

ISSUER RATING  
Long termOUTLOOK  
StableInitiation date 03/08/2021  
Rating Date 08/07/2024

## Contacts

### Lead analyst

Claudia Berrios  
claudia.berrios@ethifinance.com

### Committee chair

Antonio Madera Del Pozo  
antonio.madera@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación de Making Science Group SA en "BB", manteniendo la tendencia Estable.
- 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), así como un nivel de endeudamiento relativamente controlado (DFN/EBITDA ~3,0x en promedio), ventajas competitivas consolidadas (proveedor integral + alianzas estratégicas) y una diversificación de negocio favorable a nivel geográfico, industrias destino y clientes.
- Por otro lado, la calificación se ve aún limitada por el tamaño actual de la empresa, lo que afecta su posicionamiento competitivo. Además, el grupo muestra una autonomía financiera media (patrimonio neto/DFT ~50% en promedio) y una baja cobertura de intereses (EBITDA/intereses ~4,5x 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.

## Descripción de la Compañía

Making Science Group S.A. es una compañía dedicada a dar servicios de consultoría en las áreas de marketing digital, analítica de datos, e-commerce y cloud. La empresa, creada en 2016 con sede en Madrid, enfoca su negocio principalmente como central de medios de publicidad (labor de intermediación entre cliente y medios de publicidad). Esta actividad la complementa, aunque con menor peso, ofreciendo servicios de marketing digital tanto en la parte de negocio (definición de objetivos, desarrollo de la estrategia digital, análisis de datos etc.) como en la parte tecnológica (desarrollo de plataformas web, aplicaciones, definición de experiencia del usuario, etc.). Al cierre del ejercicio 2023, la compañía presentó una cifra de negocio de €235,8m (+12,2% interanual) con un EBITDA de €8,4m y un margen EBITDA recurrente del 3,6%. El ratio de DFN/EBITDA ajustado se situó en 6,9x. 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 €77,8m al 18/06/2024.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- Sector de nicho con bajos márgenes de rentabilidad, barreras de entrada medias, 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 porfolio y capacidades, de cara a cubrir la demanda creciente del mercado en cuanto a servicios integrados de marketing. Este sector nicho combina actividades con rentabilidades muy variadas pero el mix de servicios ofrecidos típicamente desembocan en márgenes modestos de entre el 2% y el 6% a nivel de EBIT, mostrando estos una volatilidad media. Las barreras de entrada no son excesivamente significativas dado que no es intensivo en capital, aunque sí se precisa un profundo know-how y la continua necesidad de adaptarse a posibles disrupciones tecnológicas que se originen en el mercado. Las perspectivas del sector son favorables, marcadas por el crecimiento tanto del sector de la consultoría como el de inversión publicitaria, ambos impulsados por la profunda transformación en la que están inmersos los sectores, en los que el asesoramiento de consultoras toma especial importancia. A pesar de ello, ambas industrias muestran un comportamiento ligado al ciclo económico, especialmente la inversión publicitaria.

- 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 se posiciona como proveedor de soluciones integrales en marketing digital y consultoría tecnológica, permitiendo mejorar la presencia online, la visibilidad y conversión en ventas de los clientes en base a la aplicación de estrategias de marketing y publicidad, análisis de datos y soluciones tecnológicas más personalizadas y predictivas. El posicionamiento competitivo del grupo se refuerza por la amplia experiencia y relación en todos los canales del ecosistema digital como Google, Facebook, Amazon, entre otros. Making Science destaca por ser uno de los pocos resellers de la plataforma Google Marketing Platform en EMEA (elemento diferenciador en el mercado español) y en Estados Unidos (desde enero del 2024). 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. La empresa cuenta también con el desarrollo de plataformas tecnológicas propias (Gauss, ad-machina y Trust Generative AI) especializadas en aumentar las ventas y mejorar la eficiencia de la inversión de sus clientes. Por otro lado, al operar en un nicho de mercado, la empresa no entra en competición directa con las grandes empresas consultoras generalistas y/o de publicidad.

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

Se destaca la apuesta por la internacionalización del grupo mediante el crecimiento inorgánico de los últimos años, disminuyendo progresivamente la dependencia al mercado nacional (55,3% en 2023 vs 92,5% de las ventas en 2020) y 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. La diversificación se ve también reforzada por una variedad de industrias destino en las que opera, no concentrando más del 20% de las ventas en ningún sector (la industria retail representa el 16% s/ total de ventas 2023), así como por una amplia y creciente cartera de clientes, donde el top-20 representa el 37,0% sobre el margen bruto, no existiendo ningún cliente que concentre más del 7,0% del margen bruto. La cartera de clientes es muy recurrente (80%/85% de los ingresos), 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.**

D. José Antonio Martínez Aguilar es el principal accionista del grupo, ostentando una participación mayoritaria del 63%. Entre otros accionistas de relevancia destaca los directivos y fundadores de compañías integradas con el 21% del capital. El restante 14% es free-float y el 3% autocartera. Se valora favorablemente la estructura de propiedad presentada con un núcleo variado de accionistas, destacando el accionista principal, por su amplia trayectoria en el mercado digital. Además, se destaca la incorporación en mercados de capital, lo que favorece la expansión del grupo (BME Growth y Euronext Growth Paris).

- **Equipo directivo cualificado cuya política financiera queda marcada por el elevado endeudamiento, aunque en vías para su progresiva reducción.**

La concentración de la toma de decisiones, evidenciada con la presencia del accionariado en el Consejo de Administración (D. José Antonio Martínez Aguilar como presidente y CEO) representa un factor limitante en la calificación. A pesar de todo ello, consideramos que el equipo directivo es cualificado y con amplia experiencia en el sector de la tecnología y consultoría (formado por varios exdirectivos de Google). Se destaca la mejora de la política financiera, que tras los últimos cambios anunciados (aumento de capital+ formalización de sindicado y repago del bono), quedaría reflejada en un nivel de endeudamiento controlado (DFN/EBITDA ~3,0x en promedio) y una autonomía financiera media (PN/ DFT ~50% en promedio).

- **Neutra política ESG.**

Making Science tiene una calificación neutra a ESG (puntuación de 2,70). 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 2023, la empresa se caracterizaba por tener buenas 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

### Ventas y Rentabilidad

- **Evolución positiva de los ingresos en 2023 aunque con márgenes de rentabilidad penalizados, con tendencia a recuperarse en 2024 en base a un positivo primer trimestre.**

Making Science alcanzó una cifra de negocio de €235,8m, (+12,2% interanual) con un crecimiento a doble dígito en ambas líneas de negocio: Medios (+10,3% interanual) y Tecnología y servicios (+18,8% interanual) y en todas las geografías (España e Internacional de 12,0% y 13,9% interanual, respectivamente). Durante 2023, la empresa aceleró el crecimiento orgánico reforzando y contratando equipos para fortalecer el negocio, consecuentemente el gasto de personal aumentó significativamente, lo que generó una contracción del EBITDA, situándose en €8,4m (margen EBITDA del 3,6% -1,1pp vs 2022). Consecuentemente, el EBIT disminuyó en 1,4pp situándose en €1,3m. El incremento de los costes financieros en un contexto de tipos elevados y una exposición relevante al riesgo de tipo de interés, se ve reflejado en unos gastos financieros que se situaron en €4,7m (+125% interanual), penalizando significativamente la cuenta de resultados y llevando a pérdidas antes de impuesto de €2,6m. En base a cifras del primer trimestre del 2024, la compañía muestra la evolución positiva de sus ventas alcanzando los €62,4m (+15,4% vs 1T 2023) con un margen EBITDA recuperado del 5,8% (+0,8pp vs 1T 2023) derivado principalmente de la consolidación de eficiencias operativas y la incorporación de nuevos negocios y clientes. La positiva evolución del grupo en el 1T 2024, marca la tendencia del 2024, con una estimación de ventas de entre €270-290m y EBITDA de €14-15m, lo que permitiría restablecer un resultado positivo y favorecer la capitalización del grupo.

### Endeudamiento y Cobertura

- **Apalancamiento elevado a cierre 2023 que se espera descienda significativamente en el 2024.**

El incremento de la deuda financiera neta ajustada (+25,0% interanual), tras la disminución del efectivo y equivalentes (-37,7% interanual), junto a la penalizada evolución del grupo a nivel de EBITDA (-14,1% interanual), deterioró el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA) significativamente, a niveles elevados de 6,9x +2,2x vs 2022. Por su parte, la cobertura de intereses disminuyó a 1,8x (-2,9pp vs 2022) derivado del incremento de los tipos de interés valorándose este ratio como muy ajustado. Aunque es un nivel de endeudamiento elevado, el mismo responde a la fase de crecimiento en la que se encontraba el grupo, marcado por el crecimiento inorgánico y la mayor contratación e inversión en personal. Destacamos que con fecha 26 de enero de 2024, el Consejo de Administración del grupo ha aprobado una ampliación de capital (importe final de la ampliación: €4m) de cara a reforzar la estructura financiera del grupo y que, junto con mayor volumen de negocio y eficiencias operativas, permitirán a Making Science reducir el apalancamiento (DFN/EBITDA ajustado ~3,5x en 2024) y mejorar la cobertura de intereses (EBITDA/intereses de ~3,5x en 2024). No obstante, este último ratio se mantendrá en valores limitados.

### Análisis de Flujo de Caja

- **Negativa generación de caja libre derivada de la disminución de la rentabilidad y los elevados costes financieros.**

La generación de flujo de caja procedente de operaciones se vio fuertemente penalizada en 2023 tras la disminución del EBITDA y el incremento de los gastos financieros (FFO de €1,6m en 2023 vs €6,2m en 2022), lo que junto con las actividades de inversión del grupo derivó en un déficit de FCF de €7,5m en 2023. El saldo de efectivo y equivalentes disminuyó en un total de €11,8m tras la variación de deuda, representando una reducción de la caja disponible del 37,7% vs el 2022. De cara a próximos ejercicios, se estima FCF positivos en base al fortalecimiento del EBITDA.

### Capitalización

- **Capitalización media en base a la ampliación de capital realizada en 1S 2024.**

Making Science continúa bajo una estructura de financiación caracterizada por un ajustado nivel de autonomía financiera (PN/DFT) del 20,4% a cierre 2023, 8,1pp por debajo del 2022, afectado por la reducción del patrimonio neto (-28,4% interanual) tras las pérdidas del ejercicio. A pesar de ello, se destaca que, con la ampliación de capital en 2024, la autonomía financiera se situaría en niveles medios cercanos al ~50% lo que fortalecería significativamente la posición financiera del grupo.

### Liquidez

- **Buena liquidez.**

A cierre 2023, la empresa mantiene un saldo de deuda financiera con vencimiento en el corto plazo de €42,8m, el cual incluye €11,8m correspondiente a un bono emitido en el MARF, para el cual el grupo ya está en fase avanzada de negociaciones para la formalización de un préstamo sindicado de hasta €12m (€9m ya obtenidos hasta mayo 2024). Estas medidas evitarán la reducción del nivel de caja y suavizarán los vencimientos de la deuda financiera a unas fechas en las que está previsto que la evolución operativa de Making Science sea más elevada. Adicionalmente, la

empresa mantiene un saldo de €21,4m repartido entre operaciones de confirming, líneas de descuento y crédito, las cuales consideramos se serán renovadas.

Por todo lo anterior, y apoyado en un modelo de negocio mucho más maduro que entra 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 €8,6m en 2024), lo que sumado a las líneas de financiación no dispuestas, al efectivo y equivalentes disponible (€19,5m a cierre 2023) y a la ampliación de capital (€4m) se estima será suficiente para atender las obligaciones de deuda restantes en el corto plazo, así como el capex de mantenimiento e inversión.

## 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	FY24e	FY25e	FY26e	23vs22
Facturación	210.132	235.766	285.460	328.101	368.393	12,2%
EBITDA <sup>1</sup>	9.756	8.380	15.273	18.390	21.939	-14,1%
Margen EBITDA <sup>1</sup>	4,6%	3,6%	5,4%	5,6%	6,0%	-1,1pp
EBIT	4.142	1.349	11.523	14.890	18.439	-67,4%
Margen EBIT	2,0%	0,6%	4,0%	4,5%	5,0%	-1,4pp
EBT	966	-2.593	7.151	11.068	15.190	-368,5%
Total Activo	151.108	144.936	152.074	164.454	175.755	-4,1%
Patrimonio Neto	22.205	15.891	25.614	34.468	46.619	-28,4%
Deuda Financiera Total <sup>2</sup>	77.966	77.895	67.049	61.192	52.737	-0,1%
Deuda Financiera Neta <sup>2</sup>	46.331	57.900	52.428	46.989	37.759	25,0%
PN/DFT	28,5%	20,4%	38,2%	56,3%	88,4%	-8,1pp
DFN/EBITDA	4,7x	6,9x	3,4x	2,6x	1,7x	2,2x
FFO	6.234	1.609	9.471	12.354	15.652	-74,2%
FFO/DFN	13,5%	2,8%	18,1%	26,3%	41,5%	-10,7pp
EBITDA/Intereses	4,7x	1,8x	3,5x	4,8x	6,8x	-2,9x

Proyecciones elaboradas por EthiFinance Ratings en base a algunas estimaciones dadas por la propia compañía. 1El cálculo del EBITDA excluye gastos no recurrentes: €2,6m (2023) y €1,7m (2022) principalmente asociados con operaciones de reestructuración y de M&A. 2Deuda financiera ajustado por factoring sin recurso: €13,3m (2023) y €12,4m (2022).

## Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
Análisis Sectorial	BB
Ajuste ESG	Neutro
Posicionamiento Competitivo	BB
Governance	BB+
Perfil Financiero	BB-
Cash flow y endeudamiento	BB-
Capitalización	B+
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 (↑)**

A pesar de que desde EthiFinance Ratings no se prevé en el corto-medio plazo un upgrade de la calificación, la consecución en los próximos años de los siguientes aspectos 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 5,0x en promedio). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT por encima del 60% 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 15% y EBITDA/intereses por debajo de 4,0x en promedio). Empeoramiento de la autonomía financiera (PN/DFT por debajo del 45% 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 - Long Term : [https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA\\_190\\_V3\\_Corporate%20Methodology\\_2023-10-06.pdf](https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_190_V3_Corporate%20Methodology_2023-10-06.pdf)
- 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