

ISSUER RATING  
LongTermOUTLOOK  
PositiveInitiation date 03/08/2021  
Rating Date 26/06/2026

## Contacts

### Lead analyst

Claudia Berrios  
claudia.berrios@ethifinance.com

### Committee chair

Thomas Dilasser  
thomas.dilasser@ethifinance.com

## Rating Action y Rationale

- EthiFinance Ratings afirma la calificación a largo plazo de Making Science Group S.A en “BB”, cambiando la tendencia de Estable a Positiva.
- Making Science Group S.A. y sus subsidiarias forman un grupo dedicado al marketing digital e inteligencia artificial.
- La mejora de la tendencia se fundamenta principalmente en la mejora sustancial del perfil financiero del grupo FY25 en comparación con las proyecciones consideradas en la revisión anterior. La venta de la unidad de negocio de ‘Cloud y Ciberseguridad’, contribuyó a la disminución significativa del endeudamiento (DFN/EBITDA ajustado de 1,6x vs estimado de 2,7x) y al fortalecimiento de la capitalización del grupo (PN/DFT ajustado de 82,3% vs estimado de 55,3%). La desincorporación de esta unidad de negocio permitirá al grupo orientar todos sus esfuerzos en los servicios de marketing digital e inteligencia artificial, lo que también se espera permita optimizar la estructura de costes del grupo. Consecuentemente, el ritmo de desapalancamiento se considera más rápido que el proyectado en el informe previo, mejorando el perfil financiero del grupo.
- El rating se apoya en una industria que presenta favorables fundamentos (volatilidad media a nivel de márgenes de rentabilidad y unas positivas perspectivas de crecimiento), ventajas competitivas consolidadas (proveedor integral + alianzas estratégicas con proveedores globales), una diversificación de negocio favorable a nivel geográfico, industrias destino y clientes y un buen gobierno corporativo (apertura a mercados de capitales). Asimismo, el nivel de endeudamiento se considera controlado (DFN/EBITDA por debajo de 2,0x en promedio) junto a un buen nivel de capitalización (PN/DFT ajustado del 80% 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 y con limitados márgenes de rentabilidad. Además, el grupo muestra una débil cobertura de intereses (EBITDA/intereses por debajo de 3,5x en promedio).
- Es importante destacar que en el cálculo del rating se incluyen tres años de proyecciones (periodo 2026-2028), las cuales excluyen el potencial crecimiento inorgánico del grupo dada su dificultad para estimarlo. La naturaleza y características de futuras transacciones, no previsibles a la fecha del presente informe, pueden cambiar las métricas señaladas y afectar a la calificación otorgada.
- 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. y sus sociedades dependientes (en adelante Making Science, el grupo o la empresa), forman un grupo español, fundado en 2016, enfocado en marketing digital, tecnología e inteligencia artificial con el objetivo de ayudar a las empresas a acelerar sus capacidades digitales.

En diciembre de 2025, Making Science completó la venta de su línea de negocio de infraestructura en la nube, desarrollo de software y servicios de ciberseguridad en España a la compañía Lutech (en adelante línea de ‘Cloud y Ciberseguridad’). El grupo tiene como objetivo concentrar sus esfuerzos en áreas que considera de mayor valor añadido y que le permitan optimizar su estructura operativa y acelerar su expansión internacional. Mediante esta reestructuración, Making Science ha centrado su actividad en marketing digital e inteligencia artificial.

En este sentido, las cuatro líneas de negocio del grupo son las siguientes:

- Agencia Digital Global: ofrece servicios de publicidad digital 360° que integran planificación estratégica, creatividad, datos y tecnología. Es la principal línea de negocio del grupo y corresponde al negocio tradicional de marketing digital y publicidad tecnológica (AdTech y MarTech), ayudando a las empresas a potenciar sus capacidades digitales y maximizar resultados.
  - Comercialización de medios y tecnología (AdTech): 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).
  - Consultoría de tecnología y publicidad (MarTech): servicios de consultoría en las campañas en medios de publicidad de sus clientes con el objetivo de maximizar la consecución de objetivos. 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.

- RAISING: es la división tecnológica de Inteligencia Artificial, con el objetivo de desarrollar estrategias de marketing basadas en IA, que permitan potenciar las ventas y mejorar las inversiones de los clientes y partners del grupo. Las tecnologías clave incluyen:
- Ad-Machina: tecnología basada en IA generativa para la creación y activación automatizada de anuncios personalizados en tiempo real (texto, imagen y vídeo).
- Gauss AI: solución predictiva orientada a optimizar la atribución, medición y planificación de medios mediante la identificación de interacciones y campañas más rentables.
- Trust Generative AI: plataforma para la generación y optimización segura de contenidos a escala, adaptada a requerimientos regulatorios y de cumplimiento normativo.
- AWAKE: es el AI Venture Studio de Making Science, se constituye como actividad complementaria lanzada en 2025, creada para desarrollar e incubar negocios y soluciones basadas en inteligencia artificial. La línea de negocio está diseñada para identificar problemas, generar prototipos y escalar tanto soluciones internas propias como startups independientes nativas de IA con alcance global.
- Línea de inversiones: integrada principalmente por las sociedades Ventis y TMQ, actúa como actividad complementaria y de diversificación respecto al negocio principal de marketing digital y tecnología. La actividad se centra fundamentalmente en comercio electrónico e inversiones en empresas vinculadas al ecosistema tecnológico y digital del grupo.

En 2025, la compañía presentó una cifra de negocio de €348,3m (+28,4% interanual) con un EBITDA ajustado de €12,1m y un margen EBITDA recurrente del 3,5%. El ratio de DFN/EBITDA ajustado se situó en 1,6x.

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 €70.5m al 28/05/2026. A cierre del 2025, el grupo cuenta con 826 empleados y presencia directa en 18 países o 28 a través de partnerships.

## Fundamentos

### Perfil de Negocio

#### Análisis del Sector

- **Sector 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. Según el informe *Worldwide Ad Spending Forecast 2026* de eMarketer, la inversión publicitaria mundial continuará creciendo en 2026, y alcanzará niveles récord, alrededor de \$1.127bn, impulsada principalmente por publicidad digital donde EE.UU. domina la inversión digital, seguido por China y Reino Unido

En términos generales, desde EthiFinance Ratings consideramos que, aunque los mercados de la consultoría y de la publicidad digital y de IA 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 mantiene un posicionamiento diferencial como proveedor integrado de soluciones de marketing digital y tecnología, con un enfoque 360º que combina capacidades propias de consultoría tecnológica, analítica de datos y desarrollo de herramientas basadas en inteligencia artificial con servicios tradicionales de agencia de medios y publicidad digital. Este modelo híbrido permite al grupo ofrecer una propuesta de valor integral, cubriendo de forma transversal las distintas necesidades de transformación digital, marketing y optimización comercial de sus clientes, lo que favorece también a la venta cruzada y eleva los costes de sustitución para clientes. El posicionamiento competitivo del grupo se refuerza por la amplia experiencia y relación con todos los canales del ecosistema digital y referentes mundiales de la industria como Google, Meta, Amazon, Microsoft, TikTok entre otros.

Making Science opera en un entorno altamente dinámico, donde la innovación tecnológica y el desarrollo de soluciones propias constituyen un elemento clave en la diferenciación competitiva. En este sentido, destaca positivamente el desarrollo y mantenimiento de plataformas tecnológicas especializadas en automatización, optimización de campañas y mejora de la eficiencia comercial de sus clientes, principalmente a través de su división RAISING. Entre las principales soluciones del grupo destacan Gauss AI, orientada a optimizar la inversión publicitaria mediante inteligencia artificial; Ad-machina, plataforma para automatización y optimización de campañas en buscadores; y Trust Generative AI, enfocada en generación y optimización de contenidos mediante IA generativa. Asimismo, durante 2025 el grupo lanzó AWAKE, su AI Venture Studio, orientado al desarrollo e incubación de nuevos negocios y soluciones basadas en inteligencia artificial. La capacidad tecnológica y el posicionamiento innovador del grupo han sido reconocidos externamente mediante diversos premios sectoriales, incluyendo tres galardones obtenidos en los Google Marketing Partner Awards 2025 en España, por tercer año consecutivo.

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), en Colombia y México (último trimestre del 2024) y recientemente en Brasil y Argentina (2026). 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 proveedor con 8 servicios certificados. Con la obtención de estas certificaciones, Making Science está desarrollando una red internacional que brinda soporte a clientes con presencia en distintas geografías y zonas horarias. La estrecha relación estratégica con Google constituye una ventaja competitiva relevante, reforzando su posicionamiento y reconocimiento frente a potenciales nuevos clientes.

Además, Making Science mantiene una capacidad relevante de internacionalización y prestación global de servicios, apoyada en una estructura operativa internacional compuesta por hubs y centros de excelencia ubicados en geografías como Georgia, Colombia, Dublín y España. Esta red internacional permite al grupo mantener cercanía con el mercado local, prestar servicios globales a clientes multinacionales, optimizar costes operativos mediante la centralización de determinadas capacidades técnicas y reforzar su escalabilidad y flexibilidad operativa en distintos mercados internacionales.

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 Jakala y en el entorno de agencias publicitarias: T2o Media, IKIMedia, IKI Group.

### Principales magnitudes financieras. Miles de €.

|                        | Making<br>Science<br>Group<br>FY25 | MIO Group <sup>1</sup><br>FY24 | Jakala Spain<br>and Latam SL <sup>1</sup><br>FY24 | T2O Admedia<br>Services S.L. <sup>1</sup><br>FY24 | IKI MEDIA<br>SOLUTIONS<br>S.L. <sup>1</sup><br>FY24 | Mediplus<br>Equimedia SL <sup>1</sup><br>FY24 |
|------------------------|------------------------------------|--------------------------------|---|---|---|---|
| Facturación            | 348.292                            | 58.956                         | 37.940  | 144.596   | 34.853  | 67.528  |
| EBITDA                 | 12.099                             | 484                            | -2.614  | 10.569  | 1.382   | 1.387   |
| Margen EBITDA          | 3,5%                               | 0,8%                           | -6,9%   | 7,3%  | 4,0%  | 2,1%  |
| EBIT                   | 186                                | -1.659                         | -3.257  | 7.832   | 1.320   | 1.376   |
| Margen EBIT            | 0,1%                               | -2,8%                          | -8,6%   | 5,4%  | 3,8%  | 2,0%  |
| EBT                    | -6.685                             | -3.392                         | -3.078  | 7.916   | 1.652   | 1.280   |
| Total Activo           | 183.277                            | 32.148                         | 21.702  | 103.806   | 8.260   | 22.196  |
| Patrimonio Neto        | 44.481                             | -1.753                         | 5.799   | 32.997  | 1.570   | 2.300   |
| Deuda Financiera Total | 54.077                             | 15.743                         | 7.218   | 17.221  | 319   | 1.192   |
| Deuda Financiera Neta  | 19.640                             | 9.560                          | 2.436   | -6.549  | -426  | -1.733  |
| PN/DFN                 | 82,3%                              | -11,1%                         | 80,3%   | 191,6%  | 492,9%  | 193,0%  |
| DFN /EBITDA            | 1,6x                               | 19,7x                          | -0,9x   | -0,6x   | -0,3x   | -1,2x   |
| FFO                    | 3.344                              | 251                            | -3.781  | 10.664  | 1.377   | 1.327   |
| FFO/DFN                | 17,0%                              | 2,6%                           | -155,2%   | -162,8%   | -323,3%   | -76,6%  |
| EBITDA/Intereses       | 2,8x                               | 0,4x                           | -88,1x  | 13,0x   | 52,0x   | 8,3x  |

<sup>1</sup> último ejercicio disponible FY24.

El margen EBITDA de Making Science se sitúa por encima de sus competidores del entorno de la consultoría y en la media entre los competidores de agencias publicitarias. El nivel de apalancamiento (DFN/EBITDA) se considera bajo, a pesar de estar por encima de sus competidores (con excepción de Mio Group).

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

El negocio de la 'Agencia Digital Global' concentra cerca del 80% de los ingresos del grupo, incluyendo el negocio tradicional de marketing digital y publicidad tecnológica (AdTech y MarTech). El restante 20% de los ingresos se distribuye entre los negocios enfocados hacia el desarrollo de inteligencia artificial (Raising y Awake) y el de inversiones.

A nivel geográfico, se destaca la apuesta por la internacionalización del grupo mediante el crecimiento inorgánico acometido en los últimos años. Además, con la reciente operación de desinversión del negocio de 'Cloud y Ciberseguridad' en España, se ha disminuido significativamente la dependencia al mercado nacional (33,9% en 2025, 50,4% en 2024, 55,3% en 2023 vs 92,5% de las ventas en 2020). Se destaca la presencia en 28 mercados (18 de forma directa y 10 a través de alianzas comerciales), lo que le permite acompañar a clientes de forma global. La expansión internacional hacia Estados Unidos en 2021 juega un papel relevante, siendo uno de los principales mercados de marketing digital, así como por las certificaciones alcanzadas ya mencionadas. El grupo espera que las ventas a largo plazo 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, tales como retail, banca, servicios financieros, telecomunicaciones, turismo, salud, educación, entre otras. Además, se destaca la amplia y creciente cartera de clientes (+850 clientes), no existiendo ningún cliente que concentre más del 10% de las ventas. La cartera de clientes presenta una elevada recurrencia, con entre el 80% y el 85% de los ingresos generados bajo modelos de suscripción mensual recurrente, lo que aporta una alta visibilidad y previsibilidad de ingresos a corto y medio plazo.

#### Estructura Accionarial y Gobernanza

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

A fecha del presente informe y por confirmación expresa de la compañía, el accionariado de Making Science S.A está compuesto por D. José Antonio Martínez Aguilar y su cónyuge, ostentando el 53,63% del capital social, mediante la participación en las sociedades The Science of Digital, S.L. (51,82%) y Bastiat Internet Ventures, S.L. (1,81%). El restante está distribuido entre Onchena S.L (6,15%) otros directivos y fundadores de compañías integradas (11,26%), free-float (20,19%), inversores institucionales (7,61%) y autocartera (1,16%).

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

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; así como el alcance en certificaciones y alianzas con partners estratégicos.

La política financiera se estima que estará caracterizada por un nivel de apalancamiento muy controlado (DFN/EBITDA ajustado por debajo de 2,0x en promedio), con una elevada autonomía financiera (PN/DFT ajustado de 80% en promedio).

- **Neutra política ESG.**

Making Science tiene una calificación neutra a ESG (puntuación entre 1,5 y 3,4). El impacto de riesgos en materia ESG sigue siendo manejable, siendo poco probable que se produzcan problemas a corto o medio plazo (hasta 5 años).

En base a la información disponible a cierre del 2025, la empresa se caracterizaba por mantener sólidas políticas sociales, reflejadas en una plantilla equilibrada en términos de género, una baja tasa de absentismo o de accidentes laborales.

Si bien también destacan determinados avances en materia de gobierno corporativo —como la existencia de un consejo de administración con miembros independientes y la realización de análisis de materialidad— y en el ámbito medioambiental —con certificaciones como la ISO 14001—, se considera que aún existen áreas susceptibles de mejora. Entre ellas, cabe mencionar la separación de funciones en los órganos de gobierno, la publicación del código de conducta y el fortalecimiento de otras prácticas de sostenibilidad.

## Perfil Financiero

El presente análisis se basa en las cuentas anuales auditadas a cierre 31 de diciembre 2025 (Auditor: Grant Thornton, S.L.P.). Opinión sin salvedades.

Las cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2023 han sido reexpresadas para reflejar principalmente los cambios relativos a la aplicación de IFRS5 de cara a cumplir con la regulación en materia de operaciones discontinuadas.

El 4 de octubre de 2025 se anunció la venta del negocio de 'Cloud y Ciberseguridad' en España a Lutech S.p.A., empresa líder en el sector digital con sede en Italia, que se concretó el pasado 19 de diciembre del 2025. La transacción ascendió a un máximo de €28.1m ("enterprise value") y se compone de: un pago inicial de €25,5m pagado en 2025, y de un pago adicional variable, que se abonará en el primer semestre de 2026, basado en el EBITDA real de 2025. La plusvalía neta de esta operación fue de €27,4m FY25.

## Ventas y Rentabilidad

- Evolución positiva de los ingresos aunque con disminución de los márgenes de rentabilidad.

| Rentabilidad. Miles de €.  |         |         |         |         |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                            | FY23    | FY24    | FY25    | 25vs24  |
| Facturación                | 235.766 | 271.324 | 348.292 | 28,4%   |
| Mg Bruto                   | 27,2%   | 24,0%   | 18,4%   | -5,6pp  |
| EBITDA Aj. <sup>1</sup>    | 8.526   | 13.215  | 12.099  | -8,4%   |
| Mg EBITDA Aj. <sup>1</sup> | 3,6%    | 4,9%    | 3,5%    | -1,4pp  |
| EBIT                       | 725     | 3.681   | 186     | -94,9%  |
| Mg EBIT                    | 0,3%    | 1,4%    | 0,1%    | -1,3pp  |
| Gastos Financieros         | 4.898   | 5.320   | 4.287   | 19,4%   |
| EBT                        | -3.408  | -1.454  | -6.685  | -359,7% |

<sup>1</sup>El cálculo del EBITDA excluye gastos no recurrentes: €4,1m (2025), €2,2m (2024) y €2,6m (2023). Sobre el total de gastos no recurrentes reportados de €6,2m FY25, no se consideran en el ajuste €2m al estar incluidos en el resultado procedente de operaciones interrumpidas bajo aplicación de IFRS5.

Making Science alcanzó una cifra de negocios récord de €348,3m, (+28,4% interanual). La cifra de negocios fue 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 y el Reino Unido al consolidarse como reseller de Google en esos mercados.

El margen bruto cayó un 5,6pp interanual, principalmente como resultado de la composición del mix de producto, donde el crecimiento de USA y UK en actividades de reselling impulsan significativamente el crecimiento de las ventas aunque con una rentabilidad asociada menor, además el grupo se ha focalizado en mejorar la composición de clientes en el mercado de Georgia, lo que ha reducido el margen en esa geografía. Por su parte, el EBITDA ajustado se situó en €12,1m con un margen EBITDA recurrente del 3,5% (-1,4pp vs el año anterior).

Aunque el crecimiento acelerado de la facturación en líneas de negocio que asocian menores márgenes derivó en una caída del margen bruto, la empresa reporta un ratio de rentabilidad EBITDA/Margen Bruto relativamente estable de 18,9% (vs 20,3% en 2024, -1,4pp interanual) lo cual demuestra el estricto control de costes, especialmente en personal y otros gastos operativos (+3,7% y 3,5% interanual, respectivamente), muy por debajo del crecimiento de ingresos (+28,4% interanual). En este sentido, el grupo destaca el impulso en el uso propio de herramientas de IA para la optimización y eficiencia de sus procesos.

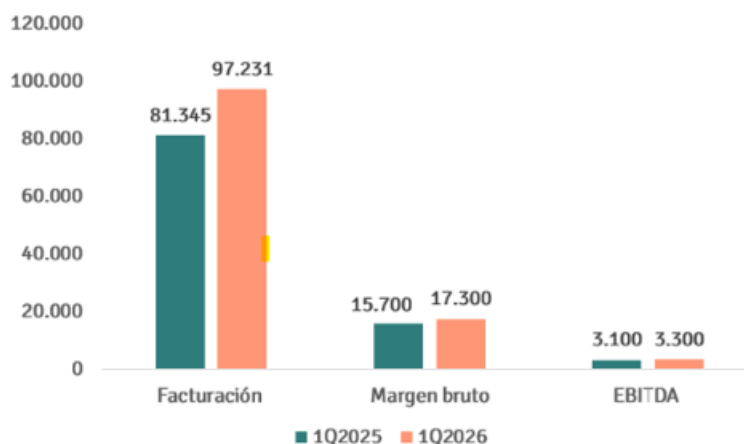
El EBIT se situó en €0,2m en 2025 vs €3,7m en 2024 (-94,9% interanual) afectado por los gastos no recurrentes relacionados con la optimización de plantillas en distintos mercados, operaciones corporativas (entrada de SOPEF II, apertura de nuevas oficinas, análisis de operaciones de M&A, operación de venta del negocio de 'Cloud y Ciberseguridad', entre otros). Lo que, sumado al elevado coste financiero, gastos financieros que se situaron en €4,3m (+19,4% interanual, tipo de interés medio del 8,7%) y al deterioro al fondo de comercio de Ventis S.RL por €2,5m penalizaron significativamente la cuenta de resultados y contribuyeron a otro año de pérdidas antes de impuesto por operaciones continuadas de -€6,7m (vs -€1,4m en 2024).

El resultado del ejercicio procedente de operaciones interrumpidas se situó en €32,6m, destacando las ganancias por la venta de la línea de negocio de 'Cloud y Ciberseguridad' por €30,8m. Consecuentemente, el resultado del ejercicio se situó en €25m (vs -€1,4m en 2024).

Los ingresos alcanzado en el 1T del 2026 se situaron en €97,2m (+19,5% con respecto al mismo periodo del año anterior), impulsado por los clientes de reselling en US y UK más el crecimiento de la actividad de servicios y en nuevos países. El EBITDA recurrente se situó en €3,3m con un margen EBITDA de 3,4% (vs 3,8% en 1T 2025). La empresa

reporta un ratio de rentabilidad EBITDA/Margen Bruto que se mantiene estable cercano al 20%.

Resultados 1T 2026 (miles de €)\*



\*Estas cifras no incluyen el negocio vendido a Lutech y es homogénea para los años 2025 y 2026.

## Endeudamiento y Cobertura

- Disminución significativa del nivel de endeudamiento FY25.

La deuda financiera total ajustada alcanzó un total de €54,1m, un 26% por debajo del año anterior. Esta reducción responde principalmente con el cumplimiento natural del calendario de amortizaciones de la compañía y a la amortización anticipada del préstamo sindicado por un monto de €7,9m. Este préstamo estaba sujeto al cumplimiento de determinados ratios financieros, donde el incumplimiento llevo a pago anticipado en abril del 2025, en lugar del vencimiento original en abril del 2028. Este préstamo sindicado fue reemplazado por un préstamo bilateral de €5m, a tres años con un mejor coste financiero (Euribor 6M + 2,251%).

### Cálculo DFN/EBITDA. Miles de €.

|  | FY23          | FY24          | FY25          | 25vs24        |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Obligaciones y otros                               | 11.820        | 0             | 0             | -             |
| Préstamos  | 8.493         | 17.741        | 7.458         | -58,0%        |
| Confirming   | 15.612        | 16.743        | 17.577        | 5,0%          |
| Pólizas de crédito y otros préstamos               | 4.092         | 3.922         | 2.995         | -23,6%        |
| Arrendamientos financieros                         | 10.167        | 8.323         | 5.350         | -35,7%        |
| Otros (líneas de descuento y anticipo de clientes) | 1.709         | 2.602         | 3.718         | 42,9%         |
| Otros pasivos financieros <sup>1</sup>             | 7.080         | 6.073         | 5.490         | -9,6%         |
| <b>DFT Reportada</b>                               | <b>58.973</b> | <b>55.404</b> | <b>42.587</b> | <b>-23,1%</b> |
| Deuda financiera vía grupo <sup>2</sup>            | 10.859        | 7.242         | 3.500         | -51,7%        |
| Factoring sin recurso                              | 13.317        | 10.414        | 7.989         | -23,3%        |
| <b>DFT Ajustada</b>                                | <b>83.149</b> | <b>73.060</b> | <b>54.077</b> | <b>-26,0%</b> |
| Caja   | 19.541        | 19.815        | 29.698        | 49,9%         |
| Inversiones financieras a corto plazo              | 453           | 2.284         | 4.739         | 107,4%        |
| <b>DFN Ajustada</b>                                | <b>63.154</b> | <b>50.961</b> | <b>19.640</b> | <b>-61,5%</b> |
| EBITDA   | 8.526         | 13.215        | 12.099        | -8,4%         |
| <b>DFN/EBITDA Ajustado</b>                         | <b>7,4x</b>   | <b>3,9x</b>   | <b>1,6x</b>   | <b>-2,3x</b>  |

<sup>1</sup> 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. <sup>2</sup> 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.

El reforzamiento de la posición de efectivo y equivalentes, principalmente tras la venta de la línea de negocio 'Cloud y Ciberseguridad', contribuyó a situar la deuda financiera neta en €19,6m, un 61,5% por debajo del año anterior. Lo que permitió la reducción significativa del ratio de endeudamiento ajustado (DFN/EBITDA), situándose en un nivel controlado de 1,6x, -2,3x vs 2024.

La reducción del nivel de endeudamiento también permitió también una ligera mejora en la cobertura de intereses, aunque aún en un nivel que consideramos bajo de 2,8x (+0,3x 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 2025 (por ejemplo, cancelación anticipada del préstamo sindicado).

## Análisis de Flujo de Caja

- FCF positivo apoyado en la venta del negocio de 'Cloud y Ciberseguridad'.

| Cash flow. Miles de €.         |         |         |         |         |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|
|                                | FY23    | FY24    | FY25    | 25vs24  |
| FFO                            | 2.483   | 5.876   | 3.344   | -43,1%  |
| +/- variación WK               | -2.903  | -6.362  | 11.796  | 285,4%  |
| CF Operativo                   | -420    | -486    | 15.140  | 3215,5% |
| CF Inversión                   | -6.169  | -7.266  | 10.908  | 250,1%  |
| Arrendamientos operativos      | -1.828  | -2.538  | -2.436  | 4,0%    |
| CF Libre Ajustado              | -8.416  | -10.290 | 23.612  | 329,5%  |
| +/- variación patrimonio       | -4.122  | 16.733  | 1.000   | -94,0%  |
| - Dividendos                   | -       | -       | -       | -       |
| CF Final Generado Internamente | -12.538 | 6.443   | 24.612  | 282,0%  |
| +/- variación deuda            | 441     | -6.169  | -15.196 | -146,3% |
| +/- tipo de cambio             | 290     | -       | 468     | -       |
| Variación neta en caja         | -11.807 | 273     | 9.884   | 3516,7% |
| Caja inicial                   | 31.348  | 19.541  | 19.814  | 1,4%    |
| Caja final                     | 19.541  | 19.814  | 29.698  | 49,9%   |

En 2025, Making Science redujo la generación de fondos procedentes de las operaciones hasta €3,3m (-43,1% interanual), reflejando una menor contribución operativa respecto al ejercicio anterior. No obstante, la evolución del working capital mostró una mejora muy significativa, apoyada principalmente en acreedores comerciales y otras cuentas a pagar (+€7,7m), con una variación positiva en el working capital de €11,8m (vs -€6,4m en 2024), impulsando el CFO hasta €15,1m, multiplicando por más de 30 veces el nivel registrado en 2024 (-€0,5m).

Por su parte, el CF de inversión ajustado se situó en €10,9m (vs -€7,3m en 2024). Aunque la empresa continuó enfocada en inversiones para el desarrollo tecnológico, coherentes con su estrategia de fortalecimiento de capacidades en IA y transformación digital, el CFI incluye el resultado de las operaciones de desinversión del negocio de 'Cloud y Ciberseguridad' (efecto neto de +€23,4m). En este contexto, el FCF Ajustado alcanzó los €23,6m (+329,5% interanual), lo que permitió una significativa reducción de deuda (-€15,2m).

Finalmente, la generación neta de caja ascendió a €9,9m frente a €0,3m en 2024, permitiendo elevar la posición de efectivo y equivalentes hasta €29,7m a cierre de 2025 (+49,9% interanual), reforzando de forma significativa la liquidez y flexibilidad financiera del grupo.

## Capitalización

- Capitalización reforzada en base a la ganancia tras la desinversión realizada.

El activo total se situó en €183,3m a cierre 2024 (+6,2% interanual), se destaca el elevado componente del intangible (35% s/total activo) del cual el fondo de comercio de las empresas adquiridas alcanza un monto de €51,5m (28,1% s/total activo) a cierre 2025. La relevancia del inmovilizado intangible supone un riesgo significativo ante potenciales deterioros que puedan afectar la situación patrimonial del grupo (deterioro de Ventis por €2,5m FY25). El resto del activo se encuentra principalmente representado por deudores (36,1% s/total activo) y la posición de efectivo y equivalentes (16,2% s/total activo). La partida de efectivo y equivalentes es la principal responsable del incremento en el activo corriente, con un incremento del 49,9% interanual, crecimiento derivado principalmente de la desinversión realizada en la línea de negocio 'Cloud y Ciberseguridad' y el correspondiente pago inicial recibido en el 2025.

A cierre del 2025, el patrimonio neto del grupo se situó en €44,5m, +45,1% por encima del año anterior, favorecido por la ganancia asociada con la venta de la línea de 'Cloud y Ciberseguridad'. Esto, en combinación con la reducción significativa de la deuda financiera bruta ajustada (-26% interanual) permitió la mejora significativa de los niveles de capitalización del grupo (PN/DFT ajustado) situándose en un nivel satisfactorio de 82,3%, +40,3pp vs 2024.

## Liquidez

- Buen perfil de refinanciación y elevada liquidez.

A cierre 2025, la empresa mantiene un saldo de deuda financiera con vencimiento en el corto plazo de €36,3m, el cual incluye un saldo de €24,3m 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 que la generación recurrente de CFO sumado al efectivo y equivalentes disponible (€29,7m a cierre 2025), se estima será suficiente para atender las obligaciones de deuda restantes en el corto plazo, así como el capex de mantenimiento y dividendos propuestos.

## 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 €. |         |         |         |
|-------------------------------------|---------|---------|---------|
|                                     | FY24    | FY25    | 25vs24  |
| Facturación                         | 271.324 | 348.292 | 28,4%   |
| EBITDA <sup>1</sup>                 | 13.215  | 12.099  | -8,4%   |
| Margen EBITDA                       | 4,9%    | 3,5%    | -1,4pp  |
| EBIT                                | 3.681   | 186     | -94,9%  |
| Margen EBIT                         | 1,4%    | 0,1%    | -1,3pp  |
| EBT                                 | -1.454  | -6.685  | -359,7% |
| Total Activo                        | 172.608 | 183.277 | 6,2%    |
| Patrimonio Neto                     | 30.664  | 44.481  | 45,1%   |
| Deuda Financiera Total <sup>2</sup> | 73.060  | 54.077  | -26,0%  |
| Deuda Financiera Neta <sup>2</sup>  | 50.961  | 19.640  | -61,5%  |
| PN/DFT                              | 42,0%   | 82,3%   | 40,3pp  |
| DFN/EBITDA                          | 3,9x    | 1,6x    | -2,3x   |
| FFO                                 | 5.876   | 3.344   | -43,1%  |
| FFO/DFN                             | 11,5%   | 17,0%   | 5,5pp   |
| EBITDA/Intereses                    | 2,5x    | 2,8x    | 0,3x    |

<sup>1</sup> El cálculo del EBITDA excluye gastos no recurrentes: €4,1m (2025) y €2,2m (2024). <sup>2</sup> Deuda financiera ajustado por factoring sin recurso: €7,9m (2025) y €10,4m (2024).

## Credit Rating

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

## Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Una mejora podría ser la combinación de los siguientes factores: un contexto económico favorable que permita que empresas incrementen sus presupuestos de marketing y transformación digital, mayor aceleración en la adopción de IA y data analytics, entre otros que se materialice en un aumento de la demanda de servicios. A modo de orientación, la mejora de los niveles de endeudamiento (DFN/EBITDA por debajo de 1,5x, FFO/DFN superior al 30% y EBITDA/intereses por encima de 4,5x en promedio). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT por encima del 95% en promedio) y/o una puntuación ESG de la empresa entre 0 y 1,5, correspondiente a una calificación ESG superior, podrían mejorar la calificación.

- **Factores negativos en el largo plazo (↓)**

No consecución de los objetivos marcados en proyecciones, que indiquen cualquier desviación a las estimaciones actuales (por ejemplo, operaciones de M&A con alto apalancamiento). A modo de orientación, el deterioro de los niveles de endeudamiento estimados (DFN /EBITDA por encima de 3,0x, FFO/DFN por debajo del 20% y EBITDA/intereses por debajo de 3,0x en promedio). Empeoramiento de la autonomía financiera (PN/DFT por debajo del 65% en promedio) podrían ser indicativo de una bajada de la calificación otorgada.

## 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 considered 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 bear 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/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid