (+16%).

Se destaca positivamente el cumplimiento del guidance 2024 comunicado al mercado tanto en crecimiento de ingresos como en rentabilidad (ingresos de entre €270m y €290m y EBITDA de entre €14 y €15m), estando 1,5% y 2,1% por encima del límite inferior del guidance según cifras de la propia compañía. Aunque el margen bruto (€71,2m) ha estado un 4% por debajo de guidance (entre €74m y €77m), la buena gestión de los costes ha permitido alcanzar el objetivo de EBITDA recurrente.

El EBIT se situó en €5,1m en 2024 vs €0,7m en 2023 (+7,1x interanual). Sin embargo, el elevado coste financiero, con el 96% de la deuda con entidades de crédito financiada mediante tipos de interés variable, se ve reflejado en unos gastos financieros que se situaron en €5,1m (+3,9% interanual, tipo de interés medio del 7,4%). Esto, junto con diferencias de conversión (-€0,9m) penalizaron la cuenta de resultados y contribuyeron a otro año de pérdidas antes de impuesto de €0,4m (vs -€3,4m en 2023).

En el primer trimestre de 2025, los ingresos alcanzaron los €82,7m (+32,6% vs 1T24). El grupo continúa expandiendo su base de clientes en Estados Unidos, donde mantiene el break-even en el 1T2025. Esto, junto al crecimiento del negocio internacional, ha permitido superar los ingresos en España, logrando €48m vs €32m respectivamente. Aunque el crecimiento de la facturación en líneas de negocio que asocian menores márgenes derivó en una caída del margen EBITDA, situándose en 4,8% (vs 5,8% en el 1T 2024), se destaca la evolución positiva del ratio de rentabilidad EBITDA/margen bruto, situándose en 21,6% vs 20,5% en 1T24 demostrando un mayor control en costes.

### Endeudamiento y Cobertura

- Aunque el apalancamiento se mantiene ligeramente elevado, se observa una gran mejoría en el 2024.

La deuda financiera total ajustada alcanzó un total de €73,1m, un 12,1% por debajo del año anterior. Esta reducción responde al cumplimiento natural del calendario de amortizaciones de la compañía. Se destaca que a cierre 2023 se incluía un bono con vencimiento en el corto plazo por €11,8m (tipo de interés del 5,5%) el cual fue amortizado en su totalidad durante el 2024 (el grupo realizó una recompra del bono durante los meses de abril, mayo y octubre pagando anticipadamente €3,7m, €4,9m y al vencimiento €3,2m, respectivamente), siendo reemplazado por un préstamo sindicado por un importe de €9m, con un periodo de amortización de 4 años (Euribor 6M + 3%). Este préstamo estaba sujeto al cumplimiento de determinados ratios financieros, donde el incumplimiento llevó a su clasificación como pasivo corriente a cierre 2024 (€7,9m), con el pago anticipado en abril del 2025, en lugar del vencimiento original en abril del 2028. A la fecha de este informe este préstamo sindicado se ha repagado y reemplazado por un préstamo bilateral de €5m, a tres años con un mejor coste financiero (Euribor 6M + 2,251%).

Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Obligaciones y otros	11.762	11.820	0	-100,0%
Préstamos	10.199	8.493	17.741	108,9%
Confirming	11.802	15.612	16.743	7,2%
Pólizas de crédito y otros préstamos	1.486	4.092	3.922	-4,2%
Arrendamientos financieros	3.574	10.167	8.323	-18,1%
Otros (líneas de descuento y anticipo de clientes)	2.586	1.709	2.602	52,3%
Otros pasivos financieros <sup>1</sup>	8.015	7.080	6.073	-14,2%
<b>DFT Reportada</b>	<b>49.424</b>	<b>58.973</b>	<b>55.404</b>	<b>-6,1%</b>
Deuda financiera vía grupo <sup>2</sup>	16.099	10.859	7.242	-33,3%
Factoring sin recurso	12.443	13.317	10.414	-21,8%
<b>DFT Ajustada</b>	<b>77.966</b>	<b>83.149</b>	<b>73.060</b>	<b>-12,1%</b>
Caja	31.348	19.541	19.815	1,4%
Inversiones financieras a corto plazo	286	453	2.284	403,9%
<b>DFN Ajustada</b>	<b>46.331</b>	<b>63.154</b>	<b>50.961</b>	<b>-19,3%</b>
EBITDA	9.756	8.526	14.361	68,4%
<b>DFN/EBITDA Ajustado</b>	<b>4,7x</b>	<b>7,4x</b>	<b>3,5x</b>	<b>-3,9x</b>

1 Otros pasivos financieros se componen, principalmente, de obligaciones pendientes de pagos a antiguos propietarios relacionados con la compra de sociedades actualmente participadas por el grupo. 2 Los saldos con otras partes vinculadas incluyen principalmente importes adeudados por la contraprestación adicional variable en función de EBITDA generado hasta el año 2027 por la adquisición de filiales.

La reducción de la deuda financiera neta (-19,3% interanual) junto a la mejora del EBITDA (+68,4% interanual), permitió la reducción significativa del ratio de endeudamiento ajustado (DFN/EBITDA), situándose en niveles de 3,5x - 3,9x vs 2023. Aunque aún es un nivel de apalancamiento elevado, el mismo responde a la fase en la que se encontraba el grupo marcado por el crecimiento inorgánico y la inversión en personal especialmente durante el 2023, de lo cual se empieza a ver el retorno en el ejercicio 2024.

La mejora del EBITDA también permitió una mejor cobertura de intereses, aunque aún en un nivel que consideramos bajo de 2,8x (+1,1x vs el año anterior). La baja cobertura de intereses responde al elevado coste financiero junto con gastos adicionales derivados de algunas operaciones realizadas durante el 2024 (por ejemplo, repago anticipado del bono, cancelación del préstamo sindicado).

Estimamos que el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA) se situaría en torno a 2,7x en 2025, siendo menos previsible en el 2026-2027 dada la dificultad de prever el crecimiento inorgánico del grupo.

## Análisis de Flujo de Caja

- Negativa generación de caja libre derivada de la intensiva política de inversión.

Cash flow. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
FFO	6.234	2.483	6.659	168,1%
+/- variación WK	5.663	-2.903	-6.333	-118,1%
<b>CF Operativo</b>	<b>11.897</b>	<b>-420</b>	<b>326</b>	<b>177,6%</b>
<b>CF Inversión</b>	<b>-3.341</b>	<b>-6.169</b>	<b>-8.078</b>	<b>-30,9%</b>
Arrendamientos operativos	-966	-1.828	-2.538	-38,9%
<b>CF Libre Ajustado</b>	<b>7.589</b>	<b>-8.416</b>	<b>-10.290</b>	<b>-22,3%</b>
+/- variación patrimonio	5.690	-4.122	16.733	506,0%
- Dividendos	-	-	-	-
<b>CF Final Generado Internamente</b>	<b>13.279</b>	<b>-12.538</b>	<b>6.442</b>	<b>151,4%</b>
+/- variación deuda	-11.020	441	-6.169	-1498,1%
+/- tipo de cambio	-1.133	290	0	-100,0%
<b>Variación neta en caja</b>	<b>1.127</b>	<b>-11.807</b>	<b>273</b>	<b>102,3%</b>
<b>Caja inicial</b>	<b>30.222</b>	<b>31.348</b>	<b>19.541</b>	<b>-37,7%</b>
<b>Caja final</b>	<b>31.348</b>	<b>19.541</b>	<b>19.814</b>	<b>1,4%</b>

En el 2024, Making Science aumentó la generación de flujo operativa significativamente (+168,1% interanual) apoyado en la mejora sustancial del EBITDA con la consolidación en resultados de las inversiones realizadas en los años anteriores y el fortalecimiento de la presencia internacional. Sin embargo, tras la puntual variación negativa en el working capital, el CFO se situó en €0,3m.

Por su parte, el CF de inversión se situó en -€8,1m, un +30,9% por encima del año anterior, destacando las inversiones realizadas en proyectos de desarrollo de softwares, aplicaciones o tecnologías (€5,6m); así como los depósitos dados como fianza o en garantía para determinadas operaciones (€2,2m). El déficit en el FCF ajustado fue de -€10,3m, siendo



este cubierto tras las distintas operaciones de patrimonio realizadas durante el 2024 (+€16,7m, ver detalles en el apartado de 'Capitalización'). Tras las variaciones de deuda, la posición de efectivo y equivalentes se mantuvo bastante estable, situándose en €19,8m (+1,4% interanual).

### Capitalización

- **Capitalización reforzada en base a las ampliaciones de capital realizadas.**

El activo total se situó en €172,6m a cierre 2024 (+14,7% interanual), se destaca el elevado componente del intangible (38,3% s/total activo) del cual el fondo de comercio de las empresas adquiridas alcanza un monto de €55,5m (32,1% s/total activo) a cierre 2024. La relevancia del inmovilizado intangible supone un riesgo significativo ante potenciales deterioros que puedan afectar la situación patrimonial del grupo. El resto del activo se encuentra principalmente representado por deudores (34,8% s/total activo) y la posición de efectivo y equivalentes (11,5% s/total activo). La partida de deudores comerciales es la principal responsable del incremento en el activo corriente, con un incremento del 47,2% interanual, crecimiento derivado del mayor volumen de negocio en línea con el crecimiento de la cifra de ventas y a la formalización de nuevas relaciones contractuales con nuevos clientes en el mercado de Estados Unidos.

Durante el 2024, el grupo completo una serie de operaciones que derivaron en el incremento significativo del patrimonio neto, situándose en €30,7m (+96,7% interanual), entre las que destacan las siguientes:

- En junio del 2024, el grupo completó una ampliación de capital por un importe total de €4m (€5.231 en capital social y €3,99m de prima de emisión), más otros €0,4m por la venta de acciones de autocartera. Además, en julio del 2024, como parte de la contraprestación otorgada para adquirir el 19% de los socios externos en la entidad Agua 3 Growth Engines S.L, el grupo realizó una ampliación de capital por €0,31m.
- Seguidamente, el 31 de julio del 2024, Making Science alcanzó un acuerdo por el que el fondo SOPEF II, gestionado por MCH Private Equity, y Making Science Group financiaran con hasta €40m el crecimiento de la filial Making Science Marketing & AdTech en los próximos dos años. La filial recibió una inversión inicial por parte de SOPEF II de €5m y otra de €2,5m por el propio grupo en la filial. El 18 de diciembre se desembolsó €10m adicionales por parte de SOPEF II. Como resultado de esta operación con socios externos, se reconoció un incremento de reservas del grupo de €9,7m y un aumento de socios externos por €5,3m (por un total de €15m). Para lo que resta del 2025 y 2026, ambas firmas han acordado ampliar su inversión hasta un máximo de €20m cada una, con el objetivo de acelerar el crecimiento internacional en mercados estratégicos de la compañía vía operaciones de M&A. Al 31 de diciembre de 2024, el fondo SOPEF II ostenta una participación minoritaria del 19,84% en el capital de la filial Making Science Marketing & AdTech S.L. Se estima que la filial representa cerca del 65% de los resultados del grupo.
- El grupo adquirió el 19% adicional de la sociedad Agua 3 Growth Engines S.L por importe de €1,2m (parte de la contraprestación en efectivo por €0,9m), y la totalidad de las participaciones e los socios externos de UCP del 23,86% por un importe de €1m en efectivo. El impacto en reservas por las adquisiciones de participaciones de socios externos realizadas ascendió a (-€2,3m)

Todo ello llevo a la mejora significativa de los niveles de capitalización del grupo (PN/DFT de 42%, +23,2pp vs 2023). Sin embargo, Making Science, continua bajo una estructura de financiación caracterizada por un nivel bajo de autonomía financiera.

### Liquidez

- **Buen perfil de refinanciación y elevada liquidez.**

A cierre 2024, la empresa mantiene un saldo de deuda financiera con vencimiento en el corto plazo de €43,2m, el cual incluye €15,5m correspondiente a préstamos bancarios, de los cuales se destaca que el préstamo sindicado por importe de €7,9m el cual ha sido íntegramente liquidado en abril del 2025, a través de la formalización de un préstamo bilateral por importe de €5m con vencimiento a 3 años, lo cual directamente ha mejorado la estructura de liquidez, extendiendo los vencimientos. Adicionalmente, la empresa mantiene un saldo de €23,3m repartido entre operaciones de confirming, líneas de descuento y crédito, las cuales consideramos de renovación tácita dado el buen perfil de refinanciación del grupo.

Por todo lo anterior, y apoyado en un modelo de negocio mucho más maduro que se encuentra ya en fase de consolidación en resultados de las estrategias de crecimiento y diversificación realizadas, consideramos una mejora significativa en los flujos de caja procedente de actividades operativas (CFO estimado en €16,4m en 2025), lo que sumado al efectivo y equivalentes disponible (€22,1m a cierre 2024), se estima será suficiente para atender las obligaciones de deuda restantes en el corto plazo, así como el capex de mantenimiento, dividendos minoritarios y adquisiciones previstas (opción de compra sobre el 30% restante de las acciones de Agua3, que podrá ejercerse en el 1S 2025 por un precio de €3m a ser pagadas con una mezcla de efectivo y acciones entre 2025 y 2026).

## Modificadores

### Controversias

- Actualmente el grupo no presenta ninguna controversia.

### Riesgo País

- No se ha determinado que exista un riesgo país relevante.

## Principales Magnitudes Financieras

Principales magnitudes. Miles de €.				
	FY22	FY23	FY24	24vs23
Facturación	210.132	235.766	273.549	16,0%
EBITDA <sup>1</sup>	9.756	8.526	14.361	68,4%
Margen EBITDA	4,6%	3,6%	5,2%	1,6pp
EBIT	4.142	725	5.117	606,2%
Margen EBIT	2,0%	0,3%	1,9%	1,6pp
EBT	965,9	-3.408	-433	87,3%
Total Activo	151.108	150.479	172.608	14,7%
Patrimonio Neto	22.205	15.591	30.664	96,7%
Deuda Financiera Total <sup>2</sup>	77.966	83.149	73.060	-12,1%
Deuda Financiera Neta <sup>2</sup>	46.331	63.154	50.961	-19,3%
PN/DFT	28,5%	18,8%	42,0%	23,2pp
DFN/EBITDA	4,7x	7,4x	3,5x	-3,9x
Funds From Operations	6.234	2.483	6.659	168,1%
FFO/DFN	13,5%	3,9%	13,1%	9,1pp
EBITDA/Intereses	4,7x	1,7x	2,8x	1,1x

<sup>1</sup> El cálculo del EBITDA excluye gastos no recurrentes: €2,2m (2024) y €2,6m (2023). <sup>2</sup> Deuda financiera ajustado por factoring sin recurso: €10,4m (2024) y €13,3m (2023).

## Credit Rating

Credit Rating	
<b>Perfil Negocio</b>	<b>BB</b>
Análisis Sectorial	BB
Ajuste ESG	No
Posicionamiento Competitivo	BB
Gobierno corporativo	BB
<b>Perfil Financiero</b>	<b>BB-</b>
Cash flow y endeudamiento	BB-
Capitalización	BB-
ESG Compañía	Neutro
<b>Anchor Rating</b>	<b>BB</b>
Modificadores	No
<b>Rating</b>	<b>BB</b>



## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Aunque no se espera en el corto plazo una subida en el rating, la mejora continuada en los próximos años podría ayudar a una mejora del rating en el largo plazo. Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN/EBITDA por debajo de 2,0x, FFO/DFN superior al 30% y EBITDA/intereses por encima de 5,5x en promedio). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT por encima del 65% en promedio).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

No consecución de los objetivos marcados en proyecciones a nivel de apalancamiento y cobertura que resulten en un deterioro de los niveles de endeudamiento estimados (DFN /EBITDA por encima de 3,5x, FFO/DFN por debajo del 20% y EBITDA/intereses por debajo de 4,0x en promedio). Empeoramiento de la autonomía financiera (PN/DFT por debajo del 50% en promedio).

## Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

## Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
  - Corporate Rating Methodology - General : <https://www.ethifinance.com/download/corporate-rating-methodology-general/?wpdmdl=35203>
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

### Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via [www.ethifinance.com](http://www.ethifinance.com) shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential

damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail [dpo@ethifinance.com](mailto:dpo@ethifinance.com). Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid