



ISSUER RATING

Long-term Rating

Tendencia: Estable

Fecha de primer rating: 03/08/2021

Fecha de revisión: 08/05/2023

Contactos

Associate

Mariella Giuliana Pajuelo Liberati
mariella.pajuelo@ethifinance.com

Chief Rating Officer

Guillermo Cruz Martínez
guillermo.cruz@ethifinance.com

Rating action y rationale

- Ethifinance Ratings afirma la calificación de Making Science Group S.A. en “BB”, cambiando la tendencia de Positiva a Estable.
- El rating asignado se fundamenta principalmente en las adecuadas características de la industria, destacándose las positivas perspectivas futuras de crecimiento que presenta este sector, así como especialmente en un perfil financiero marcado por los favorables ratios de cobertura (DFN/EBITDA <4x-y FFO/DFN 33% en promedio). Por otra parte, los principales factores limitantes de la calificación son la débil autonomía financiera reportada por el grupo a raíz de la activa política de adquisiciones (Patrimonio/DFT < 30%), así como el aún reducido tamaño de la compañía en una industria altamente competitiva.
- A pesar de que se valora favorablemente la mejora en términos financieros del grupo a lo largo de 2022, desde EthiFinance Ratings, se considera este avance menor al que se estimaba, especialmente a nivel de autonomía financiera (Patrimonio/DFT), lo que explica el cambio de tendencia.
- En línea con nuestra nueva metodología, el sector Media & Entertainment presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector *heatmap* entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor. A nivel de compañía, las políticas ESG aplicadas se consideran neutras (ESG score de la compañía entre 1 y 4), resultando en una calificación que no se ve afectada por estos factores.

Descripción

Making Science Group S.A. es una sociedad dedicada a dar servicios de consultoría en las áreas de marketing digital, analítica de datos, *e-commerce* y *cloud*. La sociedad, con sede en Madrid, comenzó a operar en 2016 como proveedor integral de marketing digital, ofreciendo servicios tanto en la parte de negocio (definición de objetivos, desarrollo de la estrategia digital, etc.) como en la parte tecnología (desarrollo de plataformas web, app u otro tipo de interacción, definición de experiencia del usuario). Al cierre del ejercicio 2022, la compañía presentó una cifra de negocio de €210,1M (+90,3% YoY) con un EBITDA de €7,6M y un margen EBITDA del 3,6%. El ratio de DFN/EBITDA se situó a cierre de 2022 en 3,7x.

Para la asignación del rating, se ha tenido en cuenta las proyecciones financieras proporcionadas por Making Science para el periodo 2023-2025. La compañía considera esta información como interna y confidencial por lo que no se ha reflejado en el informe.

Fundamentos

Perfil de negocio

Análisis del sector

- El sector de marketing digital se caracteriza por tener barreras de entrada moderadas y un bajo poder de negociación con proveedores. Si bien no se necesitan elevadas inversiones de capital, es necesario tener un profundo know-how, y existe la continua necesidad de adaptarse a las posibles disrupciones tecnológicas que se originen en el mercado. Adicionalmente, se destaca el bajo poder de negociación con proveedores de plataformas de publicidad, explicada por la concentración de grandes empresas tecnológicas (Google, Facebook, Amazon), las cuales mantienen elevadas cuotas de mercado
- Actividad cíclica y afectada por los cambios continuos de la tecnología. La actividad desarrollada tiene un cierto componente cíclico en aquellas actividades más enfocadas al marketing que a la tecnología. Actualmente la demanda se encuentra en crecimiento como consecuencia del aumento de compras online, de nuevos usuarios y nuevas necesidades generadas tras la crisis sanitaria provocada por el COVID-19, así como a la reducción de gastos operativos de tiendas físicas que ha provocado un cambio de modelo de negocio enfocado a la venta *on-line*.

Por otro lado, se resalta que la continua y rápida evolución en la tecnología requiere de una capacidad de adaptación por parte de los operadores del sector para evitar el riesgo de obsolescencia tecnológica.

- **En línea con nuestra nueva metodología, el sector Media & Entertainment presenta un riesgo medio-bajo en términos de ESG (sector heatmap entre 2 y 2,9) dado su impacto en el medio ambiente.** Las tendencias ESG son estructurales y existen oportunidades comerciales asociadas, sin embargo, aún se necesita una mayor adaptación para lograr beneficios financieros o sociales al respecto. Por el contrario, se esperan bajas dependencias o impactos negativos de los factores ESG en *stakeholders*. Esta valoración tiene como resultado un análisis sectorial que no se ve afectado por este factor.

Posicionamiento competitivo

- **El grupo se posiciona como un player de tamaño intermedio, integrando una amplia gama de actividades dentro de toda la cadena de valor del marketing digital.** El grupo abarca cuatro segmentos de negocio del marketing digital, que son publicidad digital, analítica de datos, *e-commerce* y *cloud* integrando todos ellos para dar soluciones en toda el área del *'go to market digital'* a través del *cross selling*. El sector concentra una multitud de *players* que van desde sociedades *boutique*, de reducido tamaño enfocadas en pocas actividades de la cadena de valor, hasta compañías de gran tamaño con integración vertical (consultoras *big-4*). En este sentido, el grupo ocupa una posición intermedia.
- **Concentración de la facturación en el área de medios, estando prevista una mejora de la diversificación operativa en su plan de crecimiento inorgánico.** Making Science Group cerró el ejercicio 2022 con un 33,8% de la facturación en el mercado doméstico y un 77,9% en el área de medios. El grupo, dentro de su plan estratégico a 2025, recoge la expansión a los principales mercados del mundo por gasto en publicidad con el fin de convertirse en el primer operador español a nivel internacional, apoyándose en su posicionamiento como proveedor único, así como competir con los operadores líderes globales independientes. Actualmente el grupo opera en España, Portugal, Francia, Italia, Reino Unido, Irlanda, Suecia, Dinamarca, Alemania, EEUU, México, Colombia y Georgia. Asimismo, firmó en mayo 2022 una *Joint Venture* iniciando sus operaciones en Alemania.

Gobierno corporativo

- **Estabilidad de los principales accionistas y cotización en las bolsas de Madrid y Paris.** D. José Antonio Martínez Aguilar, socio fundador, se mantiene como el principal accionista del grupo, y se destaca su amplia trayectoria en el mercado digital. Por otro lado, desde el año 2020, el grupo cotiza en el BME Growth, así como en el Euronext Growth Paris, lo que constituye una buena base para recaudar fondos adicionales, en caso sea necesario.
- **Estrategia acelerada de crecimiento inorgánico adaptada a la coyuntura desfavorable.** El grupo mantiene una estrategia centrada principalmente en el crecimiento inorgánico desde el 2020. En los últimos tres años (2020-2022), ha llevado a cabo diez adquisiciones en mercados estratégicos con el fin de reforzar su posicionamiento competitivo. No obstante, dada la incertidumbre macroeconómica actual, Making Science ha optado por moderar el ritmo de crecimiento inorgánico y centrarse en la integración de las sociedades adquiridas.
- **Análisis ESG neutral.** Basado en los datos ESG analizados y una vez aplicada la nueva metodología, EthiFinance Rating evalúa las políticas ESG de Making Science como neutras (puntuación ESG de la empresa entre 1 y 4). En consecuencia, la calificación de la empresa no se ve afectada por este factor.

Perfil financiero

Flujo de caja y endeudamiento.

- **Tendencia positiva de la facturación potenciado por las adquisiciones realizadas y las sinergias generadas entre las sociedades adquiridas.** Los resultados de Making Science han seguido una tendencia muy favorable desde el inicio de su actividad en 2016 apoyado principalmente en el crecimiento inorgánico, seguido de cerca por el crecimiento orgánico. Las adquisiciones conllevan gastos excepcionales que afectan la rentabilidad anual ejercicio, lo que explica la volatilidad del margen EBITDA, así como el resultado de explotación negativo en los últimos dos años. Acorde con esto, la compañía reporta una facturación que se cifra en €210,1M, creciendo la misma un 90,3% respecto al ejercicio previo en base tanto al crecimiento orgánico como a las diferentes adquisiciones integradas en el grupo. En términos de rentabilidad, Making Science también registró un avance importante hasta situar su EBITDA en 3,6%, a pesar de ello cabe destacar que el mismo sigue condicionado por su concentración en la división de medios, de menor nivel de rentabilidad. A nivel de resultado final, el grupo sigue viendo que su EBT se mantiene condicionado por la intensiva política de M&A y los gastos derivados de la misma, de ahí que su resultado antes de impuestos siga siendo significativamente limitado.
- **Endeudamiento más controlado y adecuada cobertura de intereses.** La compañía sigue reportando un nivel de apalancamiento ligeramente elevado a raíz de la activa política de M&A. Esta conclusión se refleja en un ratio DFN/EBITDA que se situó a cierre del ejercicio en 3,7x. A pesar de ello, se considera que la compañía presenta una apropiada capacidad para atender sus compromisos de deuda, valoración que se ve adicionalmente favorecida por el adecuado ratio de cobertura de intereses (EBITDA/Intereses de 4x).

Solvencia

- **Autonomía financiera muy reducida (PN/DFT < 30%).** La estructura financiera del grupo se caracteriza por mantener fondos propios limitados en relación con su endeudamiento (fondos propios/DFT: 24,7%). La compañía, a pesar de haber aumentado su patrimonio neto a lo largo de 2022 (€14,6M; +€2,8M YoY), sigue presentando un ratio de solvencia débil. Se estima que la esperada mayor generación de resultados finales en los próximos años y su consiguiente capitalización, vayan ayudando a la mejora del mismo. En este sentido, cabe destacar que la actual limitada generación de resultado operativa se mantiene condicionada por el reconocimiento contable de los activos intangibles y su amortización, si bien esta no se considera preocupante derivado de la no necesidad de inversión de reposicionamiento (caso de la amortización de inmovilizado material).

Liquidez

- **Generación de caja condicionada por la alta inversión actual.** El grupo presenta unos niveles de generación de caja operativa crecientes (FFO de €5,2M en 2022; +261,3% YoY) como resultado de la progresiva integración de las diferentes operaciones. Asimismo, el grupo registra elevadas inversiones (€15,6M en promedio durante los tres últimos años), relacionadas principalmente al desarrollo inorgánico, ya que el CAPEX de mantenimiento del grupo es bajo. Con el fin de financiar la adquisición de compañías, se llevan a cabo mediante la entrada de fondos tanto vía patrimonio (ampliaciones de capital) como a través de los mercados de deuda.

Modificadores

Factores ESG

- **El grupo no presenta controversias ESG.** Nuestra evaluación de controversias determina que no hay noticias o eventos que constituyan un problema real sobre las operaciones de Making Science y que requieran de un seguimiento especial.

Liquidez

- **Adecuada valoración de la liquidez.** El grupo mantiene un perfil de refinanciamiento satisfactorio en base a su actual estructura financiera, característica que junto al razonable ratio de liquidez (ratio > 1x), el cual refleja que la compañía reporta suficientes fuentes de liquidez (caja, pólizas de crédito sin disponer y generación de caja operativa) para cubrir sus obligaciones financieras y de inversión en el corto plazo.

Riesgo país

- **No existe riesgo país.** Atendiendo a los países en los que opera la compañía, se considera que no existe un riesgo país determinante.

Resumen de la información financiera

Principales magnitudes. Miles de €.				
	2020	2021	2022	22vs21
Facturación	57,671	110,445	210,132	90,3%
EBITDA	3,508	2,399	7,562	215,2%
Margen EBITDA	6,1%	2,2%	3,6%	1,4pp
EBIT	2,583	-1,486	-61	95,9%
Margen EBIT	4,5%	-1,3%	0,0%	1,3pp
EBT	2,074	-2,540	-3,040	-19,7%
Total Activo	41,913	105,472	133,465	26,5%
Patrimonio Neto	2,878	11,812	14,643	24,0%
Deuda Financiera Total ⁽¹⁾	15,907	57,926	59,223	2,2%
Deuda Financiera Neta	3,991	27,704	27,875	0,6%
PN/DFT	18,1%	20,4%	24,7%	4,3pp
DFN/EBITDA	1,1x	11,5x	3,7x	-7,9x
Funds From Operation	2,983	1,451	5,244	261,3%
FFO/DFN	74,7%	5,2%	18,8%	13,6pp
EBITDA/Intereses	7,6x	3,0x	4,0x	0,9x

⁽¹⁾ Se consideran como deuda los pagos aplazados y earn-out reconocidos, así como los earn-out no reconocidos contablemente.

Análisis de sensibilidad

Factores que pudieran (individual o colectivamente) impactar en el rating:

- **Factores positivos (↑).**
Cumplimiento en alto grado de las proyecciones financieras. Continuidad en el aumento de tamaño (ventas > €300M) Reducción del apalancamiento financiero (DFN/EBITDA < 2x). Incremento de la cobertura de intereses (EBITDA/intereses > 7x). Mejora de la solvencia (PN/DFT>40%)
- **Factores negativos (↓).**
Deterioro del apalancamiento financiero (DFN/EBITDA > 4x). Deterioro de la cobertura de intereses (EBITDA/intereses < 4x). Deterioro de autonomía financieras (PN/DFT < 30%). Deterioro de métricas ESG.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
<i>Análisis Sectorial</i>	BB+
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	BB-
<i>Governance</i>	BB-
ESG Compañía	Neutral
Perfil Financiero	BB
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	BB+
<i>Solvencia</i>	B-
Anchor Rating	BB
<i>Modificadores</i>	-
Rating	BB

Información regulatoria

Fuentes de información

La calificación de crédito emitida en este informe ha sido realizada de manera solicitada por parte del ente calificado, participando éste en el proceso. La misma se basa tanto en información privada como pública. Las principales fuentes utilizadas son:

- Cuentas anuales.
- Página web corporativa.
- Información publicada por los Boletines Oficiales.
- Rating book facilitado por la compañía.

La información ha sido exhaustivamente revisada para asegurar plausibilidad y coherencia, considerándose satisfactoria. No obstante, EthiFinance Ratings no asume ninguna responsabilidad sobre la veracidad de la información y de las conclusiones deducidas sobre la misma.

Información adicional

- La calificación ha sido realizada de acuerdo al Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009 sobre las agencias de calificación crediticia y en concordancia con la Metodología Corporate Rating y Metodología de Perspectivas que puede consultarse en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/methodologies>; y bajo la Escala Corporate largo plazo disponible en <https://www.ethifinance.com/es/calificaciones/ratingScale>
- EthiFinance Ratings publica los datos sobre las tasas históricas de incumplimiento de las categorías de calificación, que se alojan en el repositorio central de estadísticas CEREP, del regulador European Securities and Markets Authority (ESMA).
- De acuerdo con lo estipulado en el Artículo 6, apartado 2, en relación con el anexo I, sección B, punto 4, del Reglamento (CE) N° 1060/2009 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de septiembre de 2009, se informa que en el transcurso de los últimos 12 meses EthiFinance Ratings no ha prestado servicios auxiliares a la entidad calificada ni a terceros vinculados.
- El rating otorgado ha sido notificado a la entidad calificada, no siendo modificado desde entonces.

Condiciones de uso de este documento y su contenido:

Para todo tipo de Calificaciones Crediticias que emita ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (la "AGENCIA"), el Usuario no podrá, ni por sí mismo ni a través de terceros, transferir, subarrendar, sublicenciar, vender, extraer, reutilizar o disponer de cualquier otra forma del contenido de este Documento a un tercero, ya sea a título gratuito u oneroso.

A los efectos de las presentes Condiciones de Uso, se considerará Usuario a todo cliente que pueda haber suscrito un producto y/o un servicio que le permita disponer del contenido de este Documento, así como a toda persona privilegiada que pueda acceder al contenido de este Documento a través de <https://www.ethifinance.com/>.

El usuario tampoco podrá alterar, transformar o distorsionar la información proporcionada de ninguna manera. Asimismo, no podrá copiar y/o duplicar la información, ni crear archivos que contengan la información del Documento, ni en su totalidad ni parcialmente.

El Documento y su código fuente, cualquiera que sea su tipología, se considerará elaboración, creación u obra de la AGENCIA y estará sujeto a la protección de la normativa sobre derechos de propiedad intelectual. Para los usos permitidos de este Documento, el Usuario se obliga a no permitir la supresión del copyright de la AGENCIA, la fecha de emisión del Documento, la razón social establecida por la AGENCIA, así como el logotipo, las marcas y cualquier otro signo distintivo que sea representativo de la AGENCIA y de sus derechos sobre el Documento.

El Usuario acepta las condiciones de Uso de este Documento y queda sujeto a estas disposiciones desde la primera vez que se le facilite este Documento, independientemente de la forma en que se le facilite el mismo. El Documento y su contenido no podrán ser utilizados con fines ilícitos o distintos a los autorizados por la AGENCIA. El Usuario informará a la AGENCIA de cualquier uso no autorizado del Documento y/o de su contenido que se ponga de manifiesto. El Usuario responderá frente a la AGENCIA por sí mismo y por sus empleados y/o por cualquier otro tercero al que se le haya facilitado o haya tenido acceso al Documento y/o a su contenido en caso de daños y perjuicios que se deriven del incumplimiento de las obligaciones que el Usuario declaró haber leído, aceptado y comprendido al recibir el Documento, sin perjuicio de las demás acciones legales que la AGENCIA pueda ejercer en defensa de sus legítimos derechos e intereses.

El Documento se facilita bajo la aceptación de que la AGENCIA no es responsable de la interpretación que el Usuario pueda hacer de la información contenida. Los análisis crediticios incluidos en el Documento, así como las calificaciones y declaraciones, deben considerarse como opiniones válidas en la fecha de emisión de los informes y no como declaraciones de hecho o recomendaciones para comprar, mantener o vender cualquier valor o para tomar cualquier decisión de inversión. Las calificaciones crediticias y las perspectivas de calificación crediticia emitidas por la AGENCIA se consideran una opinión propia, por lo que se recomienda que el Usuario la tome como base limitada para cualquier propósito para el que pretenda utilizar la información. Los análisis no abordan la idoneidad de ningún valor. La AGENCIA no actúa como fiduciaria ni como asesora de inversiones, por lo que el contenido del Documento no debe ser utilizado como sustituto de los conocimientos, criterios, juicios o experiencia del Usuario, su Dirección, empleados, asesores y/o clientes para la toma de decisiones de inversión. La AGENCIA dedica todos sus esfuerzos a garantizar que la información suministrada sea precisa y fiable. No obstante, dado que la información se elabora en base a datos suministrados por fuentes que pueden estar fuera del control de la AGENCIA, y cuya verificación y comparación no siempre es posible, la AGENCIA, sus filiales, y sus directores, accionistas, empleados, analistas y agentes no tendrán responsabilidad alguna (incluyendo, sin limitación alguna, pérdida de ingresos y costes de oportunidad, pérdida de negocio o daños a la reputación o cualquier otro coste) por cualquier inexactitud, error, falta de correspondencia, integridad u omisión de datos e información utilizados en la elaboración del Documento o en relación con cualquier uso de su contenido, incluso en el caso de haber sido advertida de los posibles daños. La AGENCIA no realiza auditorías ni asume la obligación de verificar las fuentes de información independientes sobre las que se elaboran las calificaciones.

Por lo tanto, el Usuario acepta que la información proporcionada por la AGENCIA puede ser un elemento más a tener en cuenta a la hora de tomar decisiones empresariales, pero no se tomarán decisiones basándose únicamente en ella; siendo así, la AGENCIA no se hace responsable de la falta de idoneidad. Asimismo, la utilización de la información ante juzgados y/o tribunales, administraciones públicas, o cualquier otro organismo público o tercero privado por cualquier motivo, será responsabilidad exclusiva del Usuario y la AGENCIA no responderá de ninguna responsabilidad por la inadecuación de los contenidos de la información.

La información sobre las personas físicas que pueda aparecer en este documento es única y exclusivamente relevante para sus negocios o actividades empresariales, sin referencia a la esfera de su vida privada, por lo que puede ser considerada. Los datos personales que puedan aparecer en este documento son tratados de acuerdo con el Reglamento (UE) 679/2016, relativo a la protección de las personas físicas en lo que respecta al tratamiento de datos personales y a la libre circulación de estos datos y demás normativa aplicable. Aquellos interesados que deseen ejercer los derechos que les asisten pueden encontrar más información en el enlace: <https://www.ethifinance.com/> en la página de Política de Privacidad o contactar con nuestro Delegado de Protección de Datos en el correo dpo@ethifinance.com.

Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. Todos los derechos reservados.

C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid - España.