



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable

Initiation date 03/08/2021
Rating date 07/05/2024

Contacts

Lead analyst
Claudia Berrios
claudia.berrios@ethifinance.com

Committee chair
Guillermo Cruz Martinez
guillermo.cruz@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 estimado <3x), ventajas competitivas consolidadas (proveedor integral) y una diversificación de negocio favorable a nivel geográfico y de clientes.
- Por otro lado, la calificación se ve limitada por el tamaño actual de la empresa en una industria altamente atomizada, 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 <4x en promedio).
- Según nuestra metodología, el sector de Media & telecommunications presenta un riesgo ESG medio a 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 €6,4m y un margen EBITDA del 2,7%. El ratio de DFN/EBITDA se situó a cierre de 2023 en 7,1x. 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 €75,35m al 26/04/2024.

Limitantes

El presente informe ha sido elaborado con la siguiente limitación:

- No se tuvo acceso al Estado de Información No Financiera 2023, por lo que el análisis de los factores ESG de la compañía permanecen en base a la información del 2022 y 2021.

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 portfolio 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, con volatilidad media-baja. Las barreras de entrada son moderadas 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 todos los sectores, en los que el asesoramiento de consultoras toma especial importancia.

- El sector tiene una exposición media-bajo a ESG (sector heatmap score entre 2,0 y 2,9).

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 (certificaciones Google Marketing Platform y Google Cloud Platform), Facebook, Amazon, y Salesforce, lo que además le permite aprovechar el crecimiento de estas plataformas para su propio crecimiento. 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, no entra en competición directa con las grandes empresas consultoras generalistas y/o de publicidad.

- Buena diversificación de ingresos a nivel geográfico y de clientes.

La concentración de ingresos en el segmento de 'medios' (77,9% de las ventas de 2022), el cual asocia bajos márgenes de rentabilidad dado que incluye servicios de compra y venta de espacios publicitarios online y gestión de campañas, penaliza los márgenes de rentabilidad del grupo. Sin embargo, esta línea de negocio se considera un habilitador a través de cual se genera un acercamiento al cliente, lo que favorece a la venta cruzada; mientras que la línea de negocio 'tecnología & servicios' (22,1% de las ventas de 2022) es la responsable de la rentabilidad del grupo. A nivel geográfico, el 57,5% de las ventas en 2023 fue generado en el mercado doméstico. El grupo tiene como objetivo tener una presencia cada vez más global, lo cual potencia a través de operaciones de M&A, actualmente con presencia en 15 países. A nivel de clientes, se destaca una base amplia, con clientes de reconocido prestigio y de distintos sectores (Inditex, BBVA, Santander, Samsung, Lancome, RIU, Vodafone, entre muchos otros) junto a una favorable diversificación de ingresos (el top-20 representa el 37,0% sobre el margen bruto), no existiendo ningún cliente que concentre más del 7,0% de las ventas.

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 actual, aunque con medidas 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. 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 por debajo de 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 2,80). 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 2022, la empresa se caracterizaba por tener

buenas políticas de gobierno corporativo con presencia de miembros independientes en el Consejo de Administración, así como priorización de políticas de ESG y del código de conducta.

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% vs 2022 destacando la evolución positiva en ambos mercados: el español (+12,0% interanual) y el internacional (+12,6% interanual). Durante 2023, la empresa aceleró el crecimiento orgánico reforzando y contratando equipos para fortalecer el negocio, consecuentemente el gasto de personal aumentó significativamente (18,3% s/ventas en 2023 vs 15,9% en 2022) lo que generó una contracción del EBITDA, situándose en €6,4m (21,8% por debajo del reportado en 2022), junto con un menor margen EBITDA del 2,7% (-1,2pp 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 (el 49% de la deuda con entidades de crédito y obligaciones y otros valores negociables se financia mediante tipos de interés variable), 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% (+0,7pp vs 1T 2023) derivado principalmente de la consolidación de eficiencias operativas y la incorporación de nuevos negocios y clientes. De cara al ejercicio 2024, se estima la evolución positiva de la empresa con ventas 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 durante los próximos años.**

El incremento de la deuda financiera neta ajustada (+31,8% interanual), tras la disminución del efectivo y equivalentes (-37,7% interanual), junto a la penalizada evolución del grupo a nivel de EBITDA (-21,8% interanual), deterioró el ratio de endeudamiento (DFN/EBITDA) significativamente, a niveles elevados de 7,1x +2,9x vs 2022. Por su parte, la cobertura de intereses disminuyó a 1,4x (-2,5pp 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 encuentra el grupo marcado por el crecimiento inorgánico y la mayor contratación e inversión en personal. De cara a los próximos ejercicios, se espera la consolidación en resultados de mayores eficiencias operativas y de las inversiones realizadas, lo que permitiría disminuir progresivamente los niveles de endeudamiento. Adicionalmente, destacamos que con fecha 26 de enero de 2024 el Consejo de Administración del grupo ha aprobado una ampliación de capital de la sociedad dominante por importe de hasta €7m de cara a reforzar la estructura financiera del grupo y que junto con mayor volumen de negocio y eficiencias operativas, permitirán a Making Science alcanzar ratios más favorables a nivel de endeudamiento (DFN/EBITDA estimado ~2,5x en 2024) y cobertura de intereses (EBITDA/intereses estimado alrededor de ~4,0x en 2024).

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, se excluye operaciones de M&A.

Capitalización

- **Media autonomía financiera sujeta a la ampliación de capital.**

Making Science continua bajo una estructura de financiación caracterizada por un ajustado nivel de autonomía financiera (PN/DFT) del 24,6% a cierre 2023, 9,3pp 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, de completar la ampliación de capital en el 2T del 2024, la autonomía financiera se situaría en niveles medios cercanos al ~50% lo que fortalecería significativamente la posición financiera del grupo, todo ello en base a una ampliación de capital de mínimo €3m.

Liquidez

- Buena liquidez.

El grupo tiene un total de vencimientos en el corto plazo de €42,8m, dentro del cual se incluye: i) bono por €11,8m con vencimiento en octubre de 2024, para el cual ya se ha iniciado un plan de recompra del bono a sus tenedores, con tesorería del grupo. Adicionalmente, la empresa está formalizando un crédito sindicado por importe de €12m duración de 4 años con vencimientos semestrales. ii) Financiación del circulante por €21,4m el cual se renueva de forma tácita. iii) con el restante principalmente repartido entre deudas por aplazamiento de pagos y earn-outs derivado de las adquisiciones realizadas, saldos que serán pagados con la operativa del grupo. Con todo ello, el CFO estimado (€6,7m en 2024) sumado al efectivo y equivalentes disponible a cierre 2023 (€19,5m) hacen prever que Making Science no presentará dificultades para atender las obligaciones restantes de deuda en el corto plazo, así como el capex de mantenimiento. Desde EthiFinance Ratings, aunque entendemos que, por la naturaleza de la empresa y del sector, la misma puede completar nuevas adquisiciones (+ crecimiento inorgánico), consideramos que la liquidez no se verá penalizada por la estructura en la que estás son normalmente realizadas (mezcla de tesorería, instrumentos de patrimonio, aplazamiento de pagos y/o contraprestación variable).

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 €.¹			
	FY22	FY23	23vs22
Facturación	210,132	235,766	12.2%
EBITDA	8,167	6,388	-21.8%
Margen EBITDA	3.9%	2.7%	-1.2pp
EBIT	4,142	1,349	-67.4%
Margen EBIT	2.0%	0.6%	-1.4pp
EBT	966	-2,593	-368.5%
Total Activo	151,108	144,936	-4.1%
Patrimonio Neto	22,205	15,891	-28.4%
Deuda Financiera Total²	65,522	64,578	-1.4%
Deuda Financiera Neta²	34,174	45,037	31.8%
PN/DFT	33.9%	24.6%	-9.3pp
DFN/EBITDA	4.2x	7.1x	2.9x
FFO	6,234	1,609	-74.2%
FFO/DFN	18.2%	3.6%	-14.7pp
EBITDA/Intereses	3.9x	1.4x	-2.5x

Cuentas consolidadas no auditadas a cierre de diciembre del 2023. 1Las cuentas anuales consolidadas correspondientes al ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2023, son las primeras que el grupo ha preparado de conformidad con las NIIF-UE. Los saldos a cierre 2022 se han re-expresado bajo NIIF-UE. 2Deuda financiera ajustada: deudas con entidades de crédito+ obligaciones y otros valores negociables+ arrendamientos+ deudas con empresas del grupo y asociadas.

Credit Rating

Credit Rating	
Perfil Negocio	BB
<i>Análisis Sectorial</i>	<i>BB+</i>
<i>Ajuste ESG</i>	<i>Neutro</i>
<i>Posicionamiento Competitivo</i>	<i>BB</i>
<i>Governance</i>	<i>BB</i>
Perfil Financiero	BB-
<i>Cash flow y endeudamiento</i>	<i>BB-</i>
<i>Capitalización</i>	<i>B+</i>
<i>ESG Compañía</i>	<i>Neutro</i>
Anchor Rating	BB
<i>Modificadores</i>	<i>No</i>
Rating	BB

Análisis Sensibilidad

- Factores positivos en el largo plazo (↑)

Mejora de los niveles de endeudamiento (DFN/EBITDA por debajo de 1,5x, FFO/DFN superior al 35% y EBITDA/intereses por encima de 5,5x en promedio). Incremento de la autonomía financiera (PN/DFT por encima del 55% en promedio).

- Factores negativos en el largo plazo (↓)

Deterioro de los niveles de endeudamiento (DFN/EBITDA por encima de 3,0x, FFO/DFN por debajo del 20% y EBITDA/intereses por debajo de 3,5x en promedio). Empeoramiento de la autonomía financiera (PN/DFT por debajo del 40% 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
- 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 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. 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