



Making Science

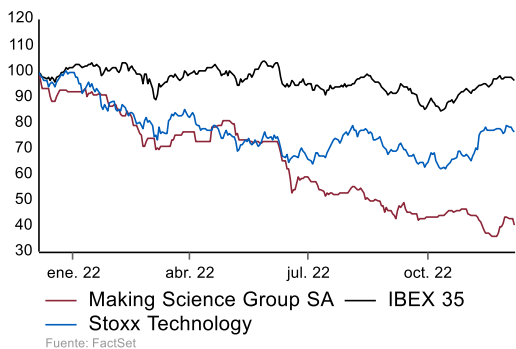
Iván San Félix Carbajo
Equity Research Analyst

Discrepancia entre el precio de la acción y su potencial

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 18,80 eur
Precio actual: 11,10 eur
Potencial: 69,4 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-8%	-6%	-59%
Relativo	-12%	-12%	-56%

MAKS.MC / MAKS ES

Capitalización (mln eur)	87,4
Nº acciones (mln)	8,3
Free Float	14,0%
Vol. día (mln eur)	0,0
Mín/Máx 12 meses (eur)	9,24 - 25,58
Revalorización YTD	-55,8%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	100%	0%	0%

	2021	2022e	2023e
PER	n.a.	n.a.	n.a.
VE/EBITDA	114,3x	16,4x	14,1x
VE/Ventas	1,7x	0,6x	0,6x
P/VC	15,5x	5,1x	3,5x
DNE/EBITDA	12,5x	4,3x	5,8x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-16,8%	-18,4%	-43,3%
ROCE	0,1%	1,0%	2,4%
ROE	-14,1%	-5,9%	-1,0%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Tesis de inversión

La **evolución operativa** de Making Science sigue siendo **muy positiva**, con crecimiento de **EBITDA orgánico del negocio principal** (publicidad digital y analítica de datos) +30% en 9M 22 y aportación significativa de las adquisiciones, que han llevado al EBITDA recurrente a crecer +56% en 9M22. La evolución en **octubre** ha sido también muy positiva, con resultados mensuales récord.

La división de **Ecommerce**, sin embargo, estaría registrando pérdidas muy superiores a las de nuestras previsiones en 9M 22 (EBITDA recurrente -1,516 mln eur) y descartamos que cumplan nuestras estimaciones 2022e (-0,4 mln eur).

Por otro lado, los **gastos de internacionalización e integración** de compañías también están superando nuestras previsiones (-1,7 mln eur en 9M 22 vs R4e -1,2 mln eur 2022e)

La **directiva ha optado por retrasar las adquisiciones previstas en 2023e** al considerar que podría conseguir precios más atractivos. Así, consideramos que la aportación al EBITDA ProForma recurrente de las adquisiciones hasta 2023e estará en torno a 4 mln eur (vs 15 mln eur anterior).

Perspectivas

Revisamos nuestras previsiones para tener en cuenta el **retraso de la incorporación de las adquisiciones y el deterioro de perspectivas en el negocio de Ecommerce**, que creemos que seguirá registrando pérdidas en 2023e y que entrará en "breakeven" en 2024e (antes 2023e). Además, tenemos en cuenta **mayores gastos de internacionalización e integración** de compañías (+100 mln eur/año vs anterior previsión). Seguimos teniendo una **visión favorable en cuanto al negocio principal**, que creemos que seguirá creciendo a doble dígito tanto en ingresos como en términos operativos en 2023e aprovechando las **necesidades de digitalización** y la capacidad de mejorar la eficiencia de las compañías (favorable en entornos de desaceleración/recesión).

Conclusión: SOBREPONDERAR con P.O. 18,8 eur/acc. (vs 24,8 eur anterior). Consideramos que la evolución de la acción no es acorde con la situación de Making Science ni su potencial.

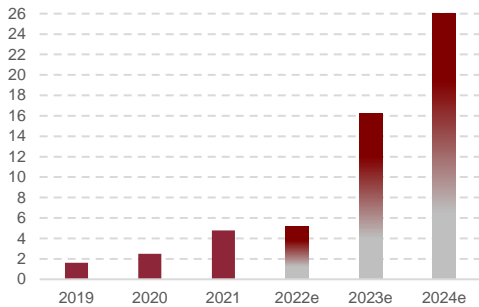
mln eur	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ventas	35,5	60,5	118,4	209,0	256,9	307,7
EBITDA	2,2	4,6	1,8	7,6	11,1	12,9
Margen (%)	6,1%	7,5%	1,5%	3,6%	4,3%	4,2%
EBITDA consenso	2,2	4,6	2,1	9,3	11,7	14,3
Bº neto	1,3	2,6	-1,7	-1,1	-0,2	0,0
BPA (eur)	n.a.	0,36	-0,22	-0,13	-0,03	0,00
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	2,8	-2,1	-30,8	-16,9	-39,9	-55,6
DFN + / Caja neta -	0,4	2,6	22,5	32,5	64,2	105,8

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Making Science en una página

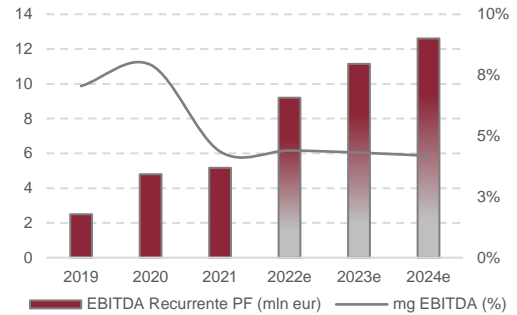
Making Science nació en 2016 mediante la integración de The Science of Digital, fundada por José Antonio Martínez, y Make Marketing y Comunicación. Se fundó con la visión de crear un grupo integrado de tecnología y marketing y con vocación de crecer tanto de forma orgánica como inorgánica. En 2020 salió a cotizar en BME Growth y desde entonces ha adquirido en torno a 17 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



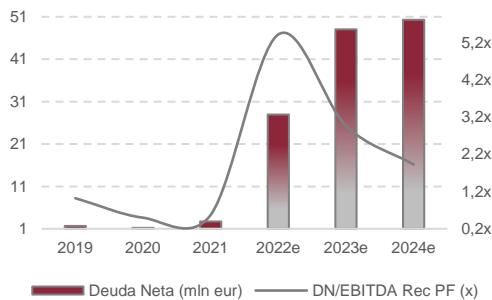
Fuente: Making Science y Renta 4 Banco

Evolución del EBITDA Rec. PF y margen



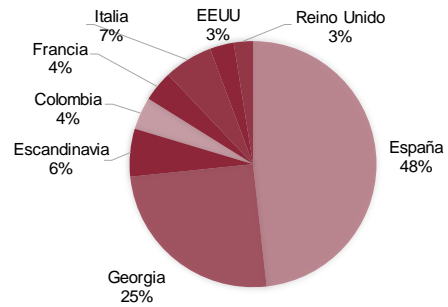
Fuente: Making Science y Renta 4 Banco

DFN y DFN/EBITDA Rec. PF Incl. Adquisiciones



Fuente: Making Science y Renta 4 Banco

Nº de empleados por país



Fuente: Making Science

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.

Rating ESG

vs comparables

E (Medioambiente)	-
S (Social)	-
G (Gobierno corporativo)	-

Rating

MSCI Rating ¹	-
Sustainalytics Risk Rating ²	-
S&P Global ESG Rank ³	-
Divulgación ESG Bloomberg ³	1,9
CDP del clima ⁴	-
Governance Qualityscore ISS ⁵	-

Fuente: Bloomberg, datos compañía. ¹ (CCC-AAA), ² (Min >40 - Max 0), ³ (0-100), ⁴ (1-8), ⁵ (0-10).

Cifras Clave

PYG (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	TACC 19/24
Ventas	35,5	60,5	118,4	209,0	256,9	307,7	54,0%
Coste de ventas	-24,1	-43,9	-87,2	-154,7	-194,0	-232,3	57,3%
Margen Bruto	11,4	16,6	31,2	54,4	62,9	75,4	45,9%
Gastos operativos	-9,2	-12,0	-26,0	-43,5	-49,3	-60,0	45,4%
EBITDA	2,2	4,6	1,8	7,6	11,1	12,9	42,8%
EBITDA ajustado	2,5	4,8	5,2	8,8	12,3	14,1	41,3%
Amortizaciones	-0,6	-0,9	-1,8	-7,1	-9,0	-10,5	80,2%
EBIT	1,6	3,6	0,0	0,5	2,1	2,4	8,4%
Resultado financiero	-0,2	-0,5	-1,8	-1,9	-2,4	-2,4	67,3%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	1,4	3,1	-1,8	-1,4	-0,3	0,0	-56,1%
Impuestos sobre beneficios	-0,2	-0,5	0,1	0,3	0,1	0,0	-50,1%
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Bº Neto	1,3	2,6	-1,7	-1,1	-0,2	0,0	-57,2%
Márgenes y crecimiento (%)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Crec. Ventas	88,6%	70,3%	95,7%	76,6%	22,9%	19,8%	
Margen Bruto	32,1%	27,4%	26,3%	26,0%	24,5%	24,5%	
Crec. EBITDA	44,1%	110,1%	-60,5%	322,4%	46,2%	15,9%	
Margen EBITDA	6,1%	7,5%	1,5%	3,6%	4,3%	4,2%	
Crec. EBITDA ajustado	55,0%	91,4%	7,7%	70,5%	39,9%	14,4%	
Margen EBITDA ajustado	7,1%	7,9%	4,4%	4,2%	4,8%	4,6%	
Crec. EBIT	n.a.	124,6%	-99,3%	1921,0%	328,6%	14,1%	
Margen EBIT	4,6%	6,0%	0,0%	0,2%	0,8%	0,8%	
Crec. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	-41,1%	-76,6%	n.a.	
Balance (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Inmovilizado material	0,3	0,4	1,1	1,5	6,3	13,5	
Inmovilizado inmaterial	5,4	11,0	39,7	49,0	76,2	117,0	
Inmovilizado financiero	0,1	0,1	1,2	2,7	2,0	2,4	
Otro activo fijo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Clientes	11,3	17,9	31,7	43,5	49,0	55,0	
Otro activo circulante	0,1	0,2	0,6	1,3	1,5	1,8	
Tesorería y equivalentes	7,6	12,4	31,3	25,0	15,3	5,7	
Total activo	24,7	41,9	105,5	123,0	150,3	195,4	
Recursos propios	0,4	2,9	11,8	18,0	26,0	40,0	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a largo plazo	2,8	9,0	34,1	39,1	57,1	82,1	
Otros pasivos a largo plazo	0,1	0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	
Deuda financiera a corto plazo	5,3	5,9	19,7	18,4	22,4	29,4	
Proveedores	16,1	24,0	39,3	45,9	44,8	43,9	
Otros pasivos a corto plazo	0,0	0,0	0,1	1,5	0,0	0,0	
Total pasivo	24,7	41,9	105,5	123,0	150,3	195,4	
Principales ratios	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	
Nº acciones (mln)	n.a.	7,1	7,7	8,3	8,3	8,3	
Precio (eur)	n.a.	14,13	23,89	11,10	11,10	11,10	
BPA (eur/acción)	n.a.	0,36	-0,22	-0,13	-0,03	0,00	
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.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
VE/ Ventas (x)	n.a.	1,7	1,7	0,6	0,6	0,6	
VE/ EBITDA (x)	n.a.	22,5	114,3	16,4	14,1	15,3	
VE/ EBIT (x)	n.a.	28,3	8389,5	251,2	73,5	81,6	
PER (x)	n.a.	39,1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
ROCE (%)	186,7%	67,0%	0,1%	1,0%	2,4%	1,7%	
ROE (%)	288,3%	89,2%	-14,1%	-5,9%	-1,0%	0,0%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	0,4	2,6	22,5	32,5	64,2	105,8	
Deuda neta / EBITDA (x)	0,2	0,6	12,5	4,3	5,8	8,2	
Cobertura de intereses (x)	8,9	6,7	0,0	0,3	0,9	1,0	
Capex / ventas (%)	7,9%	11,0%	26,3%	8,1%	16,0%	19,0%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	1,6	3,6	0,0	0,5	2,1	2,4
Amortización de inmovilizado	0,6	0,9	1,8	7,1	9,0	10,5
Variación fondo de maniobra	0,9	1,1	1,3	-4,6	-8,3	-7,2
Resultado financiero	-0,2	-0,5	-1,8	-1,9	-2,4	-2,4
Impuestos	-0,2	-0,5	0,1	0,3	0,1	0,0
Flujo de caja operativo	2,7	4,6	1,4	1,4	0,4	3,3
Inversiones en activo mat e inmat.	-2,8	-6,6	-31,2	-16,8	-41,0	-58,5
Otras inversiones	3,0	0,0	-1,1	-1,5	0,7	-0,4
Flujo de caja libre	2,8	-2,1	-30,8	-16,9	-39,9	-55,6
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	-1,6	-0,1	10,6	7,2	8,2	14,0
Otros	0,0	0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,0
Cambio en deuda neta	1,3	-2,1	-19,9	-10,0	-31,7	-41,6
Deuda neta (+) / caja neta (-)	0,4	2,6	22,5	32,5	64,2	105,8

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

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	11,10	92	Sobreponderar	18,80	69,4%	0,0%
S4 Capital plc	567	2,05	1.165	Sobreponderar	3,08	49,7%	0,0%
Promedio						59,5%	1,8%

Compañía	PER 22e	PER 23e	Cto. Bº Neto 21-23e	PEG 22e	PEG 23e	ROE 22e	P/VC 22e
Making Science Group SA *	n.a.	n.a.	-61,4%	n.r.	n.r.	-5,9%	5,1x
S4 Capital plc	14,7x	11,1x	10,4%	1,4x	1,1x	10,6%	1,6x
Promedio	14,7x	11,1x	-0,3x	n.r.	n.r.	2,4%	3,3x

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 *	16,4x	14,1x	148,5%	3,6%	0,1x	0,4x	4,3x
S4 Capital plc	9,5x	7,3x	26,3%	12,0%	0,4x	0,3x	1,2x
Promedio	12,9x	10,7x	0,9x	0,1x	0,1x	1,4x	2,7x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2022	1 año
Making Science Group SA *	-5,0%	-7,5%	-8,3%	-6,2%	-55,8%	-59,1%
S4 Capital plc	-4,4%	-7,3%	-3,8%	36,3%	-72,1%	-70,3%
Ibex 35	-0,5%	-0,9%	4,1%	5,5%	-4,9%	-3,1%

Fuente: FactSet. * Estimaciones Renta 4 Banco.