

# MAKING SCIENCE

Iván San Félix Carbajo  
Equity Research Analyst

26 de abril de 2022

## Making more intelligent businesses

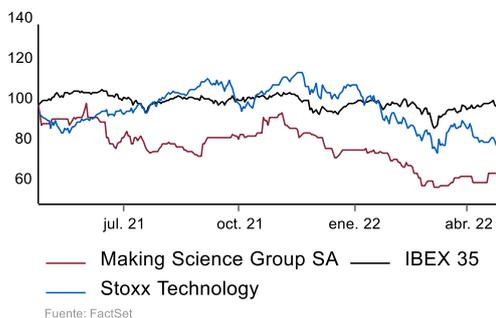
### SOBREPONDERAR

**Precio objetivo:** 24,80 eur

**Precio actual:** 20,50 eur

**Potencial:** 21,0 %

#### Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	5%	-13%	-34%
Relativo	2%	-14%	-33%

#### MAKS.MC / MAKS ES

Capitalización (mln eur)	159,3
Nº acciones (mln)	7,8
Free Float	4,6%
Vol. día (mln eur)	0,0
Mín/Máx 12 meses (eur)	18,00 - 32,50
Revalorización YTD	-14,6%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	n.a.	n.a.	n.a.

	2020	2021e	2022e
PER	39,1x	n.a.	77,9x
VE/EBITDA	22,6x	n.a.	28,8x
VE/Ventas	1,7x	1,8x	1,1x
P/VC	34,9x	19,1x	4,8x
DN/EBITDA	n.a.	n.a.	9,2x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	0,6%	-18,4%	-42,6%
ROCE	64,8%	0,1%	4,8%
ROE	89,2%	-18,9%	6,2%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

#### Una historia de crecimiento

Making Science se fundó en 2016 como un grupo integrado de tecnología y marketing con el foco puesto tanto en crecer orgánicamente como vía adquisiciones. En 2019 comenzó su expansión internacional, que se intensificó a partir de 2020 cuando comenzó a cotizar en "BME Growth". Desde entonces, ha adquirido más de 10 compañías, casi todas europeas.

#### Mercado atractivo con grandes oportunidades

Su actividad se centra en 4 áreas de negocio: marketing digital, análisis de datos, Ecommerce y soluciones en la nube, siendo las dos primeras las más relevantes. Se espera que estos mercados sigan creciendo a tasas de doble dígito apoyados por la fuerte demanda de digitalización.

#### Acuerdos estratégicos y desarrollo de tecnología propia

Making Science tiene plena capacidad para ser proveedor único ayudando al cliente a optimizar su estrategia de publicidad digital en toda la cadena de valor. Los acuerdos estratégicos con las principales plataformas, entre las que destaca el de Google, y la complementariedad de su oferta con el desarrollo tecnológico propio suponen una clara ventaja competitiva y le permiten captar y retener a los clientes más exigentes.

#### Objetivos, financiación, nuevas adquisiciones

El objetivo de Making Science es convertirse en uno de los 10 mayores grupos globales de publicidad digital, siendo actualmente un competidor relevante en Europa. Para alcanzar dicho objetivo, Making Science necesitará continuar con su proceso de adquisición e integración de nuevas compañías que le den acceso a la mayoría de los principales mercados. La compañía captará nuevos fondos y destinará unos 40 mln eur para realizar compras que realizará en 2022 y 2023. La carrera hacia el Top 10 (o Top 5) será a medio y largo plazo y para ello consideramos que más adelante necesitará fondos adicionales y una presencia más relevante en EEUU, el mayor mercado del mundo.

#### Conclusión: Iniciamos cobertura con P.O. 24,8 eur/acc. y recomendación de SOBREPONDERAR.

Valoramos Making Science mediante el método de Suma de Partes por DCF.

mln eur (PF)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Ventas	18,8	35,5	60,5	118,4	209,0	258,3
EBITDA	1,5	2,2	4,6	1,8	8,0	9,9
Margen (%)	8,0%	6,1%	7,5%	1,5%	3,8%	3,9%
EBITDA consenso	1,5	2,2	4,6			
Bº neto	-2,4	1,3	2,6	-1,8	2,0	3,0
BPA (eur)	-0,60	0,19	0,36	-0,24	0,26	0,39
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-1,7	0,0	0,6	-33,7	-66,7	-50,9
DFN + / Caja neta -	1,6	1,2	2,7	28,0	73,8	117,7

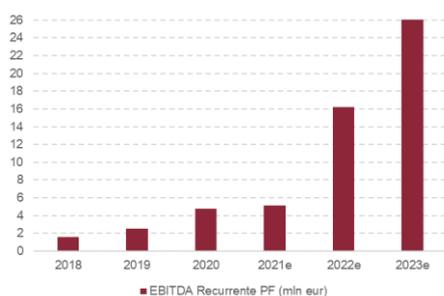
P&G orgánico PF. DFN asume adquisiciones y sus compromisos de pago "earnouts" correspondientes.

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Making Science en una página

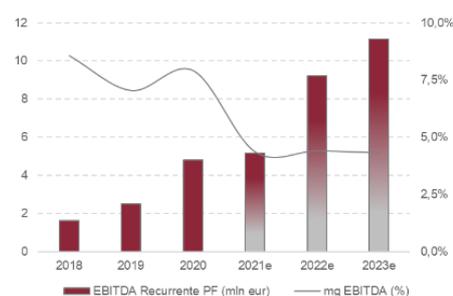
Making Science nació en 2016 mediante la integración de The Science of Digital, fundada por José Antonio Martínez, y Make Marketing y Comunicación. Se fundó con la visión de crear un grupo integrado de tecnología y marketing y con vocación de crecer tanto de forma orgánica como inorgánica. En 2020 salió a cotizar en BME Growth y desde entonces ha adquirido más de 10 empresas, principalmente en Europa, en donde ya es un competidor relevante. El objetivo del grupo es convertirse en una de las 10 mayores empresas de publicidad digital del mundo y para ello seguirán adquiriendo compañías y ampliando su presencia en casi todos los principales mercados del mundo.

### EBITDA Rec. PF incluyendo adquisiciones



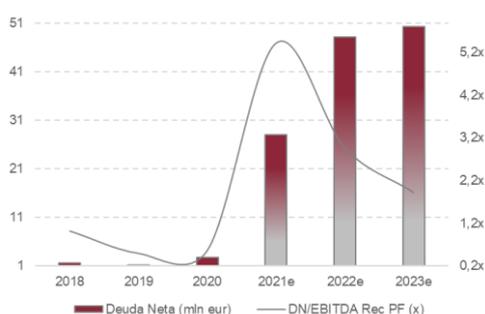
Fuente: Making Science y estimaciones Renta 4 Banco.

### Evolución del EBITDA Rec. PF y margen



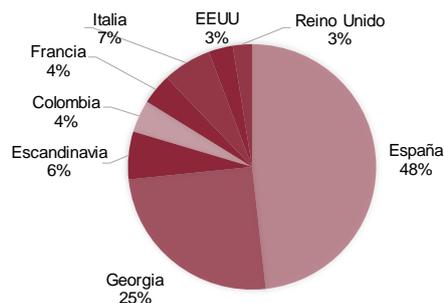
Fuente: Making Science y estimaciones Renta 4 Banco

### DFN y DFN/EBITDA Rec. PF Incl. Adquisiciones



Fuente: Making Science y estimaciones Renta 4 Banco.

### Nº de empleados por país



Fuente: Making Science

### Tesis de inversión

- 1- Mercado con fuerte crecimiento de la demanda, buenas posibilidades de expansión geográfica y de adquisición de compañías.
- 2- La combinación de acuerdos estratégicos con las principales plataformas, que ofrecen una tecnología exclusiva, y su integración con los desarrollos propios actúa de ventaja competitiva y le permite acceder a los clientes que demandan los servicios más exigentes.
- 3- El objetivo es convertirse en una de las 10 mayores compañías de publicidad digital del mundo. Actualmente tiene un posicionamiento relevante en el mercado europeo. Para llegar a su objetivo, necesita ampliar significativamente su presencia en EEUU, Asia (India) y algunos de los mercados más importantes de Europa como Alemania o Países Bajos.
- 4- Making Science va a captar fondos y va a utilizar en torno a 40 mln eur para continuar su proceso de adquisición e integración de compañías. Esperamos que utilice estos fondos en los dos próximos años.

### Catalizadores

- 1- Gran demanda de digitalización.
- 2- Acuerdos estratégicos con las principales plataformas de publicidad y capacidad tecnológica propia para complementar la oferta.
- 3- Gran capacidad de crecimiento, tanto a nivel orgánico como vía adquisiciones, segmento en el que seguirá siendo muy activo.

### Riesgos

- 1- Pérdida de posición de privilegio con las plataformas, especialmente Google.
- 2- Disrupción tecnológica y devaluación de precios en el sector.
- 3- Ejecución de adquisiciones e integraciones.
- 4- Pérdida de directivos clave, principalmente José Antonio Martínez.

## Índice

<b>1. Making more intelligent businesses</b> .....	4
1.1. Inicios.....	4
1.2. Descripción .....	5
1.3. Posicionamiento de Making Science.....	8
1.4. Clientes: Captación, conversión, antigüedad, recurrencia .....	11
<b>2. Equipo directivo reconocido</b> .....	13
<b>3. Accionariado</b> .....	14
<b>4. Análisis DAFO</b> .....	14
<b>5. Evolución de resultados</b> .....	16
<b>6. Programa de incentivos a largo plazo que dependerá de la valoración del grupo</b> .....	18
<b>7. ¿Hacia dónde quiere ir Making Science?</b> .....	19
<b>8. Estructura de financiación de las adquisiciones</b> .....	20
<b>9. Nueva financiación para continuar realizando adquisiciones</b> .....	21
<b>10. Posición financiera. Apalancamiento elevado que tenderá a la baja</b>	21
<b>11. Estimaciones 2022 y 23e. Se mantiene el crecimiento elevado</b> .....	21
11.1 Evolución orgánica .....	21
11.2 Nuevas adquisiciones. Potencial e impacto en resultados.....	22
<b>12 Valoración</b> .....	23
12.1 DCF.....	23
12.2 Transacciones en el sector .....	26

# 1. Making more intelligent businesses

## 1.1. Inicios

**Making Science** nació en 2016 mediante la integración de **The Science of Digital**, fundada ese mismo año por José Antonio Martínez y centrada en la publicidad digital y el análisis de datos basados en tecnología Google, y **Make Marketing y Comunicación**, fundada en 2001 por Gonzalo Verdeja, liderada por Alvaro Verdeja y dedicada al marketing digital especialidad en SEO (publicidad orgánica, sin pago a la plataforma).

Making Science se fundó con la visión de crear un grupo integrado de tecnología y marketing y con vocación de crecer tanto de forma orgánica como inorgánica. Desde sus comienzos, el grupo ha ido integrando sociedades y entre **2017 y 2018** absorbieron 5 compañías: i2TIC, Crepes & Texas, MCentric, Making Science Digital Marketing y Probability Domain, las 3 últimas estando vinculadas a José Antonio Martínez. Entre **2018 y 2019** cerró dos acuerdos de alianza estratégica con Karma Network (Lisboa) e IKI Media (Barcelona). En **2019** comenzó a despegar la expansión internacional de Make Science y en noviembre se aprobó su incorporación al MAB (Mercado Alternativo Bursátil, ahora BME Growth) tras realizar una ampliación de capital de un 54% sobre el capital social.

Siendo una de las principales razones de la salida a bolsa tener una mayor capacidad para financiar nuevas adquisiciones, Making Science continuó incorporando sociedades. Desde que comenzara a cotizar, la compañía financia parte de las compras mediante el canje accionario. **Desde julio 2020**, Making Science ha incorporado Cloudforms (España), Onminaweb (Italia), el 51% de Celsius (Francia), Nara Media (Reino Unido) y 360 Conversion (EEUU). Las 3 últimas adquisiciones realizadas en **2021**, aprobadas en Junta, fueron Ventis (Italia), el 51% de Agua3 (España) y Sweeft Digital (Georgia), mientras que a finales de año adquirió un 7% de Local Planet. En **2022** de momento Making Science ha comprado ELLIOT, también con base en Georgia, y el 69,8% de United Communications Partners, dueña de Grupo Tre Kronor.

### Evolución del grupo – Creación y Adquisiciones



Fuente: Making Science.

## Adquisiciones desde 2020

Compañía	Fecha Consolidación	País	Segmento de negocio
 CloudForms	jul-20	España	Soluciones en la nube. Implantación tecnología Salesforce
 OMNIAWEB	oct-20	Italia	Marketing digital, Ecommerce, capacidades en Amazon
 nara	feb-21	Reino Unido	Marketing digital y aplicaciones de marketing
 CELSIUS	feb-21	Francia	Marketing digital y programática
 360 CONVERSION ANALYTICS	abr-21	EEUU	Analítica de datos, plataformas E-commerce
 ventis	may-21	Italia	Ecommerce. Marketplace propio
 ad machina	sep-21	España	Marketing digital. SEM
 sweeftdigital	sep-21	Georgia	Ecommerce, plataformas de pagos, desarrollo webs y apps
 localplanet	oct-21	Global	Red de agencias digitales de ámbito global
 <elliott/>	ene-22	Georgia	Marketing digital
 TREKRONORMEDIA	feb-22	Escandinavia	Marketing digital

Nota: Nara adquirida al 51%. Opción de compra 49% restante. Local Planet, compra inicial 7%.

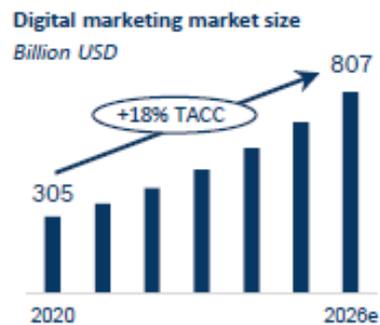
Grupo Tre Kronor: Adquisición 69,9% de United Communications Partners, matriz de Grupo Tre Kronor y dueña de un 4,7% de Local Planet.

Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

## 1.2. Descripción

Making Science es un **proveedor integral de marketing y tecnología para empresas con desarrollo tecnológico propio y con acuerdos estratégicos con grandes compañías tecnológicas**. Su actividad está centrada en **4 áreas de negocio: marketing digital, análisis de datos, Ecommerce y soluciones en la nube (cloud)**. El alcance masivo de internet y la evolución tecnológica están llevando a las empresas a la necesidad de digitalizarse y de utilizar la tecnología como una herramienta competitiva. La explosión del uso de internet está llevando a una gran cantidad de sectores, si no todos, a la necesidad de sumarse a la transformación digital para adaptarse a la creciente demanda de productos y servicios mediante medios digitales por parte de los consumidores. Los directivos de las empresas son conscientes de la creciente necesidad para las empresas de digitalizar toda la cadena de valor y en el área de marketing surgen grandes oportunidades de desarrollo, con posibilidades en publicidad digital, para atraer la atención del cliente, analítica de datos, para optimizar la captación online y el desarrollo de activos digitales como soporte de la interacción del cliente, a través de plataformas de Ecommerce o páginas web, entre otros. Estas dinámicas del mercado están permitiendo al sector crecer a tasas anuales superiores al 20% que se han visto reforzadas por el Covid-19.

**Publicidad digital:** De las 4 áreas de negocio principales en las que opera Making Science, la publicidad digital es el **mercado que tiene el mayor tamaño**. Está previsto que la publicidad digital crezca a nivel global en torno a un 18% TAAC entre 2020 y 2026e hasta más de 800 mil mln USD.



Fuente: Expert Market Research, 2021. Datos Making Science.

En **España**, principal mercado de Making Science, la publicidad digital ya se sitúa como el principal canal y en 2021 atrajo casi 2.500 mln eur de inversión. En 4T 21 su cuota ascendía al 45% y superaba ampliamente a la TV, el segundo, con un 32%. Al igual que en la esfera global, en España la publicidad digital se ha visto fuertemente impulsada desde el inicio del Covid-19. Hace dos años, en 4T 19, su cuota era del 37% y ha sido el único canal en el que la inversión aumentó: +15% vs 4T 2019 mientras que el mercado ha cedido -5%.

Los **segmentos** de la publicidad digital son: **búsquedas, redes sociales, display, vídeo y clasificados**. Dentro de estos, los dos primeros suponen en torno a 2/3 del mercado y redes sociales es la que está creciendo a un mayor ritmo, superior al 20%. Los dos **principales proveedores tecnológicos en búsquedas y redes sociales** son **Google y Facebook**, con cuotas del mercado global de publicidad digital del 32% y 19%, respectivamente. La concentración en estos segmentos es elevada y crea cierta dependencia hacia estos proveedores. Esta condición, sin embargo, abre una oportunidad a las compañías especialistas en sus tecnologías. Por otro lado, el nivel de complejidad y variedad de las soluciones tecnológicas va en aumento, con cada vez un número mayor de compañías ofreciendo más servicios. Así, la capacidad de elegir e integrar las más adecuadas también supone una oportunidad para las empresas especializadas en marketing digital y tecnología.

**Analítica de datos:** Las empresas tienen acceso a una **cantidad de datos cada vez mayor** si bien se calcula que actualmente apenas analizan un 1% del total. Con el fuerte crecimiento de la demanda de datos previsto, en torno a **+26% TAAC entre 2019 y 2026e**, y el limitado uso actual, cobra especial relevancia saber interactuar con ellos. En este contexto resulta clave que las compañías puedan desarrollar una estrategia en analítica de datos para poder aprovecharlos y utilizarlos en todas las áreas de la cadena de valor y mejorar la toma de decisiones. En el ámbito del marketing, pueden optimizar la inversión en publicidad digital y convertir el análisis de datos y Big Data en una ventaja competitiva.

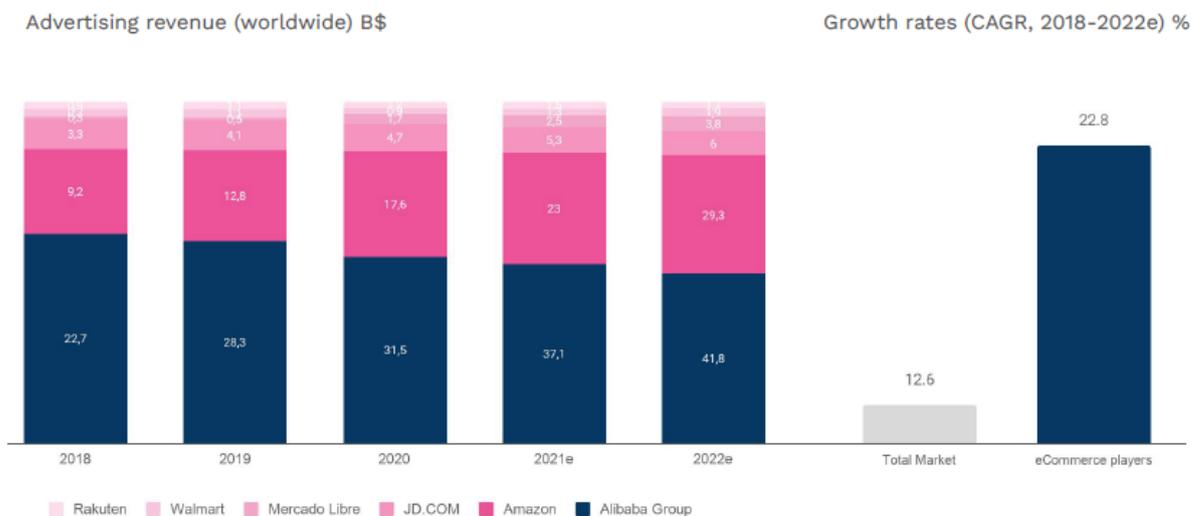


Fuente: Market Research Future, 2021. Datos Making Science.

**Ecommerce:** El mercado de venta por internet crece por encima del 20% a nivel mundial. La apuesta por la **venta online** ha pasado a ser **clave para la mayoría de las grandes compañías** de casi cualquier sector y cada vez gana más peso dentro de los canales de venta. Resulta una gran oportunidad poder desarrollar o ser experto en activos digitales como páginas web, plataformas de Ecommerce, sistemas de gestión de la relación con clientes (CRM) o de planificación de recursos empresariales (ERP) para maximizar la activación, medición y almacenamiento de datos, que se están virtualizando, o pasando a la nube (tecnología cloud). El **almacenamiento de datos en la nube (Cloud)** lleva años creciendo en torno al 20% a nivel mundial y se espera que se mantenga cerca de este nivel hasta 2025e. En España la demanda para almacenar los datos físicos a un entorno en la nube también está creciendo con fuerza y esta dinámica debería continuar en casi todos los sectores.

En el **siguiente gráfico** podemos ver los **datos y previsiones de los ingresos publicitarios de las principales plataformas de E-Commerce a nivel mundial**. La principal plataforma sería **Alibaba**, con ingresos 2021e de 37,1 mil mln USD, seguido de **Amazon**, con 29,3 mil mln USD. Aunque el gráfico no está a escala, a la derecha podemos ver que el crecimiento previsto de la publicidad en plataformas de Ecommerce está duplicando el de medios tradicionales, al superar el 20%.

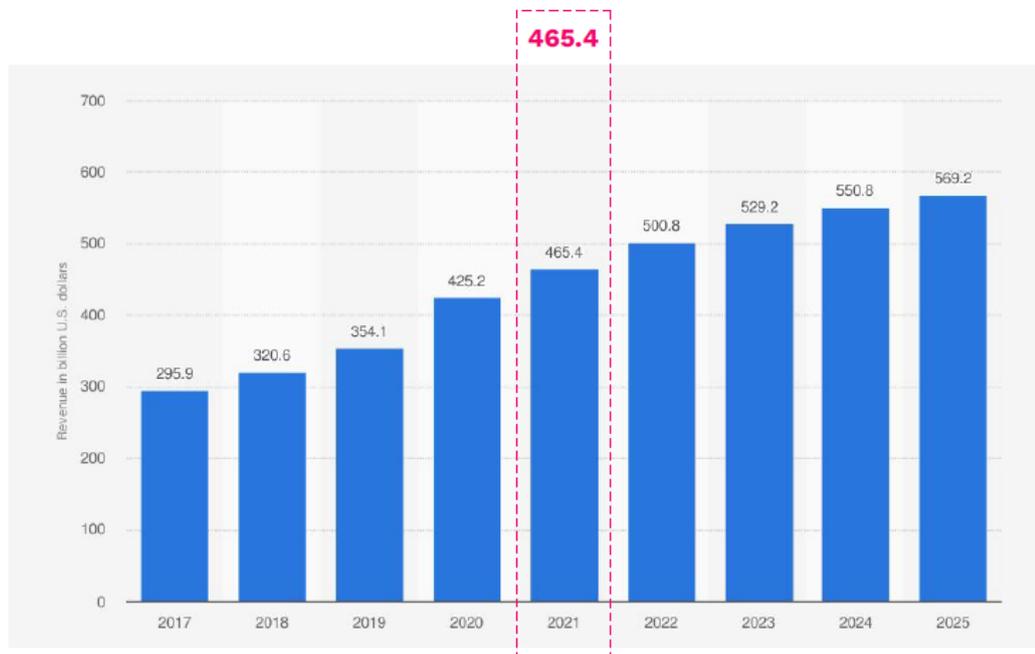
### Publicidad mundial plataformas Ecommerce (tamaño de mercado y crecimiento)



Fuente: Statista & Media Outlook, 2021. Datos Making Science.

**Para acelerar su entrada en Ecommerce, Making Science adquirió Ventis** en mayo 2021, una plataforma italiana desde la que la compañía está **exportando sus productos al resto de los mercados** en los que tiene presencia utilizando y combinando oferta con tecnología propia, como las herramientas Nilo o Shoptize. Ventis también actúa como **banco de pruebas** a través del cual el equipo de Making Science puede crear nuevos desarrollos para acelerar el proceso de digitalización de las compañías. Creemos que a través de Ventis Making Science va a poder capturar de forma más efectiva las grandes oportunidades de crecimiento que presenta el Ecommerce en sus mercados. A continuación presentamos los **datos y previsiones del mercado de Ecommerce en Europa hasta 2025**, la principal región para Making Science. Se espera un crecimiento de +5,1% TAAC para los 4 próximos años hasta 2025e.

## Datos y previsiones de ingresos Ecommerce Europa



Fuente: Statista 2021 Europe. Datos Making Science.

### 1.3. Posicionamiento de Making Science

Actualmente Making Science es un **operador relevante en el mercado europeo con plena capacidad para ser proveedor único del cliente** gracias a la integración de sus equipos, su capacidad para ofrecer soluciones tecnológicas propias y sus acuerdos en plataformas tecnológicas con proveedores líderes como Google o Amazon, Hubspot, Salesforce, u otros.

Making Science **pretende ser el proveedor estratégico de sus clientes ofreciendo una oferta completa de servicios de marketing y tecnología**. La compañía está capacitada para acompañar al cliente en todas las fases de la cadena de valor y para ello ofrece servicios a medida para maximizar la conversión en ventas.

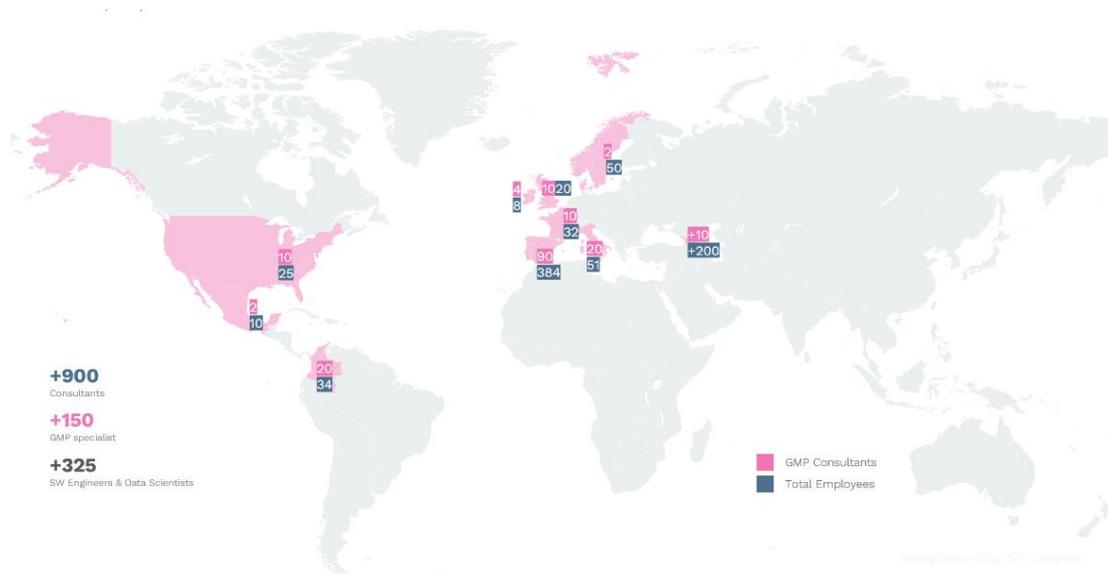
Entre los **servicios de publicidad digital** que ofrece destacamos la **consultoría de publicidad de pago** para optimizar campañas en buscadores (SEM, Search Engine Marketing, principalmente Google), redes sociales (Facebook), medios digitales (Unidad Editorial) y otras plataformas (Amazon, Youtube) para maximizar la conversión de la inversión publicitaria en ventas. Además, ofrece **consultoría orgánica** (sin pago a la plataforma) en buscadores (SEO, Search Engine Optimization) y redes sociales. Por otro lado, ofrece servicios de **consultoría en creación de contenidos** como diseño de imagen de marca, experiencia de usuario en páginas web y estrategia de contenidos de activos digitales (página web, plataforma Ecommerce) para maximizar su impacto digital, el tráfico en la web y las ventas. Para completar sus servicios de publicidad digital, Making Science ofrece servicios de agencia de medios y tecnología intermediando en la compra de espacio publicitario digital y tecnología para revenderlo a sus clientes.

El grupo **combina la publicidad digital con la analítica de datos**. De esta última ofrece servicios de implementación de tecnología (Google Analytics 360) y de consultoría en medición de datos publicitarios, análisis de los datos y recomendaciones para optimizar las campañas de publicidad

digital. En **Ecommerce** y almacenaje en la nube, Making Science ofrece servicios de desarrollo y mantenimiento de páginas web y plataformas de Ecommerce, ERP, CRM y **sistemas cloud**.

A continuación podemos ver la **huella geográfica** de Making Science acompañado del número de consultores tecnológicos, que incluyen desarrolladores, programadores e ingenieros de datos. Actualmente Making Science cuenta con presencia en **países** como España, Francia, Reino Unido e Irlanda, Italia, Escandinavia, Georgia, EEUU, México y Colombia.

### Huella geográfica y de empleados alrededor del mundo



Fuente: Making Science.

Making Science cuenta con más de 900 consultores, de los que unos 200 se incorporan tras la adquisición de Sweeft Digital en septiembre 2021. Desde sus comienzos, la compañía ha desarrollado o incorporado a partir de las adquisiciones programas tecnológicos propios como **Gauss AI, Nilo, Shoptize, Data quality, Unifeedr, Ventis o ad machina**. A continuación os presentamos una descripción de las principales tecnologías desarrolladas por Making Science:

### Tecnología propia

- gauss** Automatización de marketing digital a partir de modelos de analítica de datos (modelos predictivos o machine learning) con tecnología Google Marketing Platform (GMP)
- nilo** Desarrollo de plataformas de ecommerce con arquitectura flexible, escalabilidad y orientado a maximizar la conversión en ventas con tecnología de Google Cloud
- shoptize** Comparador de precios de más de 2 mln de productos. Está certificado por Google y permite desarrollar campañas en Shopping Ads
- data quality** Aseguramiento de la calidad del dato
- unifeedr** Gestión de feeds (flujos de contenidos por los que se desplaza el usuario) para adecuar a Google Shopping
- ad machina** Optimización y automatización de campañas de publicidad de pago en buscadores (SEM para Google Ads)

Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Estos desarrollos están diseñados para adaptarse a las principales plataformas e interactuar entre ellas para acelerar el desarrollo digital de los clientes y optimizar sus retornos de inversión publicitaria.

Una parte esencial de la estrategia de Making Science pasa por ser **socio (vendedor) preferente de Google en EMEA**, que cubre casi la totalidad de la huella geográfica actual de la compañía. Esto supone una gran ventaja competitiva ya que Google es la principal plataforma de publicidad digital a nivel mundial. Su tecnología es la más avanzada y amplia. Google licencia su tecnología a un número muy reducido de compañías en cada mercado, unos dos o tres. Para conseguir ser socio estratégico, estas compañías, como Making Science, deben demostrar tener un alto grado de competencia utilizando sus herramientas (Google Marketing Platform, Google Cloud) y saber aprovechar sus ventajas. Si además eres capaz de desarrollar tecnología propia que complementa la de la plataforma de Google, o la de otras, como hace Making Science, el cliente podrá tener opciones más avanzadas para optimizar aún más su retorno en la inversión. **Ser socio de Google** supone ser reconocido en el mercado y facilita el acceso a los clientes que demandan una tecnología más sofisticada, por lo que también **actúa como catalizador de ventas**.

Además, Making Science es socio tecnológico de las principales compañías que ofrecen soluciones de software de optimización de publicidad digital como Salesforce, HubSpot, Walmeric, Sistrix o SEMRush, así como de las plataformas de publicidad digital más utilizadas como Google, Bing, Facebook o Amazon.

### Socios y plataformas tecnológicas



Fuente: Making Science.

## 1.4. Clientes: Captación, conversión, antigüedad, recurrencia

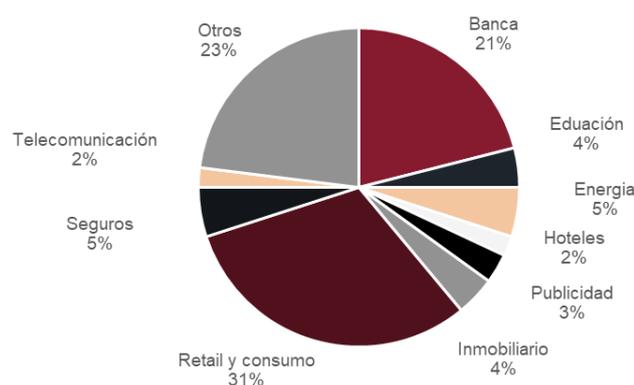
Making Science capta **nuevos clientes a través de propuestas, recomendaciones de clientes y participaciones en eventos y concursos**. Actualmente realiza en torno a 200 propuestas al mes con el objetivo de conseguir los proyectos. Making Science tiene una **tasa de conversión de propuestas a proyectos** muy elevada, entre el 50%/60%. Además, la compañía participa en al menos 4 eventos al mes, tanto propios como de socios estratégicos, facilitando el contacto con potenciales clientes, y organiza eventos propios y webminars formativos, unos 10 al mes. Además, como veremos, la **cartera de clientes es muy numerosa**, incluyendo un gran número de compañías de gran tamaño y que son referentes en sus mercados. Esto le permite tener acceso a un mayor número de clientes potenciales a través de **recomendaciones**. También su privilegiada **relación con Google**, la gran referencia del mercado a nivel mundial, le proporciona un reconocimiento adicional entre los potenciales clientes.

Destacamos, además, que **la cartera de clientes es muy recurrente, con alta captación y retención y está muy diversificada por sectores**.

En torno al **80% de los ingresos son recurrentes** y se generan a través de contratos que se van renovando anualmente. De los **principales 15 clientes**, que representan en torno al 38% de los ingresos en 2021, casi la mitad se incorporaron en **2016 o antes**, en torno al 30% en **2017 y 2018**, el **15% en 2019 y 2020** y el **5% en 2021**, y supondrían una recurrencia de ingresos superior al 90%.

Por otro lado, **los clientes proceden de una alta variedad de sectores**. Como podemos ver en el siguiente gráfico, el sector de Retail y Consumo aportó el 31% del total de clientes en 2021, Banca 21%, el resto de sectores, que son numerosos, aportarían menos del 10%.

### Clientes – Diversificación sectorial (2021)



Fuente: Making Science y elaboración Renta 4 Banco.

Desde el inicio de su actividad, en **2016**, Making Science fue capaz de captar clientes como **Openbank, Altamira, L’Oreal, RIU hoteles o UNIR**. En **2017** incorporó grupos tan conocidos como **Mapfre y su filial de seguros, BBVA, eDreams, Pibank, Neinor, Sareb o Decathlon**, entre otros. En **2018** se sumaron **Inditex, Securitas, Pescanova, PSA Peugeot, Liberbank o Mazda**, entre los más destacados. En **2019** se incorporaron **Carrefour, IFEMA, Bimba & Lola, Pull&Bear, Sanitas, Boston Medical Group o Iberdrola** y en **2020 y 2021** podemos encontrar

entre sus clientes al **Banco Santander, Grupo Planeta, Scalpers, Bulgari, Lamborghini, Max Mara o Habitat.**

### Cientes destacados de Making Science



Fuente: Making Science.

Como experto en ofrecer soluciones integrales, **Making Science está capacitada para ayudar a las empresas a digitalizarse en toda su cadena de valor.** Una vez Making Science capta al cliente, normalmente para ayudarla en alguno de los procesos, la compañía puede completar los servicios contratados y extenderlos a lo largo de la cadena de valor. Esta capacidad le permite acceder a un mayor número de clientes y conseguir que amplíen el número de servicios contratados. Así, más del 50% de los clientes tienen contratados más de un servicio, en torno al 25% más de 3 y aproximadamente el 10% 4 o más.

### Cientes. Cadena de valor



Fuente: Making Science.

## 2. Equipo directivo reconocido

El equipo directivo es **una de las grandes ventajas competitivas del grupo**. Varios de los directivos clave provienen de Google y una característica común es su amplia experiencia en el sector tecnológico. Además, consideramos que el equipo es complementario y proviene de una amplia variedad de sectores. Por otro lado, Making Science mantiene a los principales directivos de las compañías que adquiere para facilitar la integración del negocio, aprovechar su conocimiento del mercado local y acelerar la expansión internacional del grupo.

### Estructura organizativa



\* Principales directivos procedentes de las empresas integradas:

Álvaro Verdeja (Make), Carmen Leyva (Crepes & Texas), Óscar López y Miguel López (i2Tic), Kevin Daly (mCentric), Víctor Vasallo (Omniaweb), Lloyd Davies (Nara Media), Jérôme Cauchard y Jérémie Leitao (Celsius), Nicolas Visiers (360 Conversion), Eduardo Sarciat (Aqua3), Giorgi Mariamidze y Vako Turnava (Sweeft Digital) y Niclas Fröberg (Tre Kronor).

<p><b>José Antonio Martínez</b> Consejero Delegado</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Google, Director General en España, Portugal, Canadá, hasta 2016, tras &gt; 10 años.</li> <li>Director Internet y Desarrollo de Productos (Vodafone España).</li> <li>Fundador The Science of Digital y mCentric.</li> <li>Profesor Estrategia Digital y Tecnología, en MBA en IE (2012-act.).</li> <li>MBA, IE. Ingeniero Superior Telecom. (UPM).</li> </ul>	<p><b>Álvaro Verdeja</b> Director GlobalTech y Data</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Make, COO desde 2006 hasta su integración en Making Science.</li> <li>Exp. previa: Mercedes Benz, Grupo Uralita y Startupbootcamp.</li> <li>Fundador de WOPT, y Uva y Bellota.</li> <li>Administración de Empresas Internacional (E-4), Univ. Pontificia Comillas (ICADE).</li> </ul>	<p><b>Patricia Yuste</b> Directora de Marketing Services</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ABBvie (Abbot Laboratories) Directora de Marketing Digital.</li> <li>Universidad Europea Directora de Marketing Digital.</li> <li>Legálitas Directora de Captación Digital.</li> </ul>	<p><b>Carlo Baratti</b> Director de Desarrollo Internacional</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Google: Director Desarrollo de Negocio Google Marketing Platform Sur de Europa.</li> <li>Director de Ventas Criteo.</li> <li>Director Ventas Sur de Europa Tag Commander.</li> <li>Director ventas Enterprise Oracle.</li> </ul>
<p><b>Antonio España</b> Director Financiero</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Cabify, CFO en 2021</li> <li>CFO Redexis Gas (2019-21) y CFO Prosegur Cash, donde se incorporó en 2013. Anteriormente KPMG y Arthur D. Little</li> <li>Cerca de 10 años de experiencia en la dirección financiera de compañías de primer nivel.</li> <li>MBA, IESE (1999-2001).</li> </ul>	<p><b>Clara Ballesteros</b> Directora de People &amp; Culture</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Dentsu Aegis, Planasa y Primark</li> <li>Master en RRHH Centro de Estudio Garrigues.</li> <li>Nebrija Business Administration.</li> <li>Business Administration, Ecole Supérieure de Rennes.</li> </ul>	<p><b>Javier Mora</b> Director de Project Management</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Rosmiman Software Corporation, COO, en Dubai (2015-18).</li> <li>Abengoa, Project Manager en Sistemas de Telecomunicaciones (2010-15).</li> <li>Exp. previa: Applus, Unión Fenosa, Vodafone</li> <li>Licencia PMP Institute. Ingeniería Telecomunicaciones, UCAM y Univ. Alcalá.</li> </ul>	<p><b>Gonzalo Valdés</b> Director de Estrategia</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Más de 10 años de experiencia en Consultoría Estratégica.</li> <li>Oliver Wyman y The Cocktail</li> <li>Ingeniero de caminos, canales y puertos por la Universidad Politécnica de Madrid.</li> <li>Fundador del Fondo económico empresarial Caminos y de Ophion Watches.</li> </ul>
<p><b>Mark Santos</b> Director Corporate Finance</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>TD Securities (2011-22), Director de banca de inversión.</li> <li>CFA Charterholder (2016)</li> <li>BBA Finanzas (2008-12) York University</li> </ul>	<p><b>Santiago Larrauri</b> Director de Desarrollo de Negocio</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>The Cocktail, Business Development Consultant (2016-17).</li> <li>Google, Manager del Hub Innovación Móvil (2015-16).</li> <li>Exp. previa: Zoompin, Mobivery, Altran, MS.</li> <li>EMBA, IESE (2017-18). Ing. Informática, UAM.</li> </ul>	<p><b>Antonio Negro</b> Director de Innovación &amp; e-commerce</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Google, Head of Startups &amp; Performance, hasta 2018, tras experiencia de 10+ años.</li> <li>Asesor en tecnología, desarrollo de negocio y marketing para diversas empresas. (Ticketbis, Localistico, Heretics, Agua3).</li> <li>Profesor MBA en Univ. Camilo José Cela.</li> <li>MBA, IE (2012-14).</li> </ul>	<p><b>Mónica González</b> Directora de Marketing y Comunicación</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Directora de Marketing 1and1 España y México.</li> <li>Comunicación corporativa Abengoa.</li> </ul>

Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Por su parte, el **Consejo de Administración** cuenta con 6 miembros, estando capacitado para acoger entre 3 y 12 personas.

Su **Presidente** es José Antonio Martínez y junto a Alvaro Verdeja son los dos únicos **ejecutivos**. José Antonio Martínez también representa a **The Science of Digital** y Luis Moreno García a **Bastiat Internet Ventures**, con carácter **dominical**. **Isabel Aguilera Navarro y Alfonso Osorio Iturmendi son independientes**. **Isabel Aguilera** cuenta con una dilatada carrera, habiendo sido Directora General de Dell y Google, Presidenta de General Electric en España y Portugal o directora de operaciones en NH Hoteles. Además, es Consejera independiente de varias compañías cotizadas, entre las que destaca Cemex, Farmafactoring, Lar España, Oryzon o Hightech Payment Systems. Por su parte, **Alfonso Osorio Iturmendi** es Presidente de BDO España desde 2006.

### 3. Accionariado

El **principal accionista** de Making Science es **José Antonio Martínez**, su Consejero Delegado, con un 67,4% del capital, y el segundo es **Alvaro Verdeja**, ambos fundadores de la compañía. Entre los dos controlan casi el 75% de la compañía. Un 9,1% está en manos de **fundadores/directivos de empresas** que han sido adquiridas (excluyendo Grupo Tre Kronor, pendiente de aprobación en JGA), **otros empleados/directivos y accionistas** suman otro 8% y el resto formaría parte del **free float** (4,6%) **y autocartera** (4,3%).

<b>Accionistas</b>	<b>%</b>
Jose Antonio Martínez	67,4%
Alvaro Verdeja	7,3%
Otros empleados/directivos/fundadores	7,8%
Free Float y Autocartera	8,4%
Directivos/Fundadores empresas adquiridas	9,1%
<b>Total</b>	<b>100,0%</b>

Excluye la adquisición de Kronor Group (máximo 132.936 acc.), pendiente de aprobación en JGA

### 4. Análisis DAFO

#### Fortalezas

**Proveedor integral y estratégico para los clientes:** Su posicionamiento competitivo, con una amplia variedad de servicios de valor añadido, y capacidad de integración de equipos especialistas le permite colocarse como una de las principales candidatas para convertirse en proveedor integral y único de marketing digital para los clientes.

**Capacidad tecnológica propia para implementar tecnología a la medida del cliente:** Making Science ha desarrollado y adquiere compañías que proporcionan tecnología propia y diferencial y hecha a medida para el cliente, optimizando sus campañas de marketing. Cuentan con más de 900 programadores, consultores e ingenieros de datos que irán desarrollando nuevas herramientas para potenciar las capacidades de la compañía e implementarlas en toda la huella geográfica.

**Acuerdo preferencial con Google y certificaciones en las principales plataformas de publicidad digital:** Como proveedora preferente de Google en EMEA, Making Science cuenta con una ventaja competitiva significativa frente a la mayoría de competidores. Además, la

compañía cuenta con certificaciones de las principales plataformas como Salesforce, HubSpot y muchos otros que completan el espectro de servicios que pueden ofrecer.

**Equipo directivo reconocido y con experiencia:** Varios de los principales directivos ocuparon puestos directivos en Google, incluyendo el Consejero Delegado, que fue su Director General para España y Portugal y, en suma, cuentan con una gran experiencia en un amplio número de sectores y mercados geográficos. Creemos esto es una ventaja a la hora de entender el negocio y las necesidades de los clientes.

**Gran cartera de clientes, diversificación geográfica y sectorial:** Desde sus comienzos Making Science ha sido capaz de incorporar a un gran número de compañías que son referencia en sus sectores. Además, la cartera está ampliamente representada a nivel sectorial y las adquisiciones van acelerando su proceso de entrada en nuevos mercados, reduciendo su dependencia de cualquiera en particular.

**Recurrencia de ingresos:** En torno al 85% de los ingresos tienen carácter recurrente y el ritmo de captación de clientes está siendo elevado. Además, los clientes tienden a aumentar el número de servicios contratados.

**Gran trayectoria de crecimiento:** El historial del grupo muestra una gran evolución tanto del crecimiento orgánico como a través de adquisiciones. La capacidad de crecimiento es una de las claves en el sector y uno de los factores más determinante a la hora de atraer en interés de inversores o de directivos de compañías que puedan ser objeto de compra.

## Amenazas

**Pérdida de posición de privilegio con las plataformas, especialmente Google:** Un cambio en la relación comercial con las plataformas tecnológicas, perdiendo la exclusividad o las certificaciones para su venta podría comprometer la capacidad competitiva de la compañía.

**Disrupción tecnológica que provoque cambios en la publicidad digital o análisis de datos:** Aunque creemos que la publicidad digital es un segmento con gran potencial y que la analítica de datos y el resto de servicios que ofrece serán muy demandados en el futuro, cambios tecnológicos que les hagan perder eficacia de ventas a los clientes pondrían en peligro la capacidad de la compañía para retener a sus clientes.

**Devaluación de precios en el sector tecnológico:** La tecnología es de por sí un sector deflacionista, que necesita crear nuevos productos y servicios para evitar erosiones de precios. Dichos avances suelen venir precedidos de proyectos de inversión que implican inversiones por importes elevados.

**Pérdida de directivos clave:** Destacando principalmente José Antonio Martínez, que ha ejercido como Consejero Delegado desde el origen de la compañía. Asimismo, la pérdida de otros directivos, incluyendo los que se incorporan de otras compañías adquiridas podría debilitar al grupo.

**Riesgo vinculado a la expansión geográfica:** Making Science se encuentra en un proceso de expansión geográfica que plantea ciertos riesgos a la hora de ser ejecutada, si bien dicho proceso de expansión se está realizando a través de adquisiciones de compañías y con el apoyo de alianzas estratégicas con socios locales para mitigar dichos riesgos en la medida de lo posible. En caso de que la Compañía no pudiese ejecutar conforme a lo previsto su proceso de expansión

geográfica en los próximos años, esto podría afectar negativamente al negocio, los resultados, la situación financiera, patrimonial y valoración de la Sociedad.

El Grupo Making Science cuenta con **dos empresas en Georgia, Sweeft Digital y Elliot LLC** (adquiridas en septiembre de 2021 y enero de 2022) que podrían verse afectadas por la situación en Ucrania.

## Oportunidades

**Digitalización de la sociedad y las empresas:** La demanda de internet no deja de crecer y las empresas tienen mucho margen para digitalizarse. La clave está en convencer a los clientes de las ventajas que ofrece la tecnología y de cómo sus empresas pueden sacar un mayor rendimiento.

**Adquisición de otras compañías, entrada en otros mercados:** Esperamos que Making Science continúe siendo activa en la compra de otras entidades que ayuden a complementar su ecosistema de servicios, aporten tecnología diferencial o faciliten la entrada en mercados atractivos.

**Desarrollo de tecnología propia:** La compañía está reforzando su plantilla de programadores e ingenieros y las últimas adquisiciones han permitido incorporar a un gran número de ellos a un coste muy competitivo. El desarrollo de tecnología diferencial propia con gran acogida por parte de los clientes sería un activo de gran valor.

## Debilidades

**Competencia intensa** como consecuencia de operar en un mercado atractivo. Muchos de los competidores de la compañía tienen un gran tamaño, buena imagen de marca y amplios recursos financieros.

**Capacidad financiera para acometer adquisiciones:** En nuestra opinión, la capacidad de endeudamiento adicional es limitada teniendo en cuenta su nivel de endeudamiento. Esta condición podría impedir a Making Science realizar alguna operación interesante.

## 5. Evolución de resultados

Si excluimos la plataforma de Ecommerce, Making Science consigue los ingresos a través del negocio de publicidad digital y análisis de datos, con una proporción del 53% y el 47%, respectivamente.

Desagrega los resultados entre **España, Internacional e Ecommerce**. Este último negocio se inició con la adquisición de la compañía italiana Ventis en mayo 2021. El año pasado ya se inició el proceso de expansión y extendió su presencia a España.

Como podemos ver en la siguiente tabla, la **mayor parte de los ingresos y resultado operativo todavía proviene de España**. El segmento **internacional** creció con gran fuerza en 2021 al haber incorporado 6 compañías, mientras que **E-Commerce**, en una fase muy inicial todavía, perdió dinero en 2021.

En la **siguiente** tabla podemos ver un resumen de la **evolución operativa por áreas de negocio** teniendo en cuenta **datos proforma**, esto es, considerando que las compañías han consolidado los 12 meses del año en que se incorporaron a Making Science:

P&G divisiones 2021 Pro Forma	España			Internacional			España + Internacional			E-Commerce	
	mln eur	% total	vs 2020	mln eur	% total	vs 2020	mln eur	% total	vs 2020	mln eur	% total
Cifra de negocios	87,9	74%	54%	18,7	16%	425%	106,6	90%	76%	11,8	10%
Aprovisionamientos	-67,4	77%	59%	-9,6	11%	611%	-77,0	88%	76%	-10,2	12%
Margen Bruto	20,4	66%	42%	9,1	29%	311%	29,5	95%	78%	1,7	5%
Gastos Operativos	-15,4	59%	42%	-6,9	27%	654%	-22,3	86%	89%	-3,7	14%
EBITDA recurrente	5,0	97%	43%	2,2	42%	69%	7,2	140%	50%	-2,0	-40%

Nota: Ecommerce, a partir mayo 2021. Resto de compañías, resultados 12 meses del año de incorporación.  
Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Como podemos ver, **España** aportó en 2021 el 74% de los **ingresos del grupo**, el 66% del **margen bruto** y el 97% del **EBITDA recurrente**. Los crecimientos también son muy elevados y están apoyados por la incorporación de Agua3 (Ad-Machina) en septiembre. En relación a 2019, el negocio de España habría duplicado en términos de EBITDA recurrente hasta unos 5 mln eur. El área **internacional** aportó el 16% de los **ingresos** en 2021, el 29% del **margen bruto** y el 42% del **EBITDA recurrente**. El crecimiento frente a 2020 se disparó tras haber incorporado 4 entidades. Por su parte, el segmento de **E-Commerce**, que nació tras la adquisición de Ventis, aportó un 10% de los **ingresos** del grupo. Making Science está haciendo cambios profundos en la gestión con vistas a mejorar su rentabilidad y en 2021 tuvo pérdidas en términos de **EBITDA recurrente** de unos -2 mln eur. La directiva prevé que el Gross Merchandise Value (GMV), el valor de las transacciones en la plataforma de E-Commerce, crezca por encima del 45% en 2022 (+35% desde octubre 2021 a enero 2022) hasta unos 18 mln eur. También espera crecimiento en términos de margen bruto y que durante este año se implementen más proyectos de mejora, que tendrán impacto en resultados.

Aunque gran parte del crecimiento proviene de las adquisiciones, el crecimiento “orgánico” también está siendo muy elevado. En la **siguiente tabla** podemos ver la **evolución “comparable” (like-for-like)** del grupo. Esto es, considerando las mismas sociedades que integraban Making Science en 2020 también en 2021, y durante los 12 meses (Pro-Forma). Así, se ha tenido en cuenta Omniaweb (octubre 2020) los 12 meses de 2020 y se han excluido las adquisiciones de 2021.

#### Resultados comparables

Pro Forma (mln Eur)	2020	2021	% crec
Cifra de Negocios	60,3	92,1	53%
Margen Bruto	16,7	23,4	40%
EBITDA recurrente	4,8	6,5	34%

Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Si tenemos una perspectiva de mayor plazo, desde 2017/2020 y sólo del negocio de España, las tasas de crecimiento son muy elevadas, con los ingresos creciendo en términos acumulados (TAAC) por encima del 60%, margen bruto +31% y EBITDA recurrente cerca del 50%.

#### Resultados comparables

Pro Forma (mln Eur)	2017	2020	TAAC 17/20
Cifra de Negocios	13,5	56,9	62%
Margen Bruto	6,4	14,4	31%
EBITDA recurrente	1,1	3,5	47%

Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

**A modo comparativo**, además, presentamos la **diferencia en las principales magnitudes** de la cuenta de resultados entre la **evolución “contable” y la “proforma”**, que explica la diferencia de consolidar las adquisiciones desde la fecha de adquisición o desde el 1 de enero (12 meses).

P&G 2021 Contable vs PF	Contable	Proforma	Contable vs PF mln eur	
				%
Cifra de negocios	108,3	118,4	-10,1	-9%
Margen Bruto	28,4	31,2	-2,8	-9%
EBITDA recurrente	5,195	5,164	0,03	1%
EBITDA	1,8	1,8	0,03	2%

Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Como podemos ver en **ingresos** la **diferencia de consolidación en 2021** sería de unos -10 mln de ingresos (9% del total), -2,8 mln eur en **margen bruto**, similar al impacto de los ingresos y de apenas 30 mil eur de diferencia en términos de **EBITDA recurrente** y EBITDA ya que la aportación de las adquisiciones en el periodo que no han consolidado habría sido similar a las pérdidas de Ventis también antes de consolidar. Así, la diferencia en las dos magnitudes de EBITDA habría sido muy reducida tanto a nivel contable como en Proforma.

Por otro lado, la **amplia diferencia entre el EBITDA recurrente y el EBITDA** (3,364 mln eur) se explica por gastos que incluyen incentivos a la directiva (1,571 mln eur), 0,938 mln eur por operaciones de M&A, 0,463 mil eur por reestructuración de Ventis y 0,293 mln eur por el lanzamiento de Ventis en España.

Aparte, la expansión a nuevos mercados generó unos **gastos de internacionalización e integración de las compañías** por valor de 1,254 mln eur. Estos gastos, que están incluidos tanto en los resultados contables como en los Proforma, provienen de programas que tienen como objetivo homogeneizar la cultura empresarial de Making Science y facilitar la integración. Por ejemplo, se promueven intercambios de trabajadores en las distintas empresas del grupo. Estos gastos estarían bien identificados y esperamos que se mantengan en los próximos años.

Tanto los gastos extraordinarios como los de internacionalización, que serán recurrentes en los próximos años, se registraron íntegramente tanto a nivel contable como Proforma.

## 6. Programa de incentivos a largo plazo que dependerá de la valoración del grupo

En cuanto al **programa de incentivos de la directiva**, los accionistas aprobaron en enero 2021 un plan mediante el cual los gestores de Making Science recibirían unos incentivos como compensación por la creación extraordinaria de valor a largo plazo. Dicho plan incentiva la multiplicación del valor de la compañía hasta 8 veces sobre la valoración a enero 2021 (100 mln eur) y una valoración de hasta 800 mln eur para lo que se han diseñado 4 hitos intermedios. Los **hitos de valoración** son los siguientes:

Hitos incentivos				
mln eur				
Fecha	dic-23	dic-25	dic-27	dic-27
Valoración Making Science	200	400	600	800
Pago total	1,95	5,85	9,75	13,65

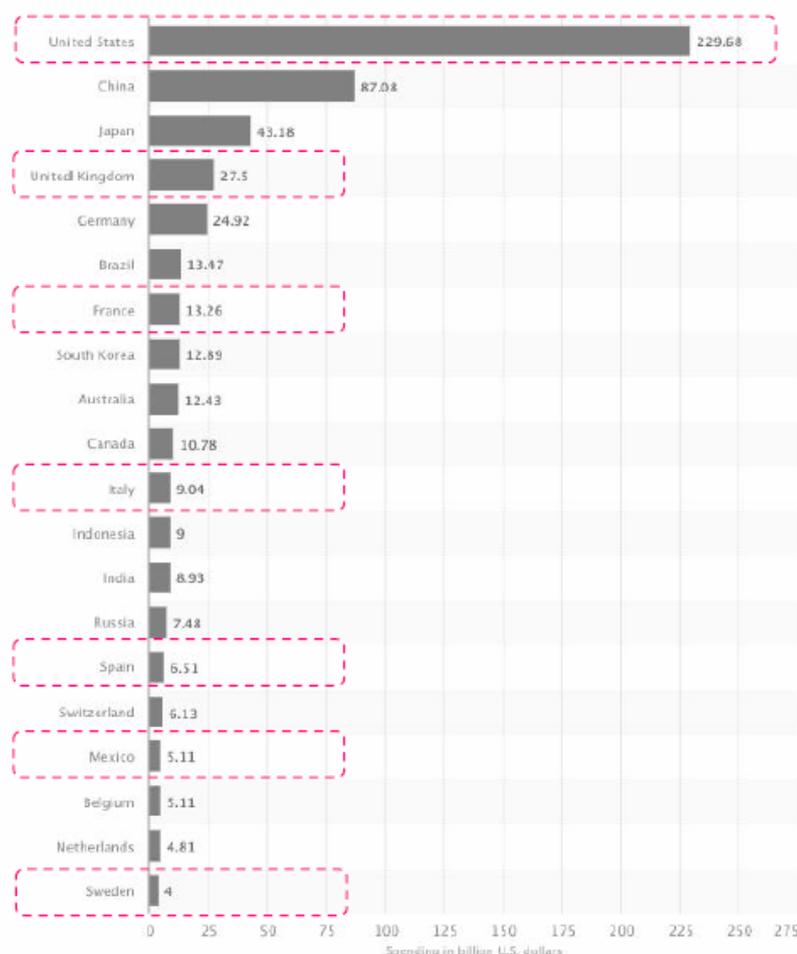
Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Los **pagos** se realizarían **en efectivo** dentro de los dos meses posteriores al mes del año en el que se consiga el objetivo (capitalización de mercado superior durante 30 días naturales a la valoración de los límites temporales establecidos). En el caso en el que el Consejo prefiera pagar en acciones, se entregarán acciones por el valor equivalente al pago en efectivo correspondiente.

## 7. ¿Hacia dónde quiere ir Making Science?

El objetivo de Making Science es **convertirse en una de las 10 mayores compañías de publicidad digital del mundo**. Para ello van a tener que seguir creciendo y adquiriendo compañías que refuercen su posicionamiento o le permitan entrar a la mayoría, o todos los 20 principales países más digitalizados. Esperan cubrir la huella geográfica en los próximos 5 años. Creemos, además, que **Making Science está en muy buena disposición para ampliar sus acuerdos con las principales plataformas a nuevos mercados** dado el buen reconocimiento mutuo, la favorable experiencia y la dificultad que tienen las plataformas de encontrar compañías con las capacidades tecnológicas y de integración de Making Science. El mantenimiento de estos contratos y la posibilidad de ampliarlos debería seguir suponiendo una clara ventaja competitiva en el futuro. A continuación presentamos una tabla de los principales mercados de publicidad digital.

### Principales mercados de publicidad digital



Datos: Making Science febrero 2022.

Teniendo en cuenta su tamaño y presencia actual, **esperaríamos que Making Science entrara en mercados como Alemania, Holanda y sobre todo en Asia**, probablemente en la India, y realizar **al menos dos operaciones más en EEUU**, el mercado más importante, de un tamaño superior al doble del de China, el segundo, ya que su presencia actual en EEUU se ciñe a la adquisición de Conversion 360 cuando habría un gran número de oportunidades interesantes. Calculamos que **para llegar a formar parte de las 10 mayores compañías del sector probablemente necesite ampliar el número de programadores y consultores de datos hasta unos 1.500 y tener presencia en al menos 15 de los 20 países más grandes**.

A continuación podemos ver la **previsión del gasto en publicidad por internet por regiones hasta 2023e**. Como se podía pensar, el **mercado norteamericano** es el más grande y con gran diferencia respecto a **Asia**, el segundo. **Europa**, por su parte, tendría un tamaño menor de la mitad del de EEUU. Estos 2 mercados acapararían casi toda la inversión digital a nivel mundial.

### Gasto mundial en publicidad por Internet y previsiones 2023 por regiones



Fuente: Internet Advertising Spending. Datos Making Science.

## 8. Estructura de financiación de las adquisiciones

Como hemos visto, una parte integral de la estrategia de Making Science gira en torno a la **adquisición de empresas del sector**. Esta tónica debería seguir en el futuro.

Es por tanto imprescindible establecer un mecanismo que alinee los intereses de los directivos de las compañías adquiridas con los de los accionistas de Making Science. En nuestra opinión, la estructura ideada cumple con este objetivo y ofrece un gran equilibrio financiero. De acuerdo con el modelo, **Making Science paga 1/3 del precio de las adquisiciones en efectivo, 1/3 en acciones** de la compañía mediante canje, **y el tercio restante** en función de los resultados de la compañía adquirida **“earnout”** a través de un pago variable durante varios años, entre 2 y 6 tras el cierre de la operación, y con importes máximos por año establecidos. Teniendo en cuenta que las empresas adquiridas están bien posicionadas, crecen a tasas elevadas y no implican un nivel exigente de capex, **este sistema permite que la caja generada durante los siguientes 6 años por la compañía adquirida cubra ampliamente el pago en efectivo y el “earnout”**.

## 9. Nueva financiación para continuar realizando adquisiciones

Como anunció recientemente la compañía en su avance de resultados de 2021, **la directiva tiene intención de captar unos 30 mln eur mediante ampliaciones de capital dinerarias y una emisión de bonos en el MARF** (Mercado Alternativo de Renta Fija). Recordamos que Making Science registró su **primer programa de bonos en julio 2021** por un importe de hasta 30 mln eur y que en octubre hizo una primera emisión de 12 mln eur. De estos, además, sólo habría dispuesto de unos 1,3 mln eur para pagar la adquisición de Grupo Tre Kronor. Making Science, por tanto, tendría capacidad para emitir otros 18 mln eur y disponibilidad de otros 10,7 mln eur de deuda. Con una ampliación de capital dineraria de unos 12 mln eur, que tendría que aprobarse en la JGA, calculamos que **la directiva podría contar con unos 40 mln eur adicionales para realizar adquisiciones**. Si tomamos como referencia 40 mln eur de fondos adicionales y mantenemos la misma estructura de financiación (pago en efectivo, acciones y “earnout”) **Making Science tendría una capacidad de compra por un valor empresa de 120 mln eur**.

## 10. Posición financiera. Apalancamiento elevado que tenderá a la baja

Esperamos que Making Science cierre **2021** con una **deuda neta** en torno a **28 mln eur**. La compañía cuenta con un apalancamiento elevado, como consecuencia de la incipiente etapa de la compañía y de la intensa actividad de adquisiciones llevada a cabo en 2021. Calculamos un múltiplo **deuda neta/EBITDA PF recurrente** de **5,4x**. Para los **próximos años**, los **compromisos** son: **2022e < 3x**, **2023e < 2,5x** y **2024e < 2x**. Además, los compromisos adicionales adquiridos con la primera emisión de bonos ya comentada (12 mln eur en octubre 2021) fueron: mantener el rating de “BB” durante la vida de los bonos (3 años), destinar los fondos exclusivamente a operaciones de M&A, limitar el endeudamiento adicional, no pagar dividendos durante la vida del bono.

Bajo nuestras previsiones, **Making Science** se irá desapalancando a partir de 2022, apoyada por la generación de caja que aportan las adquisiciones y **cumplirá con el nivel de compromisos exigidos**.

## 11. Estimaciones 2022 y 23e. Se mantiene el crecimiento elevado

### 11.1 Evolución orgánica

En Renta 4 Banco hemos hecho previsiones para los próximos dos años (2022e y 23e). Para **2022e** prevemos que Making Science continúe creciendo a gran ritmo en términos de **EBITDA PF recurrente**. Esperamos que el **EBITDA PF España + internacional** crezca en torno a +20%, y que sumando a la aportación de Grupo Tre Kronor (0,7 mln eur), alcance unos 10,8 mln eur. Por su parte, la división de Ecommerce debería mostrar una gran mejora. Esperamos, no obstante, pérdidas de unos 0,4 mln eur. Si restamos los 1,25 mln eur previstos por programas de internacionalización e integración de compañías, el **EBITDA PF recurrente** alcanzaría **9,2 mln eur**. Teniendo en cuenta que descontamos una actividad elevada en compras de compañías, esperamos un gasto de adquisiciones en EBITDA de unos -1,2 mln eur (-0,94 mln en 2021), por lo que el **EBITDA** se situaría en torno a **8 mln eur**. De cara a 2023e, prevemos que la tasa de crecimiento en términos de EBITDA PF recurrente modere hasta +14%. Así, España + Internacional debería superar los 12,3 mln eur mientras que esperamos que Ecommerce alcance un EBITDA levemente positivo. Calculamos un **EBITDA PF recurrente** de unos **11,1 mln eur** (+21% vs 2022e y 1,9x 2021) y que el **EBITDA** se sitúe en torno a **9,9 mln eur**.

P&G orgánico PF (mln eur)	2021e	2022e	2023e
Ingresos	118,4	209,0	258,3
Margen bruto	31,2	52,3	63,3
<b>EBITDA Recurrente antes</b>			
<b>Internacionalización</b>	<b>6,4</b>	<b>10,5</b>	<b>12,4</b>
España + Internacional	8,5	10,9	12,4
Ecommerce	-2,0	-0,4	0,0
Gastos de internacionalización e integración			
	-1,3	-1,3	-1,3
<b>EBITDA Recurrente</b>	<b>5,2</b>	<b>9,2</b>	<b>11,1</b>
España + Internacional	7,2	9,6	11,1
Ecommerce	-2,0	-0,4	0,0
Otros gastos de explotación no recurrentes (*)			
	-3,4	-1,2	-1,2
España + Internacional	-2,6	-1,2	-1,2
Ecommerce	-0,8	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>8,0</b>	<b>9,9</b>

Nota: 2021, datos avanzados por Making Science. Estimaciones Renta 4 Banco.

## 11.2 Nuevas adquisiciones. Potencial e impacto en resultados

Como hemos visto, el objetivo de Making Science es disponer de unos **40 mln eur para realizar nuevas adquisiciones**. Teniendo en cuenta la estructura de financiación que utiliza la compañía (1/3 pago en efectivo, 1/3 en acciones y 1/3 en pagos variable en diferido y en función de los resultados “earnouts”) **los 40 mln eur le darían capacidad para comprar compañías por valor de 120 mln eur**. Consideramos que Making Science podría ser capaz de **pagar un múltiplo EBITDA de 8x**, en línea con lo que ha estado pagando por las últimas adquisiciones. En nuestra opinión, es un múltiplo atractivo para las compañías vendedoras ya que creemos que no hay muchas entidades realizando adquisiciones, suele tratarse de compañías pequeñas y relativamente ilíquidas y que al integrarse en una compañía más grande y con mayor proyección, evitan el riesgo tecnológico de no poder competir en un entorno cada vez más avanzado.

De este modo, los 120 mln eur de valor de empresa le permitiría conseguir **15 mln eur de EBITDA PF adicionales** y conllevaría la emisión de nuevas acciones y exigiría unos pagos “earnouts” en los próximos años que suelen comenzar a realizarse escalonadamente a partir del segundo año y durante unos 4 o 5 años. En términos de **estimaciones de EBITDA PF**, consideramos que las adquisiciones aportarán **7 mln eur en 2022e y otros 8 mln eur en 2023e**.

Tomando como referencia nuestras previsiones **EBITDA PF recurrente y sumando el EBITDA** que podrían añadir las **nuevas adquisiciones** nuestra previsión para los dos próximos años sería la siguiente:

<b>EBITDA PF (mln eur)</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
<b>EBITDA PF recurrente</b>		
España + Internacional	9,6	11,1
Ecommerce	-0,4	0,03
Making Science Actual	9,2	11,1
Nuevas adquisiciones	7,0	15,0
<b>Total</b>	<b>16,2</b>	<b>26,1</b>
<b>EBITDA</b>		
Making Science Actual	8,0	9,9
Nuevas adquisiciones	7,0	8,0
<b>Total</b>	<b>15,0</b>	<b>17,9</b>

Estimaciones Renta 4 Banco.

Bajo nuestro escenario, calculamos que Making Science podría cerrar **2022e** con un **EBITDA PF recurrente** de unos **16,2 mln eur**, teniendo en cuenta una aportación de las nuevas adquisiciones de 7 mln eur y **2023e en torno a 26,1 mln eur**, considerando que la compañía ya habrá “adquirido” los 15 mln eur de las adquisiciones. Recordamos que en estos importes ya están restados los 1,25 mln eur de gastos de internacionalización e integración de compañías. La diferencia en términos de **EBITDA** estaría en los 1,2 mln eur de impacto anual por gastos de M&A comentados previamente.

## 12 Valoración

### 12.1 DCF

Hemos utilizado el método de DCF para valorar el negocio principal (España + Internacional) a 4 años vista (2022/2025e), un periodo relativamente corto al considerar que Making Science continúa en un proceso de fuerte expansión, y aplicamos un crecimiento terminal a partir de 2025.

En cuanto al negocio principal, hemos partido del EBITDA orgánico 2022 y 2023e ya comentados y hemos sumado la aportación de las adquisiciones (la mitad de los 7 mln eur previstos en 2022e al considerar que su incorporación media será a mitad de año y 8 mln en 2023e). Para 2023e hemos considerado una tasa de crecimiento de las adquisiciones realizadas en 2022e de +14%, similar al crecimiento del resto del grupo. Para 2024e la tasa moderaría a +10% y 2025e +8%. Para llegar al resultado neto, consideramos D&A/ingresos en torno a los niveles actuales de 1,4% para 2022e con leve tendencia a la baja, hasta 1,1% al final del periodo. El resultado financiero estaría en torno a 2,4/2,5 mln eur al año hasta bajar moderadamente en 2025e a medida que la generación de caja permite que la deuda neta vaya disminuyendo. La tasa impositiva estaría en el 22% durante todo el periodo, una media de las tasas fiscales de los distintos países en los que está presente Making Science. En cuanto al capex, esperamos que vaya aumentando durante los 4 años, desde 2,5 mln eur hasta 4,5 mln eur, y en torno a 0,5% de los ingresos mientras que la inversión en circulante estaría en torno a -1 mln eur en 2022e y 2023e y equilibrarse en 2025e. Entre capex e inversión en circulante descontamos en torno al 1% de los ingresos en 2022e con tendencia hacia 0,5% en 2025e. Así, calculamos que en estos 4 años Making Science genere unos 67 mln eur de caja. En la siguiente tabla podemos ver un resumen de los cálculos.

Principales Cifras (mln eur)	2022e	2023e	2024e	2025e
Ingresos	394,8	720,2	828,2	929,6
Crec. Ingresos	234%	82%	15%	12%
EBITDA	11,5	25,9	29,0	31,6
Crec. EBITDA	733%	73%	12%	9%
Mg EBITDA	2,9%	3,6%	3,5%	3,4%
D&A	-5,5	-9,4	-9,9	-10,2
D&A/Ingresos	1,4%	1,3%	1,2%	1,1%
EBIT	6,0	16,6	19,0	21,4
Resultado Financiero	-2,5	-2,5	-2,4	-2,1
BAI	3,5	14,1	16,6	19,3
Impuestos	-0,8	-3,1	-3,7	-4,2
Tasa impuestos	22%	22%	22%	22%
Beneficio Neto	2,7	11,0	13,0	15,0
	0	0	0	0
Capex	-2,5	-3,5	-4,0	-4,5
Capex/Ingresos	-0,6%	-0,5%	-0,5%	-0,5%
Inversión Circulante	-1,0	-1,0	-0,5	0,0
Circulante/Ingresos	-0,3%	-0,1%	-0,1%	0,0%

Estimaciones Renta 4 Banco

Estimaciones Renta 4 Banco.

Descontamos los flujos a una **WACC del 9%** al considerar una tasa libre de riesgo del 3,5%, un coste de la deuda del 5% y una prima de mercado para el capital del 9% y asumimos un crecimiento terminal de +3% desde 2025e.

Por su parte, valoramos el negocio de **ECommerce (Ventis) a 1,5x** el valor de las transacciones de la plataforma (**GMV - Gross Merchandise Value**), el múltiplo de referencia del sector y al nivel al que se han realizado las últimas operaciones. Teniendo en cuenta la previsión de Making Science de un GMV 2022e de 18 mln eur, el valor de la plataforma de Ecommerce alcanzaría **27 mln eur**.

Así, alcanzamos un **Valor Empresa** de 360,9 mln eur, del que el **16%** se explica por los fondos generados en los **próximos 4 años y el 84%** restante por el **valor terminal** (excluyendo Ecommerce). Para llegar al valor de los fondos propios, restamos la **deuda a 2021** (R4e 28 mln eur), 18 mln eur de nueva emisión y 10 mln eur pendiente de utilizar de la primera emisión de deuda en octubre 2021. Además, restamos 45,5 mln eur adicionales por **compromisos "Earnouts"** de las futuras adquisiciones y de los adquiridos con la compra de Grupo Tre Kronor (febrero 2022). En cuanto a otros ajustes, sumamos 1,2 mln eur por la **participación de Local Planet y** restamos 4,3 mln (netos del pago de 1,571 mln eur ya efectuado) por el **plan de incentivos de la directiva**, al considerar que Making Science podría llegar a una valoración de 400 mln eur antes de diciembre 2025. Después de descontar la deuda y otros ajustes llegamos a un **valor de los Fondos Propios** de 256,4 mln eur o 24,8 eur/acción al asumir el mismo número de acciones que en la valoración por múltiplos. A continuación presentamos una tabla de la **valoración por DCF**:

DFC - Making Science (mln eur)	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>EBIT</b>	<b>6,0</b>	<b>16,6</b>	<b>19,0</b>	<b>21,4</b>
Impuestos	-1,3	-3,6	-4,2	-4,7
<b>NOPAT</b>	<b>4,7</b>	<b>12,9</b>	<b>14,9</b>	<b>16,7</b>
Amortizaciones	5,5	9,4	9,9	10,2
Capex	-2,5	-3,5	-4,0	-4,5
Var. Circulante	-1,0	-1,0	-0,5	0,0
<b>FCF</b>	<b>6,7</b>	<b>17,8</b>	<b>20,3</b>	<b>22,4</b>
Valor actual flujos (2022-2025e)	54,1			
Valor actual residual	279,8			
Ecommerce	27,0			
<b>VALOR EMPRESA</b>	<b>360,9</b>			
Deuda financiera neta 2021	-28,0			
Deuda adquisiciones	-28,0			
Compromisos deuda	-45,5			
Otras inversiones - Local Planet	1,2			
Compromisos - Plan de incentivos	-4,3			
<b>Valor de los Fondos Propios</b>	<b>256,4</b>			
Nº acciones	10,3			
<b>Valor objetivo (eur/acción)</b>	<b>24,8</b>			

**Nuestro Valor Empresa** descuenta un múltiplo **EV/EBITDA PF recurrente 23e** de **12,8x sólo teniendo en cuenta el negocio principal**. Creemos que es un múltiplo razonable para una compañía que cuenta con buenas perspectivas de crecimiento en un sector en plena expansión.

Como referencia para el **negocio principal** la compañía cotizada más representativa es **S4 Capital**, que se negocia en la bolsa de Londres. S4 Capital es la compañía líder del sector a nivel mundial. Aparte de S4 Capital, las compañías más relevantes serían **Jellyfish, también británica, Artefact, excluida de bolsa, Brainlabs o Incubeta**. Todas estas compañías, no obstante, serían privadas. Otra compañía que consideramos es M&C Saatchi, también británica, si bien la descartamos al considerar que ésta es una compañía madura y se encuentra en un momento del ciclo muy diferente.

**S4 Capital** cotiza actualmente al múltiplo **EV/EBITDA 2023e** más bajo desde 2020 (Covid-19), a **8,3x**, después de que su cotización haya caído en torno a -35% desde finales de marzo como consecuencia del **retraso de la publicación de resultados, pendiente todavía de aprobación por parte de su auditor, PriceWaterhouse Coopers**. Previo a este acontecimiento, **el múltiplo en los dos últimos años se ha situado por encima de las 10x y llegando a superar las 22x**. Consideramos que el motivo de la caída de la cotización de S4 Capital es un caso particular, no extrapolable al resto de compañías del sector. Esperamos una pronta resolución de esta situación y creemos que una vez que se aclare, la cotización se recuperará y con ella la evolución del múltiplo.

### S4 Capital – EV/EBITDA 2023e



Datos Factset y elaboración Renta 4 Banco.

Consideramos que un múltiplo de **15x EBITDA 2023e** es más que **razonable** para **S4 Capital**, una compañía líder en un sector en pleno crecimiento y con una sólida posición financiera. Este es el múltiplo medio al que ha cotizado la compañía en los dos últimos años excluyendo los peores momentos del Covid-19 y la actual incertidumbre en torno a la publicación de resultados.

**No obstante, a nuestro parecer, Making Science debería cotizar a un múltiplo más bajo en relación al histórico de S4 Capital** debido a su menor tamaño, a que está en pleno proceso de expansión y a que tiene que adquirir e integrar todavía un buen número de compañías, con lo que valoramos que cuenta con un riesgo de ejecución que se debe tener en cuenta. Creemos que un múltiplo razonable estaría en el entorno de **12/13x EBITDA PF recurrente**.

<b>EBITDA Recurrente PF</b> <b>Múltiplos (x)</b>	<b>Valor Empresa</b> <b>mIn eur</b>	<b>Valor Fondos Propios</b> <b>mIn eur</b>	<b>Valor/acción</b> <b>Eur</b>
10	288,5	183,9	17,8
11	314,6	210,1	20,4
12	340,8	236,2	22,9
13	366,9	262,3	25,4
14	393,0	288,5	28,0
15	419,2	314,6	30,5

Estimaciones Renta 4 Banco.

## 12.2 Transacciones en el sector

La única **transacción relevante y reciente en el sector se produjo en 2021** e implicó a **Artefact**, que fue adquirida por Ardian. El fondo de private equity francés pagó un múltiplo de **17,8x EBITDA 2021e**. Si tenemos en cuenta las previsiones de Artefact hasta 2025e y tomamos el punto medio de la guía, el múltiplo pagado a **EBITDA 23e**, nuestro año de referencia para Making Science, sería de **12,9x**, en línea con el que tomamos como referencia para nuestra valoración.

**ARTEFACT EBITDA EV/EBITDA**  
**mln eur (x)**

	mln eur	(x)
2020	13,1	25,5
2021e	18,8	17,8
2022e	22,1	15,2
<b>2023e</b>	<b>26,0</b>	<b>12,9</b>
2024e	30,5	11,0
2025e	35,8	9,3

Datos compañía y elaboración Renta 4 Banco.

**En Conclusión:** Iniciamos cobertura de Making Science con **P.O. 24,8 eur/acción y recomendación de SOBREPONDERAR** y en base a la siguiente **tesis de inversión**:

- 1) Making Science está actualmente en un proceso de fuerte crecimiento impulsado tanto por la gran demanda de digitalización como por su objetivo de adquisición de compañías.
- 2) La combinación de acuerdos estratégicos con las principales plataformas de publicidad digital, que ofrecen una tecnología exclusiva, y su integración con los desarrollos propios actúa de ventaja competitiva y le permite acceder a los clientes que demandan unos servicios más exigentes.
- 3) Making Science cuenta con un brillante historial de crecimiento desde sus inicios y su directiva ha sido capaz de conseguir tasas de crecimiento muy elevadas tanto a nivel orgánico como vía adquisiciones.
- 4) Esperamos que la utilización de unos 40 mln eur de fondos captados le permita crecer inorgánicamente hasta 2023.
- 5) El objetivo de Making Science es pasar de ser un operador relevante a nivel europeo a una de las 10 principales compañías de publicidad digital del mundo. Para ello necesitará captar fondos adicionales más adelante con los que entrar y ampliar su presencia en algunos de los principales mercados de Europa (Alemania, Países Bajos), ampliar significativamente su huella en EEUU y realizar alguna operación en Asia (India).

Por último, queremos resaltar que este informe muestra **nuestra valoración de Making Science contando con su perímetro actual y la capacidad para realizar adquisiciones** que creemos que tiene **hasta 2023e**. Como hemos comentado, **el potencial del sector es muy elevado** y seguramente la compañía **posteriormente** tenga **nuevas oportunidades de inversión** y de entrada en nuevos mercados interesantes. Con lo cual, creemos que el **potencial de Making Science a futuro podría ser todavía más elevado**. No obstante, de momento tendrán una gran tarea seleccionando adquisiciones e integrándolas. La valoración teniendo en cuenta adquisiciones posteriores a 2023e que requerirán nuevos planes de financiación quedará para más adelante...

## Cifras Clave

PYG (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	TACC 19/23
<b>Ventas</b>	<b>18,8</b>	<b>35,5</b>	<b>60,5</b>	<b>118,4</b>	<b>209,0</b>	<b>258,3</b>	<b>64,2%</b>
Coste de ventas	-9,8	-24,1	-43,9	-87,2	-156,8	-195,0	
<b>Margen Bruto</b>	<b>9,0</b>	<b>11,4</b>	<b>16,6</b>	<b>31,2</b>	<b>52,3</b>	<b>63,3</b>	<b>53,5%</b>
Gastos operativos	-7,5	-9,2	-12,0	-24,8	-44,3	-53,3	55,1%
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>4,6</b>	<b>1,8</b>	<b>8,0</b>	<b>9,9</b>	<b>46,3%</b>
<b>EBITDA recurrente</b>	<b>1,6</b>	<b>2,5</b>	<b>4,8</b>	<b>5,2</b>	<b>9,2</b>	<b>11,1</b>	<b>45,2%</b>
Amortizaciones	-3,6	-0,6	-0,9	-1,8	-2,9	-3,6	60,1%
<b>EBIT</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>0,02</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>40,6%</b>
Resultado financiero	-0,1	-0,2	-0,5	-1,9	-2,5	-2,5	92,1%
Puesta en equivalencia							n.a.
Otros y extraordinarios							n.a.
<b>BAI</b>	<b>-2,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,1</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,8</b>	<b>27,9%</b>
Impuestos sobre beneficios	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	-0,6	-0,8	50,2%
Minoritarios							n.a.
Otros							
<b>Bº Neto</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>-1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>	<b>23,9%</b>
Márgenes y crecimiento (%)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Crec. Ventas	39,8%	88,6%	70,3%	95,7%	76,6%	23,5%	
Margen Bruto	47,8%	32,1%	27,4%	26,3%	25,0%	24,5%	
Crec. EBITDA	36,1%	44,1%	110,1%	-60,5%	n.a.	24,3%	
Margen EBITDA	8,0%	6,1%	7,5%	1,5%	3,8%	3,9%	
Crec. EBITDA ajustado	46,1%	55,0%	91,4%	7,7%	n.a.	21,1%	
Margen EBITDA ajustado	8,6%	7,1%	7,9%	4,4%	4,4%	4,3%	
Crec. EBIT	n.a.	n.a.	124,6%	n.a.	n.a.	24,7%	
Margen EBIT	-11,0%	4,6%	6,0%	0,0%	2,4%	2,5%	
Crec. BPA	n.a.	n.a.	91,6%	n.a.	n.a.	49,0%	
Balance (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Inmovilizado material	0,2	0,3	0,4	0,9	2,9	5,9	
Inmovilizado inmaterial	3,2	5,6	11,0	33,0	98,0	148,0	
Inmovilizado financiero	3,0	1,0	0,1	1,5	2,7	2,0	
Otro activo fijo							
Clientes	4,9	13,0	17,9	27,4	38,0	43,9	
Otro activo circulante	0,0	0,1	0,4	0,9	2,0	2,3	
Tesorería y equivalentes	5,9	8,1	12,2	20,6	12,1	6,1	
<b>Total activo</b>	<b>17,2</b>	<b>28,0</b>	<b>41,9</b>	<b>84,3</b>	<b>155,7</b>	<b>208,2</b>	
Recursos propios	0,7	2,5	2,9	9,6	32,5	42,5	
Minoritarios							
Deuda financiera a largo plazo	3,4	2,8	9,0	37,2	74,2	109,2	
Otros pasivos a largo plazo	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	
Deuda financiera a corto plazo	4,1	6,6	5,9	11,4	11,7	14,6	
Proveedores	8,9	16,1	24,0	26,1	37,3	41,9	
Otros pasivos a corto plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Total pasivo</b>	<b>17,2</b>	<b>28,0</b>	<b>41,9</b>	<b>84,3</b>	<b>155,7</b>	<b>208,2</b>	
Principales ratios	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	
Nº acciones (mln)	4,0	6,7	6,7	7,8	10,3	10,3	
Precio (eur)	n.a.	n.a.	14,20	24,00	20,50	20,50	
BPA (eur/acción)	-0,60	0,19	0,36	-0,24	0,26	0,39	
DPA (eur/acción)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Payout (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Rentabilidad por dividendo (%)	n.a.	n.a.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
VE/ Ventas (x)	n.a.	n.a.	1,7	1,8	1,1	1,1	
VE/ EBITDA (x)	n.a.	n.a.	22,6	n.a.	28,8	27,6	
VE/ EBIT (x)	n.a.	n.a.	28,3	8613,5	45,4	43,3	
PER (x)	n.a.	n.a.	39,1	n.a.	77,9	52,3	
ROCE (%)	n.a.	43,8%	64,8%	0,1%	4,8%	4,0%	
ROE (%)	n.a.	51,9%	89,2%	-18,9%	6,2%	7,0%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	1,6	1,2	2,7	28,0	73,8	117,7	
Deuda neta / EBITDA (x)	1,1	0,6	n.a.	n.a.	9,2	11,8	
Cobertura de intereses (x)	-26,3	8,9	6,7	0,0	2,0	2,5	
Capex / ventas (%)	34,2%	8,6%	10,6%	20,5%	33,5%	21,9%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

## Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>EBIT</b>	<b>-2,1</b>	<b>1,6</b>	<b>3,6</b>	<b>0,02</b>	<b>5,1</b>	<b>6,3</b>
Amortización de inmovilizado	3,6	0,6	0,9	1,8	2,9	3,6
Variación fondo de maniobra	4,9	-0,8	2,6	-7,9	-0,5	-1,6
Resultado financiero	-0,1	-0,2	-0,5	-1,9	-2,5	-2,5
Impuestos	-0,2	-0,2	-0,5	0,1	-0,6	-0,8
<b>Flujo de caja operativo</b>	<b>6,1</b>	<b>1,0</b>	<b>6,1</b>	<b>-8,0</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>
Inversiones en activo mat e inmat.	-6,4	-3,1	-6,4	-24,3	-69,9	-56,6
Otras inversiones	-1,4	2,0	0,9	-1,4	-1,2	0,7
<b>Flujo de caja libre</b>	<b>-1,7</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>-33,7</b>	<b>-66,7</b>	<b>-50,9</b>
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	3,2	0,4	-2,1	8,5	20,9	7,0
Otros	-0,8	0,0	0,1	-0,1	-0,1	0,0
<b>Cambio en deuda neta</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-1,5</b>	<b>-25,2</b>	<b>-45,9</b>	<b>-43,9</b>
<b>Deuda neta (+) / caja neta (-)</b>	<b>1,643</b>	<b>1,247</b>	<b>2,7</b>	<b>28,0</b>	<b>73,8</b>	<b>117,7</b>

## Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mln)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mln eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 22e
Making Science Group SA *	8	20,50	159	Sobreponderar	24,80	21,0%	0,0%
S4 Capital plc	555	3,76	2.088	Sobreponderar	8,67	130,6%	0,0%
<b>Promedio</b>						<b>75,8%</b>	<b>1,0%</b>

Compañía	PER 22e	PER 23e	Cto. Bº Neto 21-23e	PEG 22e	PEG 23e	ROE 22e	P/VC 22e
Making Science Group SA *	77,9x	52,3x	n.a.	n.r.	n.r.	6,2%	4,8x
S4 Capital plc	18,5x	13,0x	45,0%	0,4x	0,3x	12,1%	2,2x
<b>Promedio</b>	<b>48,2x</b>	<b>32,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>1,1x</b>	<b>0,7x</b>	<b>9,1%</b>	<b>3,5x</b>

Compañía	VE/EBITDA 22e	VE/EBITDA 23e	Cto. EBITDA 21-23e	Margen EBITDA 22e	EVG 22e	EVG 23e	DN/EBITDA 22e
Making Science Group SA *	28,8x	27,6x	135,1%	1,5%	0,2x	0,9x	9,2x
S4 Capital plc	11,2x	8,3x	38,7%	17,9%	0,3x	0,2x	-0,2x
<b>Promedio</b>	<b>20,0x</b>	<b>17,9x</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,1x</b>	<b>0,2x</b>	<b>1,8x</b>	<b>4,5x</b>

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2022	1 año
Making Science Group SA *	0,0%	7,9%	4,6%	-13,1%	-14,6%	-33,9%
S4 Capital plc	-5,0%	1,5%	-27,9%	-31,5%	-50,1%	-43,9%
<b>Ibex 35</b>	<b>-0,9%</b>	<b>-1,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>1,1%</b>	<b>-1,6%</b>	<b>-0,5%</b>

Fuente: FactSet. \* Estimaciones Renta 4 Banco.

## Evolución cotización últimos 12 meses



## GLOSARIO

**EBITDA:** Beneficio antes de intereses, impuestos y amortizaciones

**EBIT:** Beneficio antes de intereses e impuestos

**DN/EBITDA:** Deuda Neta sobre EBITDA

**ROE:** Beneficio Neto entre Fondos Propios

**ROCE:** Rentabilidad entre Capital Empleado

**BPA:** Beneficio por acción

**Pay-Out:** % de beneficios destinado a dividendos

**DPA:** Dividendo por acción

**Market Cap:** Capitalización bursátil

**Valor Empresa:** Deuda Neta más Capitalización bursátil

**PER:** Precio entre Beneficio por acción

**P/CF:** Capitalización bursátil entre Flujo de Caja

**P/VC:** Precio entre Valor contable por acción

**RPD:** Rentabilidad por dividendo (DPA/Precio)

## DISCLAIMER

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

El contenido del presente documento así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Grupo Renta 4, con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y está sujeto a cambios sin previo aviso. Este documento está basado en informaciones de carácter público y en fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por Grupo Renta 4 por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Grupo Renta 4 no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo. Grupo Renta 4 no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Recientemente se ha producido una reorganización en el equipo de analistas de Renta 4 Banco. Como consecuencia de ello, una parte de las sociedades emisoras sobre las que se efectúan informes se han asignado a nuevos analistas. Dado que las recomendaciones de los valores publicadas son opiniones de los analistas acerca de las perspectivas de negocio de cada uno de los emisores, la reasignación a otro miembro del equipo puede conllevar criterios diferentes a los publicados con anterioridad sobre este emisor.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

Cualquier Entidad integrante del Grupo Renta 4 o cualquiera de las IICs o FP gestionados por sus Gestoras, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable. El Grupo Renta 4 tiene implementadas barreras de información y cuenta con un Reglamento Interno de Conducta de obligado cumplimiento para todos sus empleados y consejeros para evitar o gestionar cualquier conflicto de interés que pueda aflorar en el desarrollo de sus actividades.

Grupo Renta 4 puede mantener posiciones o actuar como creador de mercado en los instrumentos financieros de cualquiera de los emisores aquí mencionados o actuar como asegurador, agente de colocación, asesor o prestamista de dichos emisores, liquidando honorarios por estos servicios.

Los empleados de Grupo Renta 4 pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opciones contrarias a las expresadas en el presente documento.

Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Castellana Properties (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Gigas (asesor registrado), Enerside (asesor registrado), Making Science (asesor registrado) y Almagro (asesor registrado); asimismo, tiene un contrato de servicios bancarios, inversión y/o gestión con Grupo Ezentis, S.A., Atrys Health, Making Science y Almagro, y cobertura de Análisis en Deoleo y Azkoyen, servicios por los que cobra honorarios.

Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Grupo Renta 4. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

Grupo Renta 4 es una entidad regulada y supervisada por la CNMV.

Renta 4 Banco. Paseo de la Habana, 74, 28036 Madrid Departamento de Análisis

Tel: 91 398 48 05 Fax 91 384 85 07. e-mail: [online@renta4.es](mailto:online@renta4.es)

Del total de recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco: 70% Sobreponderar, 23% Mantener y 7% Infraponderar.