

MAKING SCIENCE

Iván San Félix Carbajo
Equity Research Analyst

24 de mayo de 2024

Comenzando la Fase 3. Estados Unidos, principal apuesta

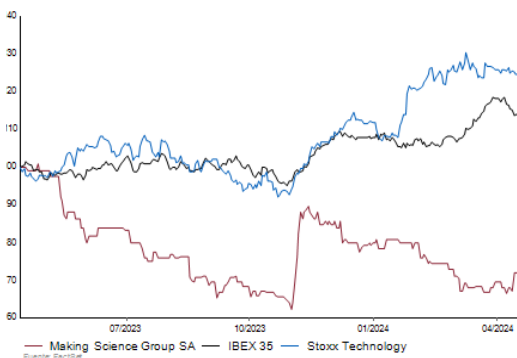
SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 13,8 eur

Precio actual: 9,10 eur

Potencial: 51,3 %

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	1%	0%	-17%
Relativo	-1%	-12%	-39%

MAKS.MC / MAKS ES

Capitalización (mln eur)	76,6
Nº acciones (mln)	8,4
Free Float	14,0%
Vol. día (miles eur)	7,9
Min/Máx 12 meses (eur)	7,50 - 11,20
Revalorización YTD	-9,0%

	Comprar	Mant.	Vender
Consenso Factset	n.d	n.d	n.d

	2023	2024e	2025e
PER	n.a.	23,0x	13,7x
VE/EBITDA	22,4x	8,5x	6,6x
VE/Ventas	0,5x	0,4x	0,3x
P/V	5,4x	3,3x	2,7x
DN/EBITDA	5,3x	2,8x	2,0x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-11,9%	-2,1%	3,9%
ROCE	2,2%	13,5%	17,1%
ROE	-24,2%	14,5%	19,5%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Fase 3 a partir de 2024

Making Science ha entrado en 2024 en la Fase 3 de su ciclo de crecimiento. Esto implica ser un proveedor global de servicios de marketing digital y AdTech y MarTech (análisis de datos) a grandes clientes. Esto ha sido posible gracias a: 1) plan de expansión geográfico, con un alcance actual de 15 países, 2) capacidad para conseguir ser socio preferente de las principales plataformas de internet y 3) desarrollo de tecnología propia, centrada en los últimos años en IA, que se puede complementar con las capacidades de las plataformas.

EEUU, una entrada necesaria

En abril 2023 la directiva aprovechó una oportunidad que brindó la desaceleración del mercado tecnológico para contratar un equipo de ex directivos de Google que está permitiendo acelerar la exposición del grupo al mayor mercado de marketing digital del mundo. Esto, unido a la obtención de la certificación de "reseller" de Google, líder del mercado mundial, tanto en EEUU como en las demás geografías, permite ser optimistas en cuanto a la capacidad de la compañía de dar un salto significativo en crecimiento y rentabilidad.

Ampliación de capital

Making Science ha aprobado realizar una ampliación de capital de hasta 4 mln eur a 7,65 eur/acción (-16% vs cierre anterior) para pagar varias operaciones con el objetivo de seguir ganando presencia internacional, fortalecer su capacidad tecnológica y reducir el apalancamiento financiero.

Guías 2024e y 2027e que implican un crecimiento elevado

La directiva prevé alcanzar un EBITDA recurrente 2024e 14/15 mln eur (R4e 14,4 mln eur) después de haber comenzado el año con unos resultados 1T 24 muy positivos. A medio plazo, el objetivo es alcanzar 23/27 mln eur en 2027e, que implica un crecimiento TACC 2023/27e +30%/+35%. En R4 nos situamos en la parte media del rango (24,3 mln eur).

Conclusión: SOBREPONDERAR con P.O. 13,8 eur/acc. y desde 16,2 eur anterior.

Valoramos Making Science mediante el método de DFC 2024/30e y crecimiento terminal +2%. Nuestro P.O. implica una revalorización muy elevada (>50% antes ampliación de capital) si bien la reducida liquidez de los títulos dificulta la operativa y puede ampliar su volatilidad.

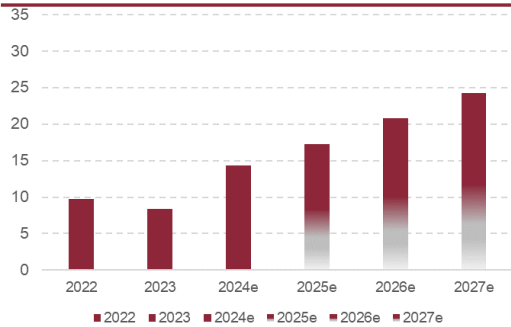
m ln eur	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Ventas	210,1	235,8	276,9	320,4	359,3	394,7
EBITDA	8,1	5,8	13,6	16,8	20,3	23,8
Margen (%)	3,9%	2,4%	4,9%	5,2%	5,6%	6,0%
EBITDA recurrente	9,8	8,4	14,4	17,3	20,8	24,3
Bº neto	-0,1	-3,8	3,3	5,6	8,5	10,9
BPA (eur)	-0,01	-0,45	0,40	0,66	1,01	1,29
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-21,9	-10,0	-1,6	3,0	6,7	9,7
DFN + / Caja neta -	33,9	44,6	39,7	34,7	26,2	14,7

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Making Science en una página

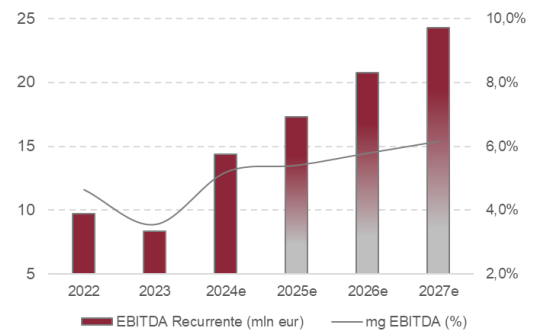
Making Science nació en 2016 mediante la integración de The Science of Digital, fundada por José Antonio Martínez, y Make Marketing y Comunicación. Se fundó con la visión de crear un grupo integrado de tecnología y marketing y con vocación de crecer tanto de forma orgánica como inorgánica. En 2020 salió a cotizar en BME Growth y desde entonces ha adquirido un gran número de empresas, principalmente en Europa, en donde es un competidor relevante. En 2023 han dado un gran salto en EEUU, principal mercado mundial, al contratar un equipo de ex empleados de Google que les permite acceder a grandes oportunidades contando desde enero 2024 con la certificación de “reseller” de Google.

EBITDA Recurrente



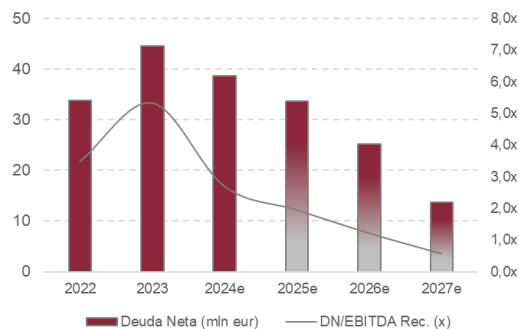
Fuente: Making Science y estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución del EBITDA Rec. y margen



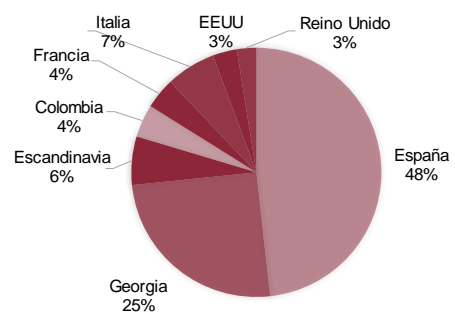
Fuente: Making Science y estimaciones Renta 4 Banco.

DFN y DFN/EBITDA Recurrente (Incluye IFRS 16)



Fuente: Making Science y estimaciones 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- **Oportunidad en EEUU**, principal mercado publicidad digital, con la contratación de un equipo de empleados ex Google.

Riesgos

- 1- **Pérdida de posición de privilegio** con las plataformas, especialmente Google.
- 2- **Disrupción tecnológica** y devaluación de precios en el sector.
- 3- **Venta de acciones** por parte de **directivos**.
- 4- **Pérdida de directivos clave**, principalmente José Antonio Martínez.

ESG

vs comparables

E (Medioambiente)	Rezagado
S (Social)	Debajo de la media
G (Gobierno corporativo)	Rezagado

Rating

MSCI Rating ¹	-
Sustainalytics Risk Rating ²	-
S&P Global ESG Rank ³	-
Divulgación ESG Bloomberg ³	-
CDP del clima ⁴	-
Puntuación ESG Bloomberg ⁵	0,72

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

Índice

1. Tesis de inversión	4
2. Descripción	5
2.1. Inicios	5
2.2. Líneas de negocio	6
2.3. Mercados	7
2.4. Acuerdos con plataformas globales y certificaciones	9
2.5. Tecnología propia	11
2.6. Huella geográfica	12
2.7. Clientes: Captación, recurrencia	13
2.8. Equipo directivo reconocido	15
2.9. Accionariado	17
3. Análisis DAFO	18
4. Estrategia: EEUU en el foco de los próximos años	21
4.1. Entrando en la Fase 3	21
4.2. Entrada en EEUU. Una apuesta necesaria	21
4.3. 2023. Un año de inversión, centrado en EEUU	23
5. Guía y Previsiones	24
5.1. Negocio principal	24
5.1.1. España. Estimaciones	24
5.1.2. Internacional. Estimaciones	25
5.1.3. Negocio principal. Estimaciones	25
5.2. Inversiones	26
5.3. Grupo. Estimaciones Making Science	28
5.4. Guía Making Science 2024e y 2027	28
5.5. R4e vs guía Making Science	29
5.6. Posición financiera. Desapalancamiento y ampliación de capital	29
6. Valoración	32

1. Tesis de inversión

Making Science ha pasado de ser un proveedor de marketing digital (marketing digital y AdTech y MarTech) de escala nacional y con escasa presencia internacional en 2019 a convertirse en un **proveedor integral con una extensa presencia internacional**, siendo **socio preferente de las principales plataformas globales de internet y teniendo capacidad para desarrollar tecnología propia**. Actualmente cuenta con exposición a 15 países y su objetivo es seguir ganando tamaño y presencia en los principales mercados para convertirse en un operador global.

Con este propósito, en abril 2023 **aprovechó una buena oportunidad del mercado en 2023 para acelerar su exposición a EEUU**, principal mercado de marketing digital del mundo. Creemos que este es un **paso clave y determinante para el futuro del grupo** y que el impacto positivo en los resultados se notará notablemente en el futuro.

Los **4 mercados** en los que está presente Making Science: **Marketing digital, AdTech y MarTech (análisis de datos), tecnología, cloud y software y comercio electrónico** presentan buenas perspectivas con crecimientos esperados de un dígito alto/doble dígito bajo anual hasta al menos 2027e.

La directiva considera que la compañía se encuentra en la **Fase 3 de crecimiento**, que se corresponde con: capacidad para duplicar resultados cada 3 o 4 años, contar con un mayor apalancamiento operativo y economías de escala y ofrecer un **servicio integral a clientes más globales y de mayor tamaño**, aumentando la rentabilidad al contar con una eficiente localización geográfica de los recursos.

Aunque esperamos que los resultados de **España** crezcan a un ritmo elevado, es en el **negocio Internacional** donde esperamos que Making Science genere un crecimiento más significativo a medida que la compañía gana tracción en países atractivos y en donde el desarrollo del negocio de Making Science todavía está en fase de maduración.

La directiva ha ofrecido unas **guías 2024e y 2027e** que implican crecimientos elevados y mejoras de márgenes. En Renta 4 situamos nuestras previsiones en la parte media de sus objetivos. Los **resultados 1T 24** son prometedores de cara al cumplimiento de los **objetivos del año: ingresos 270/290 mln eur, margen bruto 74/77 mln eur y EBITDA recurrente 14/15 mln eur**. Para **2027e** la directiva prevé que el **EBITDA recurrente** se sitúe entre **23/27 mln eur (R4e 24,3 mln eur)**.

El Consejo ha aprobado realizar una **ampliación de capital** de hasta 4 mln eur a 7,65 eur/acción (-16% vs cierre anterior) **para mejorar la estructura financiera del grupo y ejercitar las opciones de compra para adquirir participaciones restantes sobre sociedades filiales**. Estas operaciones le permitirán seguir ganando presencia internacional y fortalecer su capacidad tecnológica. Además, la directiva acaba de anunciar la **refinanciación del bono de 12 mln eur** emitido en el MARF y **vencimiento octubre 2024**. Creemos que estas dos operaciones son positivas de cara a mejorar la estructura financiera del grupo y que facilitarán a la directiva cumplir con los objetivos de los próximos años.

Valoramos Making Science en 13,8 eur/acción, que implica un múltiplo VE/EBITDA recurrente 2024e de 11,2x, y recomendamos SOBREPONDERAR. Consideramos que los títulos están muy infravalorados y que están penalizados por la escasa liquidez.

2. Descripción

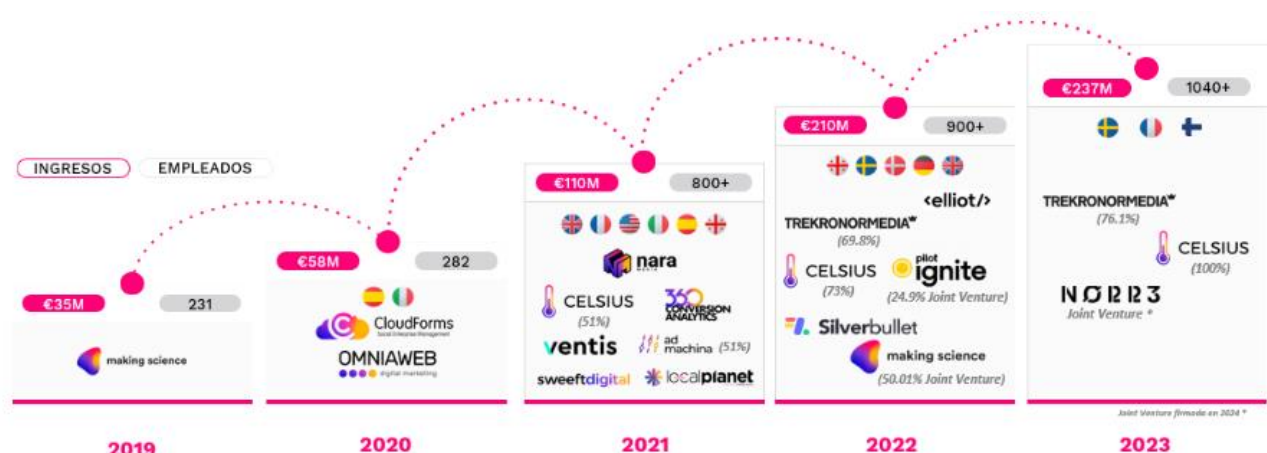
2.1. Inicios

Making Science nació en 2016 mediante la integración de **The Science of Digital**, fundada ese mismo año por José Antonio Martínez y centrada en el marketing digital y en 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 febrero 2020 se incorporó negociación al MAB (Mercado Alternativo Bursátil, ahora BME Growth).

El proceso de integración de compañías siguió siendo muy intenso entre 2020/2022. En **2020** incorporó **Cloudforms** (España) y **Onminaweb** (Italia). En **2021** adquirió **Celsius** (Francia), **Nara Media** (Reino Unido), **360 Conversion** (EEUU), **Ventis** (Italia), un 51% de **Agua3** (Ad Machina, en España), Sweeft Digital (Georgia) y un 7% de **Local Planet**. En **2022** Making Science adquirió **ELLIOT**, también con base en Georgia, el 69,8% de United Communications Partners, dueña de Grupo **Tre Kronor**, que elevó su participación en **Local Planet** hasta el 11,9%, y dos joint ventures (JVs), **Pilot Ignite**, que le dio entrada a Alemania, y **Silverbullet** (Reino Unido). Desde **2023** de momento sólo ha realizado una operación, una Joint Venture en Finlandia con **NORR3** (en 2024).

Cuadro 1. Evolución del grupo – Creación y Adquisiciones



Fuente: Making Science.

Cuadro 2. Adquisiciones y Empresas conjuntas (JVs) desde 2020

Compañía	Fecha Consolidación	País	Segmento de negocio
CloudForms	jul-20	España	Soluciones en la nube. Implantación tecnología Salesforce
OMNIWEB	oct-20	Italia	Marketing digital, comercio electrónico, capacidades en Amazon
nara	feb-21	Reino Unido	Marketing digital y aplicaciones de marketing
CELSIUS	feb-21	Francia	Marketing digital y programática
CONVERSION ANALYTICS	abr-21	EEUU	Analítica de datos, plataformas comercio electrónico
ventis	may-21	Italia	Comercio electrónico. Marketplace propio
ad machina	sep-21	España	Empresa conjunta. Marketing digital. SEM
sweeftdigital	sep-21	Georgia	Comercio electrónico, plataformas de pagos, desarrollo webs y apps
local planet	oct-21	Global	Red de agencias digitales de ámbito global
elliott	ene-22	Georgia	Marketing digital
TREKRONORMEDIA	feb-22	Escandinavia	Marketing digital
pilot ignite	abr-22	Alemania	Empresa conjunta. Agencia digital
Silverbullet	may-22	Reino Unido	Empresa conjunta. Analítica de datos, transformación digital y soluciones para privacidad
NORR3	ene-24	Finlandia	Making Science operará conjuntamente con la agencia NORR3

Nota, Participaciones de Making Science: The Kronor Group: 76,1%, Ad machina 51%, Pilot Ignite 24,9%, Silverbullet 50,01% y Local Planet, 11,9%. Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Como veremos más adelante, Making Science mantiene la **vocación compradora**, con el objetivo principal de entrar o fortalecer su presencia en los principales países del mercado de marketing digital, si bien **creemos que el enfoque a partir de ahora será más gradual**. Aparte de adquisiciones, Making Science está apostando recientemente por establecer JVs con distintas compañías. Las 3 últimas operaciones han sido mediante este formato. En este sentido, su apuesta por la red **Local Planet** cobra un especial protagonismo. Local Planet es una agencia global de consultoría digital que aglutina 62 agencias y está presente en 85 países. Silverbullet o Pilot Ignite forman parte de Local Planet y creemos que Making Science podría ampliar su estrategia de JVs con otras entidades que forman parte de este grupo.

2.2. Líneas de negocio

Making Science divide su actividad en **4 líneas de actividad: Marketing digital, AdTech y MarTech (tecnología de publicidad y marketing y análisis de datos), Tecnología, Cloud y software y Comercio electrónico**.

Las dos principales líneas de actividad son las dos primeras, que generan en torno al 65% de los ingresos, Tecnología en torno al 30% y Comercio electrónico y otros el 5% restante.

Entre los **servicios de marketing 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 comercio electrónico) para maximizar su impacto digital, el tráfico en la web y las ventas.

En **AdTech y MarTech** ofrece servicios de consultoría e implementación de tecnología de las principales plataformas y de medición y **análisis de datos** publicitarios para optimizar las campañas de marketing digital. Además, revende a sus clientes espacios publicitarios y licencias de software de las principales plataformas tecnológicas.

En **tecnología, cloud y software** desarrolla modelos y plataformas para cargar y analizar altos volúmenes de datos (big data), desarrolla y mantiene páginas web, plataformas de Ecommerce, sistemas de ERP, CRM o en la nube y crea tecnología propia y vende licencias bajo el modelo SaaS (software como servicio).

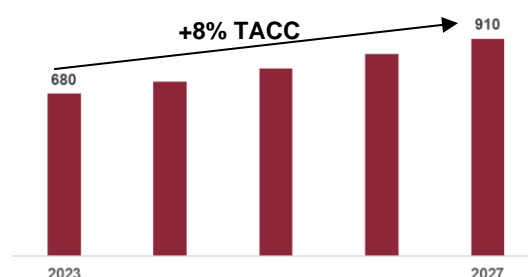
En **comercio electrónico** es propietaria de Ventis, una plataforma que adquirió en 2021 con sede en Italia y que opera en España e Italia. Making Science llevó a cabo un proceso de reestructuración integral que finalizó en 2023.

2.3. Mercados

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, AdTech y MarTech (análisis de datos), Comercio electrónico 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 marketing 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 Comercio electrónico o páginas web, entre otros. Estas dinámicas del mercado están permitiendo al sector crecer a tasas anuales de doble dígito y las perspectivas apuntan a que seguirá haciéndolo en los próximos años.

Marketing digital: Está previsto que el marketing digital crezca a nivel global en torno a un **8% TACC entre 2023 y 2027e** hasta unos 910 mil mIn USD.

Cuadro 3. Mercado mundial de marketing digital. Gasto publicitario (miles mIn USD)

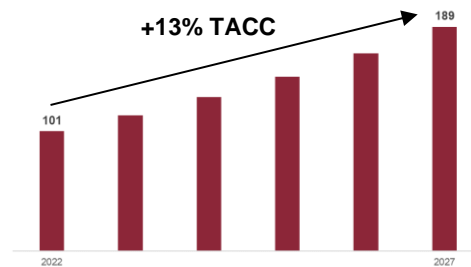


Fuente: Statista. Agosto 2023. Elaboración Renta 4 Banco.

Los **dos principales segmentos de marketing digital** son **búsquedas**, siendo Google la empresa líder con una cuota superior al 20%, y **vídeos**. Entre ambas (búsquedas y vídeos) sumarían un 67% de la inversión publicitaria digital en 2023e. Si a estos dos le sumamos la publicidad en banners, la cuota alcanzaría el 91%. El incremento del acceso y uso de las redes sociales, la creciente especialización de las compañías del sector, el elevado coste de los desarrollos tecnológicos propios y la aparición de pequeñas y medianas empresas favorecen al desarrollo y crecimiento de este negocio.

AdTech y MarTech: Las empresas tienen acceso a una **cantidad de datos cada vez mayor** si bien el grado de utilización aún es muy bajo. Con el fuerte crecimiento de la demanda de datos previsto, en torno a **+13% TACC entre 2023 y 2027e**, y el limitado uso actual, cobra especial relevancia saber recopilarlos y procesarlos. Así, las compañías podrán optimizar las campañas de marketing, adaptar su oferta al cliente y automatizar acciones comerciales.

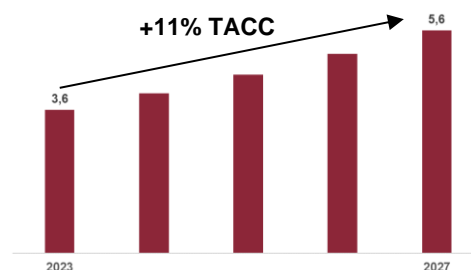
Cuadro 4. Mercado mundial de análisis de datos (miles mln USD)



Fuente: Global Data, Julio 2023. Elaboración Renta 4 Banco.

Comercio electrónico: El mercado de venta por internet crece a doble dígito y seguirá haciéndolo en los próximos años. Se espera que avance **+11% TACC entre 2023 y 2027e**. El fuerte crecimiento de la **venta online** le está permitiendo ganar peso frente a la venta en tienda y otros canales. De este modo, es importante desarrollar plataformas de comercio electrónico que sirvan a su vez de soporte para la recopilación y análisis de los datos.

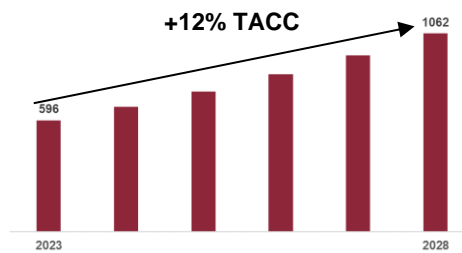
Cuadro 5. Mercado mundial de comercio electrónico B2C (billones USD)



Statista. Agosto 2023. Elaboración Renta 4 Banco.

Almacenamiento de datos en la nube (Cloud): Es otro segmento que ha crecido a doble dígito y que se espera que continúe a un ritmo de doble dígito anual (+12%) hasta 2028e. Cada vez hay más compañías que recopilan los datos en la nube y los analizan, de ahí la necesidad de desarrollar plataformas cloud.

Cuadro 6. Mercado Nube pública (miles mIn USD)



Fuente: Statista. Septiembre 2023. Elaboración Renta 4 Banco.

2.4. Acuerdos con plataformas globales y certificaciones

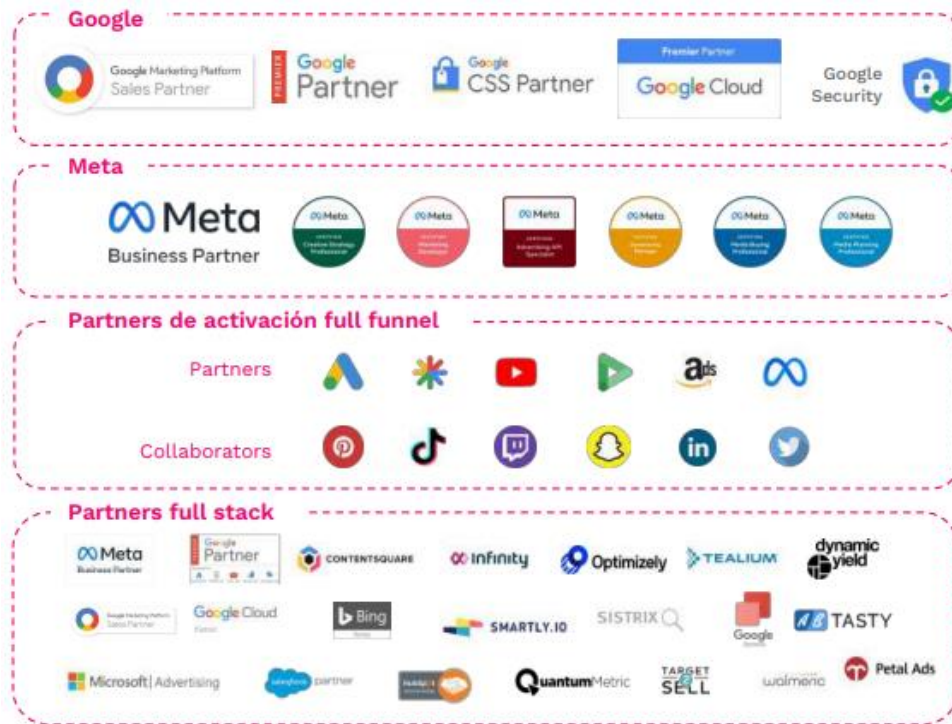
Making Science **pretende ser el proveedor estratégico de sus clientes ofreciendo una oferta completa de servicios de marketing y tecnología.** La compañía está capacitada para acompañar al cliente en todas las fases de la cadena de valor y para ello ofrece servicios a medida para maximizar la conversión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

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 con las principales plataformas tecnológicas como Google, Meta, Amazon, Tik Tok, Salesforce y otros. Además, amplió significativamente su equipo de EEUU, principal mercado mundial de marketing digital, en 2023 con la incorporación de varios ex directivos de Google.

Las **plataformas tecnológicas globales** tienen un **peso significativo en el mercado global de marketing digital.** Las **4 principales** (Google, Meta, Amazon y Tik Tok) cuentan con una **cuota estimada de casi el 70%** del total (39%, 18%, 7% y 3%, respectivamente) según Statista Digital Market Insights. Llegar a ser **socio principal de estas plataformas es fundamental** para posicionarse en el mercado y acceder a los clientes más codiciados, que son las grandes compañías (multinacionales) que demandan servicios avanzados de carácter recurrente. **La condición de socio principal de estas plataformas, además, está reducida a un selecto grupo de compañías** ya que, en primer lugar, la entrada es por invitación expresa de las plataformas. Aparte, estas compañías deberán contar con un gran número de profesionales con un alto grado de formación que les permita conseguir certificaciones y superar el proceso de certificación a nivel compañía, que requiere, entre otros hitos, presentar satisfactoriamente dos casos avanzados por nódulo y país.

Making Science es socio principal de las principales plataformas tecnológicas de marketing en los países en los que opera (España, Europa, LatAm y EEUU). A continuación podemos ver una lista de los socios tecnológicos de Making Science y el tipo de colaboración con cada una de ellas.

Cuadro 7. Socios tecnológicos



Fuente: Making Science.

Making Science es “sales partner” y reseller de Google, la principal plataforma tecnológica de marketing digital, en Europa, EEUU (desde el 1 de enero 2024). En España y EEUU cuenta con las **7 certificaciones de productos** que existen en todos los mercados y es capaz de ofrecer todos o casi todos los 11 servicios por país. En la parte inferior podemos ver el **número de competidores (otros socios de Google) por país**, un número reducido teniendo en cuenta el tamaño de mercado y el grado de especialización necesaria para conseguirla, principal barrera de entrada en el sector.

Cuadro 8. Certificaciones de Google por país

EMEA				USA	LATAM	
ESPAÑA 9 delivered 2 documented 4 Sales Partner 1 Competitor*	REINO UNIDO 4 documented 6 capable 14 Sales Partner 8 Competitors*	FRANCIA 1 documented 9 capable 6 Sales Partner 5 Competitors*	ITALIA 2 documented 8 capable 4 Sales Partner 1 Competitor*	ESTADOS UNIDOS 8 documented 3 capable 15 Sales Partner 1 Competitor*	MÉXICO 10 capable 4 Sales Partner 0 Competitors*	COLOMBIA N/A 1 Sales Partner
PORTUGAL 3 delivered 6 capable 3 Sales Partner 7 Competitors*	ALEMANIA 1 documented 7 capable 9 Sales Partner 18 Competitors*	SUECIA N/A 3 Sales Partners				

* Las 7 certificaciones de productos que existen son: 1) Analytics; 2) Campaign Manager; 3) Creative; 4) Display & Video 360; 5) Conversion Optimization; 6) Search Ads 360; 7) Tag Manager
 ** Los 11 servicios que existen son: 1) Operating & Organizational Model; 2) First Party Data Integration Platforms; 3) Implementation, Consolidation & Data Capture; 4) Data Driven Attribution; 5) Audience Strategy; 6) Predictive & Advanced Analytics; 7) Creative Services; 8) Marketing AI; 9) Search and Display Video AI; 10) UX Personalization, Site Speed & Progressive Web Apps; 11) Commerce

Fuente: Making Science.




Making Science tiene una **relación privilegiada con Google**, de quien es socio prioritario en todos los mercados en los que está presente. Consideramos que esta es una gran ventaja competitiva, al tener acceso a las mejores herramientas del mercado con las que atender a los clientes más exigentes.

2.5. Tecnología propia

Desde sus comienzos, Making Science ha desarrollado o incorporado a partir de las adquisiciones programas tecnológicos propios como **Gauss AI, Nilo, Shoptize, Data quality, Unifeedr, Ventis o ad machina**. En los últimos años Making Science ha invertido en Inteligencia Artificial (IA) a través de soluciones como **Gauss** (IA predictiva), orientada a mejorar la eficiencia de la inversión publicitaria prediciendo y anticipándose a las necesidades futuras del cliente, identificando sus costumbres de compra, con productos como BrandMax o DNLTV, **Ad machina** (automatización), que genera un lenguaje natural para transformar las campañas publicitarias avanzadas de Google, generando más ventas a un menor coste, o **Trust Generative IA** (IA generativa), plataforma avanzada de aprendizaje automático que se integra en las capacidades de IA generativa de Google y OpenAI. Aprovecha los datos propios de la empresa para almacenar, validar y optimizar los resultados de las plataformas generativas. Making Science ha invertido unos 15 mln eur en tecnología propia en los últimos 8 años. La inversión en tecnología esencial y es un proceso recurrente que determina las ventajas competitivas de los distintos competidores. Esperamos que Making Science continúe reforzándose en este ámbito si bien consideramos que su capacidad tecnológica actual es destacada.

A continuación os presentamos una descripción de las **principales tecnologías desarrolladas por Making Science**:

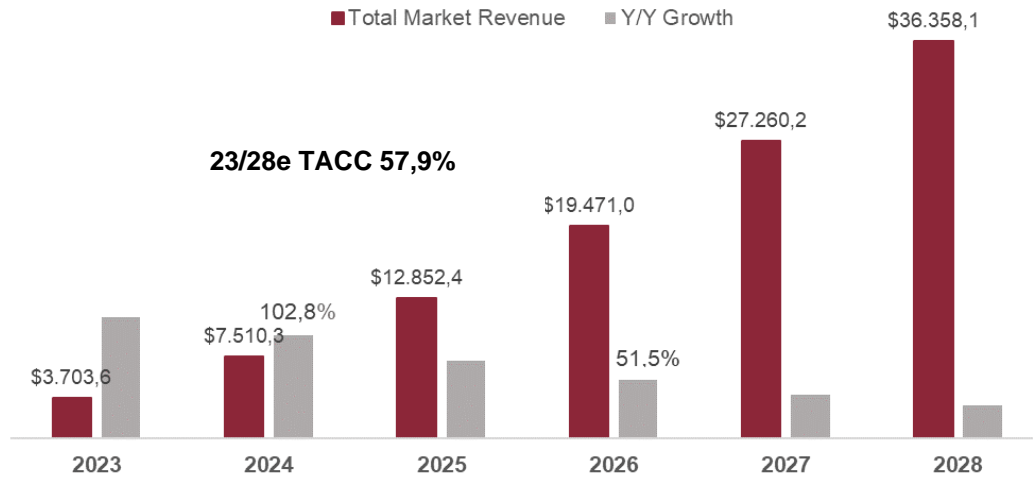
Cuadro 9. Tecnología propia de Inteligencia Artificial

	<p>IA Predictiva: Plataforma tecnológica especializada en ofrecer soluciones de marketing digital que aumentan eficazmente las ventas, mejoran la eficiencia de la inversión y precisan y anticipan con precisión las necesidades futuras mediante la identificación de la propensión de los clientes a: compra, retorno, recurrencia y valor de compra <i>BrandMax:</i> Facilita la creación de scripts de puja personalizados para campañas de branding. <i>DNLTV:</i> Planificación televisiva e integración de informes para obtener una visión completa para una combinación de medios optimizada.</p>
	<p>Automatización: Tecnología de generación de lenguaje natural que transforma el product feed en campañas publicitarias avanzadas de Google, generando más ventas a un menor coste. Broad Match, Creative Personalisation, PMAX.</p>
	<p>IA Generativa: Plataforma avanzada de aprendizaje automático que se integra con las capacidades de IA generativa de Google y OpenAI. Aprovecha los datos propios de la empresa para almacenar, validar y optimizar de forma segura los resultados de las plataformas generativas y permite pasos de procesamiento humano según sea necesario: Texto, sonido, imagen, video.</p>

Fuente: Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Creemos que **aquellas compañías de marketing digital que logren adoptar con éxito las herramientas de IA tendrán la oportunidad de poder crecer a un mayor ritmo**. La IA permite aportar valor en la captación y retención de clientes, mejorar el análisis y la generación de ideas para la toma de decisiones y automatizar tareas que permitan acelerar los plazos de las campañas publicitarias. Está previsto que el mercado de IA se multiplique por 10 en los próximos 5 años, creciente a tasas anuales cercanas al 60%.

Cuadro 10. Mercado IA generativa



Fuente: S&P Global market Intelligence (451 Research, AI generative market monitor 2023).

Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

2.6. Huella geográfica

A continuación, podemos ver la **huella geográfica** de Making Science. Actualmente Making Science cuenta con presencia en **15 países**, casi todos en Europa (España, Alemania, Francia, Reino Unido, Irlanda, Italia, Portugal, Escandinavia, Georgia), EEUU, México y Colombia, y 22 oficinas. La plantilla alcanza los 1.200 empleados.

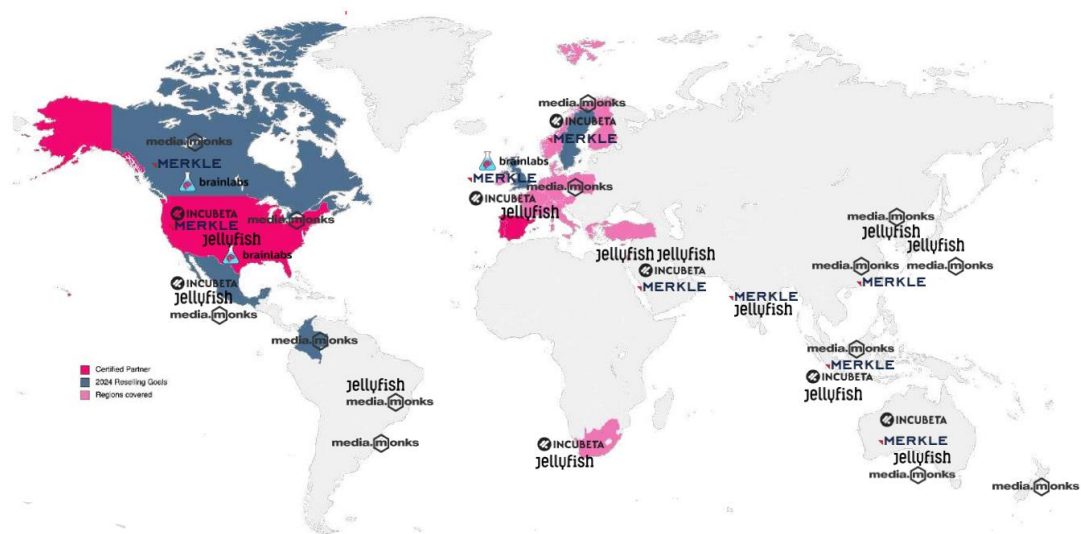
Cuadro 11. Huella geográfica Making Science



Fuente: Making Science.

Para alcanzar un tamaño “global”, **Making Science debería ampliar su huella y entrar en algunos países relevantes, como puedan ser Brasil, Canadá, Australia o el sudeste asiático, entre otros.** Además, es esencial que fortalezca su presencia en otros mercados como EEUU, el más grande a nivel mundial, tal y como está haciendo, o Alemania, en donde entró recientemente sin tener todavía gran relevancia. A continuación podemos ver su presencia (en color) y la de algunos de sus principales competidores, como Jellyfish, Incubeta, Mediamonks o Merkle, que tienen una presencia mucho más extendida y cubren los principales mercados de marketing digital mundial. Consideramos que la **cobertura ideal** para un **competidor global** sería tener presencia en los **principales 20 mercados publicitarios.**

Cuadro 12. Huella geográfica principales competidores



Fuente: Making Science.

2.7. Clientes: Captación, recurrencia

La **cartera de clientes** de Making Science es **muy numerosa** y cada vez incluye a un mayor número de compañías de gran tamaño y que son referentes en sus mercados.

Su privilegiada **relación con Google**, la gran referencia del mercado a nivel mundial, le proporciona un reconocimiento adicional entre los potenciales clientes. Esto le permite tener acceso a un mayor número de clientes potenciales a través de **recomendaciones.**

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%/85% de los ingresos son recurrentes**, bajo cobro de **comisiones mensuales con contratos a largo plazo.** La estructura de las comisiones de servicio puede variar considerablemente en función de cada caso, cliente y empresa y son de dos tipos: **tarifas recurrentes** (80%/85% del total) que se cobran en función de la disponibilidad y utilización de recursos. Pueden ser gestión de campañas publicitarias, compra de medios, análisis e informes.

Suelen tener continuidad en el tiempo. La segunda son **proyectos** (15%/20% del total) por los que se cobran honorarios fijos que suelen tener un plazo limitado. Pueden ser campañas específicas, estrategia, desarrollos de webs o apps y migraciones.

Aparte de los ingresos recurrentes, Making Science capta en torno a un **15% adicional** al año mediante **cross y up selling** a clientes existentes o **captación** de nuevos clientes. Además, la **tasa de bajas** es muy baja y se sitúa en torno al 3%/5%.

Otro aspecto positivo es la **baja concentración de los clientes**. El cliente más importante de Making Science aporta el 6,3% del margen bruto y los 5 primeros en torno al 19%. Si nos vamos a los 10 primeros su aportación alcanza el 26% y la de los 20 primeros el 37%. Consideramos que la dependencia a los principales clientes es baja. Además, los principales clientes tienen contratados varios servicios y ninguno representa más del 3% del total.

Cuadro 13. Algunos clientes con relación a largo plazo



Datos Making Science

Cuadro 14. Nuevos clientes 2023



Datos Making Science

Cuadro 15. Empezando 2024 con nuevas incorporaciones (izquierda España, derecha Internacional)



Datos Making Science

Algunas **claves para la captación y retención de clientes** son el posicionamiento geográfico, tener la capacidad de ser proveedor integral de servicios de marketing digital, contar con tecnología propia y ser socio preferente de las principales plataformas tecnológicas.

2.8. 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.

Cuadro 16. Estructura organizativa

Consejero Delegado		Servicios Corporativos					
<p>José Antonio Martínez Consejero Delegado</p> <ul style="list-style-type: none"> Google, Director General España, Portugal, Canadá, hasta 2016 Director Internet y Desarrollo de Productos (Vodafone España) Fundador The Science of Digital y mCentric Profesor Estrategia Digital y Tecnología, en MBA en IE (desde 2012) 		<p>Marco Silva Director Financiero</p> <ul style="list-style-type: none"> Banco Santander, CEO Santander London Branch (UK), Contoller Financiero (Portugal/Polonia) (2011-21) Strategic Business Leadership, Univ. Chicago (2018) 		<p>Clara Ballesteros Directora People & Culture</p> <ul style="list-style-type: none"> 2018-20: Directora RR.HH. Ymedia 2018: Talent acquisition & People development Manager en Planasa Experiencia previa en HRBP Defense & Ourdoors en Maxam, en Primark, y consultoría en Deloitte 		<p>Javier Mora Director de Información</p> <ul style="list-style-type: none"> Rosmiman Software Corporation, COO, en Dubai (2015-18) Abengoa, Project Manager en Sistemas de Telecomunicaciones (2010-15) Experiencia previa en Applus, Unión Fenosa, Vodafone 	
<p>Líneas de Actividad</p>		<p>Mónica González Directora Marketing y Comunicación</p> <ul style="list-style-type: none"> 2016-18: Marketing Director España & Latam en DataCenterDynamics 2011-16: Head de Marketing España & México en 1&1 Internet Experiencia previa en Telvent y Grupo MC Electromedicina 		<p>Mark Santos Director Corporate Finance</p> <ul style="list-style-type: none"> 2012-22: Banca de Inversión (M&A) en TD Securities (Canadá) 2008-12: Finance BBA en York University CFA Charterholder 			
<p>Álvaro Verdeja Director Global Tech & Data</p> <ul style="list-style-type: none"> Make, COO desde 2006 en Making Science Experiencia previa en Mercedes Benz, Grupo Urallita y Startupbootcamp Fundador de WOPT, y Uva y Bellota ADE Internacional en ICADÉ 		<p>Patricia Yuste Directora Marketing Digital</p> <ul style="list-style-type: none"> Directora de Digital Marketing Services en Local Planet Digital Asesora en Plan Amazonia Directora de Marketing Digital en ABBvie (Abbott Laboratories) y en Universidad Europea 		<p>Kevin Daly Director de First Party Data</p> <ul style="list-style-type: none"> 30+ años de experiencia en sectores de telecomunicaciones y tecnología entre Estados Unidos y Europa 2000-2020: co-fundador y CEO durante 20 años de mCentric 		<p>Jorge Alonso Director de Productos (Tecnología Propia)</p> <ul style="list-style-type: none"> 2011-20: JOT Internet Media, Co-CEO (2018-20), previamente Director de Strategic Partnerships & Business Development Experiencia previa en Protecmobile, BTG, Centro de Estudios Garrigues, Aktual Vision, TCP, Axpe 	
<p>Eduardo Sarciat Managing Director Ad-Machina (Tecnología Propia)</p> <ul style="list-style-type: none"> 2018-actual: fundador & CEO, Ad-Machina y Agua3 Growth Engines (desde 2021, Managing Director Ad-Machina Making Science) 2016-18: Director Marketing (CMO) Hundredrooms 2011-16: CMO en Habitissimo 		<p>Antonio Negro Director E-Commerce & Retail</p> <ul style="list-style-type: none"> Google, Head of Startups & Performance, hasta 2018, tras 10+ años Asesor en tecnología, desarrollo de negocio y marketing para diversas empresas MBA, IE (2012-14) 		<p>Gonzalo Valdés Director Estrategia & Consultoría</p> <ul style="list-style-type: none"> 10+ años de experiencia Consultoría Estratégica. Oliver Wyman y The Cocktail Ingeniero de caminos, canales y puertos por la Universidad Politécnica de Madrid Fundador del Fondo económico empresarial 		<p>Santiago Larrauri Director Desarrollo de Negocio</p> <ul style="list-style-type: none"> The Cocktail, Business Development Consultant (2016-17) Google, Manager Hub Innovación Móvil (2015-16) EMBA, IESE (2017-18), Ing. Informática, UAM 	

Fuente: Making Science.

Cuadro 17. Dirección internacional

Los últimos directivos que se han incorporado a la dirección internacional de Making Science forman parte de los 3 antiguos directivos de Google que fichó la compañía en abril 2023 para llevar a cabo la expansión del grupo en EEUU.

Dirección Internacional		
<p>Victor Vasallo Managing Director Italia</p> <ul style="list-style-type: none"> 1998-actual: fundador & CEO, Omniweb (desde 2020, Managing Director de Making Science Italia) 2010-actual: CEO de VI Va Srl 2017-actual: Consejero de Telecttà 2012-20: Talent Garden 		<p>Lloyd Davies Managing Director Reino Unido</p> <ul style="list-style-type: none"> 2014-actual: fundador & CEO, Nara Media (desde 2021, Managing Director de Making Science Reino Unido) 2013-14: consultor técnico en Trumlin 2004-14: desarrollador senior en Gamesys 1999-2004: Steria Group
<p>Jérôme Cauchard Managing Director Francia</p> <ul style="list-style-type: none"> 2016-actual: co-fundador & CEO, Celsus 2013-actual: ponente en Sciences Po 2013-16: Agency Head en Google 2008-13: CMO en TFI 		
<p>Jérémie Leita Deputy Managing Director Francia</p> <ul style="list-style-type: none"> 2016: co-fundador, Celsus 2013-16: Business Acquisition Manager en Google 2012-13: Development Director en Effilab Experiencia previa Roland Berger y Crédit Agricole 		<p>Vako Turnava Managing Director Georgia</p> <ul style="list-style-type: none"> 2017-actual: co-fundador & CEO, Sweetf (desde 2021, Managing Director de Making Science Georgia) 2022: fundador de Skillwill 2018-21: Head of Mobile Payments en Ventis 2011-16: fundador & CEO en PuntoPay Sri
<p>Niclas Fröberg Managing Director Suecia, Noruega y Dinamarca</p> <ul style="list-style-type: none"> Consejero, DI Luca & DI Luca; Presidente del Consejo en Sveriges Marknadsförbund 2012-22: CEO en UCP 2007: fundador Tre Kronor Media Experiencia previa CEO Glife Media Group, MindShare y Skandinavisk Medie Konsult 		
<p>Jason Downie Managing Director Estados Unidos</p> <ul style="list-style-type: none"> Google, Director, Global Client and Agency Solutions, Data/Tech, Americas (2020-23) Lotame, Chief Revenue and Strategy Officer (2010-20), Experiencia previa en Bain The Wharton School en University of Pennsylvania. BS Economics and Business 		<p>Mallory Bradford Chief Customer Officer Estados Unidos</p> <ul style="list-style-type: none"> 2020-23: Head of Customer Success en Google 2010-20: Experiencia previa en Google: Manager GMP Billing and Deals Solutions, Principal, Programmatic Account Manager 2009-10: ICF International, Account Manager
<p>Nick Tiano Chief Revenue Officer (CRO) Estados Unidos</p> <ul style="list-style-type: none"> 2022-23: Global Data & Tech Lead en Google 2012-22: Exp. previa en Google, Sr. Account Executive (Global Data & Tech, GMP) Exp. previa desarrollo de negocio y marketing Riezebos Holzbaur (2009-12), Cunningham Engineering (2006-09), CitiMortgage (2005-06) 		

Fuente: Making Science.

Por su parte, el Consejo de Administración cuenta con 6 miembros, estando capacitado para acoger entre 3 y 12 personas. De los 6 consejeros, uno ostenta su cargo con carácter Ejecutivo y Dominical, habría un Ejecutivo y un Dominical adicional y dos independientes.

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**, de la que José Antonio Martínez también es accionista, 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** fue Presidente Ejecutivo de BDO España desde 2003 hasta 2023 y desde entonces es el Presidente de su Fundación.

2.9. Accionariado

El **principal accionista** de Making Science es **José Antonio Martínez**, su Consejero Delegado, con un 63% del capital. Un 21% está en manos de **fundadores/directivos de empresas** que han sido adquiridas y el resto formaría parte del **free float** (14%) y **autocartera** (3%).

Cuadro 18. Accionistas

Accionistas	%
Jose Antonio Martínez	63%
Directivos/Fundadores empresas adquiridas	21%
Free Float	14%
Autocartera	3%
Total	100%

Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco (datos redondeados).

3. 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. Cuenta con más de 1.000 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. Así, Making Science lleva años invirtiendo en tecnología (unos 15 mIn eur en los últimos 8 años) y estas inversiones le han permitido desarrollar soluciones en Inteligencia Artificial (Gauss ai, Ad machina o Trust Generative AI) que actualmente constaría mucho más desarrollar o comprar.

Acuerdo preferencial con Google y certificaciones en las principales plataformas de Marketing digital: Making Science se ha consolidado como uno de los principales socios de Google, la principal plataforma tecnológica de marketing digital, a nivel mundial. El último hito ha sido conseguir el contrato de “reseller” en EEUU a partir de enero 2024. Esto es muy relevante ya que EEUU es el primer mercado de marketing digital del mundo y sólo hay 12 resellers con todas las certificaciones “full stack”.

Además, Making Science cuenta con certificaciones de las principales plataformas como Meta, Amazon, Tik Tok, 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. Los miembros del nuevo equipo de EEUU, mercado en el que hay depositadas grandes expectativas, también proceden de Google. 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. Siendo socio preferente de Google, además, da acceso a Making Science a los clientes más demandados, grandes multinacionales que demandan sus servicios en muchos países.

Recurrencia de ingresos: En torno al 85%/90% de los ingresos tienen carácter recurrente y el ritmo de captación de clientes está siendo elevado. Making Science suele captar en torno a un 15% de clientes nuevos por año y la tasa de bajas es reducida, en torno al 5%. 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 determinantes 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 marketing digital o análisis de datos: Aunque creemos que la marketing 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 y Elliot** (adquiridas en septiembre de 2021 y enero de 2022) que podrían verse afectadas por la guerra Rusia/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 realice nuevas operaciones que le den acceso a nuevos mercados, si bien creemos que a partir de ahora este proceso será más gradual. Estos acuerdos (adquisiciones, JVs) deberían ayudarla a complementar su ecosistema de servicios, conseguir tecnología diferencial además de darle entrada a 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. Creemos que el futuro del desarrollo estará orientado a la IA y en este sentido valoramos favorablemente el posicionamiento que tiene Making Science.

Mayor escala, nuevos clientes: Making Science está accediendo a los clientes más demandados del mercado. Con su tecnología, acuerdos estratégicos y tecnología propia, ya puede acceder a clientes multinacionales que requieren servicios más sofisticados y en muchos países. En este segmento, además, la competencia no es tan intensa, ya que la capacidad de acceso está muy limitada.

Debilidades

Competencia intensa como consecuencia de operar en un mercado atractivo, con gran capacidad de crecimiento. Creemos que la competencia es especialmente intensa a nivel nacional. En el mercado global, el número de competidores es reducido si bien algunos de ellos tienen un tamaño, buena imagen de marca y amplios 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.

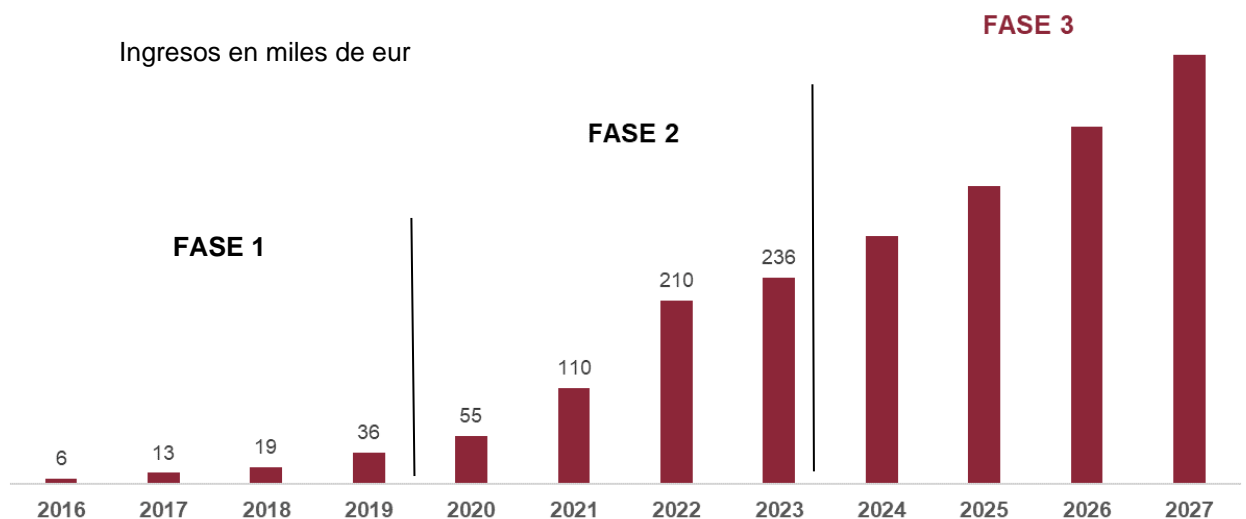
Estrecha liquidez de los títulos: Making Science cuenta con un free float reducido (14%) y la contratación diaria es muy reducida (7,9 mil eur media diaria últimos 6 meses). Esta estrechez dificulta la operativa y puede ampliar la volatilidad de la cotización. En este sentido, los títulos se vieron afectados principalmente en 2023, por la venta de la posición de un directivo del grupo.

4. Estrategia: EEUU en el foco de los próximos años

4.1. Entrando en la Fase 3

La directiva considera que **Making Science ha entrado en la Fase 3** del ciclo de su negocio. En la **Fase 1**, desde 2016/19, Making Science se centró en comenzar a desarrollar aplicaciones tecnológicas y en consolidar las distintas sociedades españolas que le permitieron ser un competidor local. **La Fase 2 concluyó en 2023**. Esta fase ha estado marcada principalmente por su expansión internacional, en haberse convertido en un proveedor integral de marketing digital y en haber conseguido ser socio tecnológico de las principales plataformas mundiales. El volumen de negocio ya es muy superior al de la Fase 1 al haber duplicado su tamaño en 3/4 años. Está prevista que en la **Fase 3** Making Science pueda dar servicio a clientes más grandes y globales y que la compañía tenga un apalancamiento operativo y una localización de los recursos que le permitan ser más rentable.

Cuadro 19. Fases Making Science



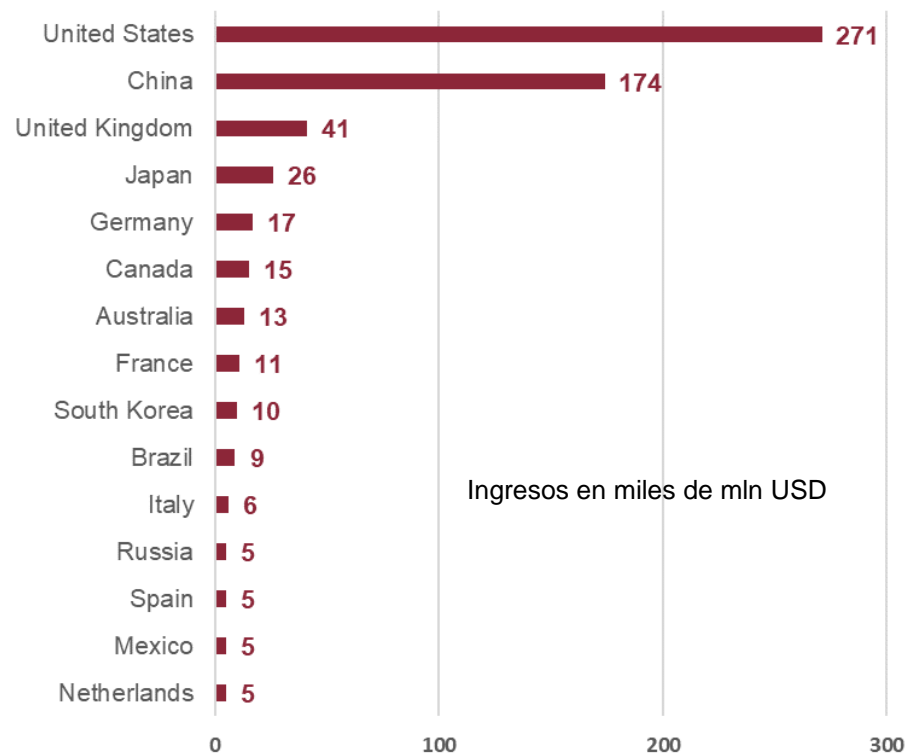
Datos Making Science. Escala de ingresos Fase 3 sólo orientativa. Elaboración Renta 4 Banco.

En nuestra opinión, la apuesta por **reforzar su presencia en EEUU en 2023** debería ser una de las claves en la Fase 3.

4.2. Entrada en EEUU. Una apuesta necesaria

Making Science desembarcó en EEUU en 2021 con la adquisición de una compañía de pequeño tamaño llamada **360 Conversion Analytics**. **Hasta 2023 su presencia allí era prácticamente testimonial**. En 2022 Making Science generaba menos del 1% de sus ingresos en el mercado americano, una aportación imperceptible frente a las grandes agencias y consultoras publicitarias mundiales, que generan en EEUU entre casi el 40% de sus ingresos hasta el 75%. Cualquier compañía de marketing digital con aspiraciones de convertirse en un referente del sector debe contar con una presencia destacada en EEUU, el principal mercado del mundo, con una cuota de mercado del 40% (53% excluyendo China).

Cuadro 20. Principales mercados marketing digital 2023



Fuente Statista Digital Market Insights. Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

La ralentización del mercado publicitario en EEUU durante 2023 provocó una ola de despidos en el sector tecnológico, especialmente dentro de las compañías líderes. Este hecho generó una **oportunidad que Making Science aprovechó para impulsar su presencia**. Making Science decidió contratar un equipo de antiguos directivos de Google en el país en abril 2023 que tomaron las riendas de la división americana, siendo los responsables de las relaciones con Google, de diseñar las estrategias comerciales y de crear la infraestructura para captar clientes. A finales de año, Making Science anunció que su filial de EEUU había obtenido la **aprobación por parte de Google para convertirse en “sales partner” (reseller) de Google Marketing Platform** tras un trabajo de más de dos años. Esta acreditación tomaba **efecto a partir de enero 2024** y se unía a la lista de sólo otros 12 “sales partners full stack” en todo EEUU.

A efectos comparativos, **el número de “resellers full stack” en EEUU**, 13 en total contando con Making Science, **es muy bajo** en relación a otros mercados como por ejemplo España, en el que hay 4, ya que el mercado potencial en EEUU, tanto en número de compañías objetivo como en ingresos de reselling previstos sería más de 20x superior al de España. Además, **sólo 9** de los 13 resellers **son considerados operadores “globales”**. Estos cuentan con una ventaja frente a los llamados “locales” o domésticos, ya que una tendencia que se observa es que los clientes multinacionales, de mayor tamaño, están dando preferencia a aquellos proveedores que les puedan dar un servicio internacional.

Consideramos que **el hito de ser reseller de Google en EEUU es muy destacado** ya que eleva a Making Science a la categoría más alta en el principal mercado a nivel mundial, al darle acceso a los clientes más demandados, las grandes compañías. Las grandes multinacionales, además, actúan de gancho para atraer nuevos clientes y demandan servicios de consultoría y reventa en

otros países de los muchos en los que están presentes. La llegada de Making Science a este selecto grupo coincide además con el cambio estratégico llevado a cabo por Google, que consiste en potenciar la externalización de la venta de sus productos apoyándose en sus socios preferentes. Después de un 2023 caracterizado por la puesta en marcha de su equipo, **esperamos que en 2024 comience a notarse una gran mejoría en la cuenta de resultados**. En nuestra opinión, la decisión de la directiva de fichar y desarrollar este equipo tiene sentido y podría resultar ser más rentable que haber realizado una adquisición que habría exigido un desembolso elevado (>25 mln eur).

Con la obtención de las certificaciones comentadas en EEUU, Making Science está desarrollando una **red internacional de expertos con todas las certificaciones para poder dar soporte en todas las zonas horarias y así poder dar cobertura a clientes en EEUU y Europa**.

4.3. 2023. Un año de inversión, centrado en EEUU

En Renta 4 esperábamos que Making Science hubiera llevado a cabo varias adquisiciones en 2023 que le habrían permitido entrar o reforzar su presencia en algunos mercados relevantes. La operación más relevante, como hemos comentado, sin embargo, ha sido contratar un equipo de ex directivos de Google en EEUU para potenciar el negocio en el país. Esta inversión se ha recogido principalmente en la cuenta de resultados al haberse reflejado como gasto (de personal). Calculamos que esto tenga un **impacto del EBITDA recurrente de unos -2,5 mln eur en 2023e** (-1,7 mln eur en 9M 23) ya que está previsto que el incremento de ingresos no equilibre este gasto adicional hasta 2024e. Este hecho ha provocado que el **EBITDA recurrente** haya caído hasta **8,05 mln eur en 2023** (-12% y -29% teniendo en cuenta el negocio principal). Si excluyéramos este impacto, calculamos que el EBITDA recurrente hubiera avanzado hasta 10,5 mln eur (+15% vs 2022).

A continuación podemos ver las **principales magnitudes de la cuenta de resultados 2023 por divisiones (España, Internacional), la suma es el negocio principal. Inversiones se refiere a la división de comercio electrónico**.

Cuadro 21. Principales magnitudes P&G divisiones 2023

mln eur	España	Internacional	Negocio principal	Inversiones	Grupo
Ingresos	130,3	94,7	225,0	10,8	235,8
Margen Bruto	32,2	28,0	60,1	4,0	64,1
EBITDA recurrente	5,8	2,4	8,3	0,1	8,4
EBITDA	4,0	2,1	6,1	-0,3	5,8
Crec. 23e/22					
Ingresos	12%	14%	13%	1%	12%
Margen Bruto	10%	22%	15%	42%	17%
EBITDA recurrente	-23%	-38%	-28%	na	-14%
EBITDA	-43%	-40%	-42%	na	-29%

Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

5. Guía y Previsiones

5.1. Negocio principal

El **negocio principal**, que comprende España e internacional, supone la casi totalidad del grupo (96% ingresos y 98% del EBITDA recurrente 2024 R4e). Making Science no ha ofrecido guías para el negocio principal.

España es el país en donde se creó Making Science en 2016. Aporta más de la mitad de ingresos y EBITDA recurrente sobre el total del negocio principal. En 2023, 58% y 71%, respectivamente.

La razón por la que España tiene una contribución mayor actualmente que el negocio internacional tiene que ver con el **ciclo de crecimiento en los mercados**. La directiva considera que **el negocio de Making Science necesita unos 4 años para conseguir un nivel y crecimiento del EBITDA significativo**. En el **primer año**, el foco está en la inversión en talento y marketing. El inicio se caracteriza por contratar personal cualificado, con el consiguiente aumento de estos y otros gastos para poner en marcha la actividad. En el **segundo** suele crecer el número de clientes, que permite que mejore el margen bruto, los gastos de personal siguen aumentando y el resto de gastos operativos se van estabilizando. En el **tercer año** se suele observar una aceleración del crecimiento del margen bruto y se estabilizan los gastos de personal. Esto permite que el EBITDA crezca. Por último, en el **cuarto año** suele aumentar el personal ligeramente y el resto de gastos no crecen. A partir de entonces es cuando el EBITDA más crece.

5.1.1. España. Estimaciones

En España, por tanto, es donde el negocio está más asentado, al llevar unos 8 años.

En **1T 24** los **ingresos** han crecido +10%, el **margen bruto** ha cedido -1 pp hasta hasta 23,8% y el **EBITDA recurrente** ha repuntado hasta 2,7 mln eur (+62% vs 1T 23) tras el deterioro sufrido en 2023. Para **2024e** esperamos que los **ingresos** mantengan el crecimiento en +10%, **margen bruto** cediendo -1,2 pp vs 2023 hasta 23,5%, en línea con el de 1T 24, y un **EBITDA recurrente** de 9,3 mln eur, inferior incluso a la media trimestral de 1T 24 anualizada.

Nuestras previsiones apuntan a un **crecimiento de ingresos** algo más moderado hasta **2027e (TACC +8%)**, que el **margen bruto** avance +1,5 pp vs 2024e hasta el 25% y que el **EBITDA recurrente** alcance 12,6 mln eur (+36% vs 2024e) con un margen 1,3 pp superior, hasta el 28%.

Cuadro 22. Principales magnitudes P&G y estimaciones España

España (mln eur)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Ingresos	130,3	143,4	157,7	168,7	180,5
Margen Bruto	32,2	33,7	37,8	40,5	45,1
EBITDA recurrente	5,8	9,3	10,2	11,8	12,6
EBITDA	4,0	9,1	10,1	11,7	12,5
Mg bruto	24,7%	23,5%	24,0%	24,0%	25,0%
Mg EBITDA recurrente	4,5%	6,5%	6,5%	7,0%	7,0%
EBITDA recurrente/Margen Bruto	18,1%	27,7%	27,1%	29,2%	28,0%
					2027/23e
Crec.	24/23e	25/24e	26/25e	27/26e	TACC
Ingresos	10,0%	10,0%	7,0%	7,0%	8%
EBITDA recurrente	59,7%	10,0%	15,2%	7,0%	21%

Datos Making Science. Estimaciones Renta 4 Banco.

5.1.2. Internacional. Estimaciones

El negocio **internacional** comprende la actividad de Making Science fuera de España (14 países). Como hemos podido ver anteriormente, Making Science fue entrando en estos países progresivamente y cada uno de ellos se encuentra en una fase del ciclo distinto. Así, destacando los **principales países**, la actividad en Italia comenzó en **2020**, en Francia, Reino Unido, Georgia, Colombia y México en **2021**, Escandinavia en **2022** y EEUU en **2023**. La aportación de estos países es muy distinta y en 2023 el negocio internacional aportó el 42% de los ingresos y el 29% del EBITDA recurrente del negocio principal.

En **1T 24** los **ingresos** crecieron +23% vs 1T 23, el **margen bruto** avanzó +0,5 pp hasta 34,1% y el **EBITDA recurrente** se redujo -37% hasta 635 mil eur teniendo en cuenta pérdidas de 741 mil eur en EEUU y otros países, si bien creemos que la gran mayoría proceden de EEUU.

Para **2024e** esperamos que la evolución de los países con una exposición más madura continúe mejorando y que EEUU comience a tener una aportación más relevante de ingresos, propia de una división camino a su segundo año de actividad. La directiva espera terminar el año allí ya con 20 clientes. Esperamos que los **ingresos** crezcan +23%, en línea con la evolución de 1T, que el **margen bruto** se sitúe en el 30,5%, +0,9 pp vs 2023 aunque mostrando moderación vs 1T 24, y que el **EBITDA recurrente** avance hasta 4,2 mln eur, casi duplicando su aportación vs 2023 y con EEUU estabilizándose, una vez que los gastos de personal van siendo compensados con mayores ingresos.

Para **2027e** esperamos que los **ingresos** sigan creciendo a tasas elevadas. Descontamos un crecimiento 2023/27e TACC +20%, **margen bruto** aumentando +3,5 pp vs 2024e hasta el 34% y **EBITDA recurrente** llegando hasta casi 10 mln eur, más de 2x 2024e teniendo en cuenta que **los 14 países ya habrán entrado en el año 4 del ciclo** de crecimiento y que varios de ellos estarán en una fase de madurez más avanzada.

Cuadro 23. Principales magnitudes P&G y estimaciones Internacional

Internacional (mln eur)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Ingresos	94,7	121,2	149,0	175,9	198,7
Margen Bruto	28,0	37,0	47,7	58,0	67,6
EBITDA recurrente	2,4	4,2	6,0	7,6	9,9
EBITDA	2,1	3,7	5,6	7,2	9,6
Mg bruto	29,6%	30,5%	32,0%	33,0%	34,0%
Mg EBITDA recurrente	2,6%	3,5%	4,0%	4,3%	5,0%
EBITDA recurrente/Margen Bruto	8,6%	11,5%	12,5%	13,0%	14,7%
					2027/23e
Crec.	24/23e	25/24e	26/25e	27/26e	TACC
Ingresos	28,0%	23,0%	18,0%	13,0%	20%
EBITDA recurrente	75,2%	40,6%	26,9%	31,4%	42%

Datos Making Science. Estimaciones Renta 4 Banco.

5.1.3. Negocio principal. Estimaciones

Como hemos comentado, el **negocio principal** es la **suma de España e Internacional**. En el **siguiente cuadro** podemos ver nuestras estimaciones teniendo en cuenta la evolución ya prevista de sus dos componentes.

Cuadro 24. Principales magnitudes P&G y estimaciones negocio principal

Negocio principal (mln eur)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Ingresos	225,0	264,5	306,7	344,6	379,3
Margen Bruto	60,1	70,6	85,5	98,5	112,7
EBITDA recurrente	8,3	13,6	16,2	19,4	22,6
EBITDA	6,1	12,8	15,7	18,9	22,1
Mg bruto	26,7%	26,7%	27,9%	28,6%	29,7%
Mg EBITDA recurrente	3,7%	5,1%	5,3%	5,6%	6,0%
EBITDA recurrente/Margen Bruto	13,7%	19,2%	19,0%	19,7%	20,0%

Crec.	2027/23e				
	24/23e	25/24e	26/25e	27/26e	TACC
Ingresos	18%	16%	12%	10%	14%
EBITDA recurrente	64%	20%	20%	17%	29%

Datos Making Science. Estimaciones Renta 4 Banco.

Para **2024e** esperamos un **crecimiento de ingresos** +18% y que el **margen bruto** se mantenga estable vs 2023 en el 26,7%. El **EBITDA recurrente** repuntaría hasta 13,6 mln eur (+64% vs 2023) con un **margen** del 5,1% (+1,4 pp vs 2023).

De cara a **2027e** prevemos un **crecimiento de los ingresos** 2023/27e TACC +14%, que el **margen bruto** avance +3 pp vs 2024e hasta 29,7% y que el **EBITDA recurrente** alcance 22,6 mln eur (+66% vs 2024e) con un **margen EBITDA recurrente** en el 6,0% (+0,9 pp vs 2024e).

Al contar el negocio internacional con unas perspectivas de crecimiento más elevadas que las de España, la contribución el primero sobre el negocio principal irá en aumento. Así, **esperamos que en 2027e España aporte menos de la mitad de los ingresos: 48% (-10 pp vs 2023), el 40% del margen bruto (-13 pp vs 2023) y el 56% del EBITDA recurrente (-15 pp vs 2023).**

5.2. Inversiones

La división de Inversiones se refiere a la plataforma de **comercio electrónico**. Su origen se remonta a la **adquisición de Ventis en mayo 2021 por 9,5 mln eur**, libre de deuda. Ventis tiene sede en Italia y opera en Italia y España y recientemente en Francia y se dedica al comercio de productos de moda, hogar y gourmet. La directiva finalizó su **reestructuración** en 2023 para mejorar el crecimiento y la rentabilidad. **Entre otras iniciativas adoptadas**, Ventis genera más de 5.000 descripciones de producto vía IA, realiza una selección de las marcas más exigente, con mayor atractivo para los anunciantes y que permite captar clientes de mayor valor. Además, ha optimizado la gestión del catálogo digital creando un portal externo para proveedores que permite la gestión del inventario y precios de manera autónoma, ha establecido nuevos acuerdos sobre devoluciones y un modelo de pago de los proveedores más personalizada. Ahora también la gestión del inventario está más controlada y se ha mejorado la gestión de los descuentos y ofertas.

Inversiones tuvo pérdidas a nivel de **EBITDA recurrente** de -1,8 mln eur en 2022 y unos gastos no recurrentes, en gran parte asociados a la mencionada reestructuración, de -614 mil eur. **El proceso de reestructuración ha permitido conseguir una mejora de los resultados muy significativa en 2023.** Esta mejora se ha centrado en reducir el nivel de gastos y en situar el foco en la rentabilidad y no en volumen. La mejora de resultados se ha producido incluso con un **crecimiento de las ventas inferior a +2%** como resultado de optimizar el catálogo de productos. El avance del **margen bruto** ha sido de +41% mientras que la directiva ha conseguido que el **EBITDA recurrente** haya tenido un resultado positivo: 213 mil eur. Por su parte, los **gastos de**

reestructuración han seguido siendo elevados (-445 mil eur), aunque inferiores a los de 2022. El mercado de comercio electrónico cuenta con buenas perspectivas de crecimiento, con tasas de doble dígito hasta 2027e. Aun así, preferimos ser algo conservadores.

El **inicio de 2024e ha sido prometedor**, con un **1T 24** que ha generado **ingresos** de casi 3 mln eur (+23% vs 1T 23), el **margen bruto** ha superado el 32% (+1,7 pp vs 1T 23) y el **EBITDA recurrente** ha ascendido a 204 mil eur, el más elevado desde su incorporación a Making Science (desde 168 mil eur en 4T 23).

De cara a **2024e** descontamos que el gran ritmo de crecimiento de 1T 24 modere durante el resto del año. Esperamos que los ingresos crezcan +15% vs 2023 hasta 12,4 mln eur. Esto implica un ritmo de crecimiento de +13% en los tres trimestres restantes del año frente al mismo periodo de 2023. También descontamos una mejora en los márgenes frente a 2023 aunque a menor ritmo que en 1T 24. Esperamos que el **margen bruto** se eleve al 39% (+1,9 pp vs 2023) desde 32,3% en 1T teniendo en cuenta la estacionalidad del negocio, siendo más elevados en 4T, y que el **margen EBITDA recurrente** alcance el 6,5% (6,9% en 1T 24). De este modo, esperamos que el **EBITDA recurrente** se sitúe en torno a 800 mil eur (en línea con el resultado de 1T 24).

Hasta **2027** esperamos un **crecimiento de ingresos TACC 2023/27e +9%**, mejora muy moderada del **margen bruto** (+1 pp hasta 40%) y del **margen EBITDA recurrente** (+4,5 pp vs 2024e hasta el 11%) teniendo en cuenta el elevado apalancamiento operativo de las compañías de comercio electrónico.

Cuadro 25. Principales magnitudes operativas P&G y estimaciones Inversiones.

Inversiones (mln eur)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Ingresos	10,8	12,4	13,6	14,7	15,5
Margen Bruto	4,0	4,8	5,5	5,9	6,2
EBITDA recurrente	0,1	0,8	1,1	1,4	1,7
EBITDA	-0,3	0,8	1,1	1,4	1,7
Mg bruto	37,1%	39,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Mg EBITDA recurrente	1,2%	6,5%	8,0%	9,5%	11,0%
EBITDA recurrente/Margen Bruto	3,2%	16,7%	20,0%	23,8%	27,5%
					2027/23e
Crec.	24/23e	25/24e	26/25e	27/26e	TACC
Ingresos	15,0%	10,0%	8,0%	5,0%	9%
EBITDA recurrente	539%	35,4%	28,3%	21,6%	92%

Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco

5.3. Grupo. Estimaciones Making Science

En el siguiente cuadro podemos ver **nuestras estimaciones del grupo** (negocio principal + Inversiones).

Cuadro 26. Principales magnitudes operativas P&G y estimaciones Grupo

Making Science (mln eur)	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Ingresos	235,8	276,9	320,4	359,3	394,7
Margen Bruto	64,1	75,5	91,0	104,4	118,9
EBITDA recurrente	8,4	14,4	17,3	20,8	24,3
EBITDA	5,8	13,6	16,8	20,3	23,8
Mg bruto	27,2%	27,3%	28,4%	29,1%	30,1%
Mg EBITDA recurrente	3,6%	5,2%	5,4%	5,8%	6,1%
EBITDA recurrente/Margen Bruto	13,1%	19,0%	19,0%	19,9%	20,4%
					2027/23e
Crec.	24/23e	25/24e	26/25e	27/26e	TACC
Ingresos	17,5%	15,7%	12,2%	9,9%	14%
EBITDA recurrente	71,4%	20,4%	20,1%	16,9%	30%

Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

En **Renta 4** esperamos que en **2024e** los **ingresos** alcancen 277 mln eur (+17,5% vs 2023), con un **margen bruto** 27,3% (+0,1 pp vs 2023), y un **EBITDA recurrente** de 14,4 mln eur (+71% vs 2023) que implica un **margen** del 5,2% (1,6 pp vs 2023). En **2027e**, y con una tasa de **crecimiento de ingresos 2023/27e TACC** +14%, margen bruto en 30,1% (+2,8 pp vs 2024e). El **EBITDA recurrente** llegaría a 24,3 mln eur, casi duplicando el de 2024e y su **margen** avanzaría 0,9 pp adicionales hasta el 6,1%. El ratio **EBITDA recurrente/margen bruto**, que mide la evolución de los gastos operativos excluyendo aprovisionamientos, superaría el nivel del 20% en el último año al alcanzar el 20,4% (+1,4 pp vs 2024e).

5.4. Guía Making Science 2024e y 2027

La directiva anunció las **guías 2024e y 2027e** y ofreció más detalle de los objetivos de las principales magnitudes 2024e al publicar el adelanto de resultados 1T 24. Los **objetivos 2024e** se basan en previsiones de **ingresos, margen bruto y EBITDA recurrente a nivel grupo**, sin desglosar por divisiones mientras que los de **2027e** tan sólo hacen referencia al **EBITDA recurrente**. Podemos ver los objetivos en el siguiente cuadro:

Cuadro 27. Guía 2024e y 2027e

mln eur	2024e		2024 R4e	2027e		2027 R4e
	Bajo	Alto		Bajo	Alto	
Ingresos	270,0	290,0	276,9			
Margen Bruto	74,0	77,0	75,5			
EBITDA recurrente	14,0	15,0	14,4	23,0	27,0	24,3
Mg bruto	26,6%	27,4%	27,3%			
Mg EBITDA recurrente	5,2%	5,2%	5,2%			
EBITDA recurrente/Margen Bruto	18,9%	19,5%	19,0%			
					TACC 27/23e	
Crec.	24/23e	24/23e	24/23 R4e	Alto	Bajo	TACC 27/23 R4e
Ingresos	15%	23%	17%			
EBITDA recurrente	74%	86%	78%	30%	35%	32%

Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Como vemos, la directiva prevé conseguir un **crecimiento de ingresos 2024e** elevado: **+15%/+23% vs 2023**, una leve caída/estabilidad del **margen bruto (-0,7/+0,1 pp) vs 2023** y **crecimiento del EBITDA recurrente: +74%/+86%** teniendo en cuenta una mejora del **margen EBITDA recurrente** de +1,8 pp. De cara a **2027e** el objetivo es alcanzar un **EBITDA recurrente de 23/27 mln eur** (TACC 2023/27e +30%/+35%).

En el cuadro también podemos ver **nuestras estimaciones** de las magnitudes para las que hay guía a 2024e y 2027e. Como veremos a continuación, nuestras previsiones se encuentran **dentro de los objetivos previstos por la directiva**.

5.5. R4e vs guía Making Science

En el siguiente cuadro podemos ver **nuestras estimaciones del grupo** comparadas con las guías de la compañía.

Cuadro 28. Comparativa R4e vs guía Making Science

mln eur	2024e Making Science		2024e R4	Var R4e vs. MAKS	
	Rango bajo	Rango Alto		Vs. rango bajo	Vs. rango alto
Ingresos	270	290	276,9	2,6%	-4,5%
Margen bruto	74	77	75,5	2,0%	-2,0%
EBITDA recurrente	14	15	14,4	2,6%	-4,2%
Márgenes (%)					
Mg bruto	27,4%	26,6%	27,3%	-0,2pp	0,7pp
Mg EBITDA recurrente	5,2%	5,2%	5,2%	0,0pp	0,0pp
EBITDA recurrente/Margen Bruto	18,9%	19,5%	19,0%	0,1pp	-0,4pp

mln eur	2027e Making Science		2027e R4	Var R4e vs. MAKS	
	Rango bajo	Rango Alto		Vs. rango bajo	Vs. rango alto
EBITDA recurrente	23	27	24,3	5,5%	-10,1%

Datos Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Como podemos ver, nuestras previsiones se sitúan en la parte media de los objetivos de la directiva en líneas generales.

Para 2024e descontamos que los **ingresos** alcancen 277 mln eur (+2,6% y -4,5% vs la parte baja/alta del rango objetivo), **margen bruto** 75,5 mln eur (+2%/-2% vs rango objetivo), **EBITDA recurrente** 14,4 mln eur (-4,2%/+2,6% vs rango objetivo). Al estar nuestras previsiones de las principales magnitudes operativas en la parte media del rango previsto, los márgenes también se encuentran dentro de los niveles esperados por la directiva. Nuestra previsión de **margen bruto**: 27,3% está muy cerca de la parte alta del rango (-0,2 pp), el **margen EBITDA recurrente** está en línea en el 5,2% y la ratio **EBITDA recurrente/Mg bruto** está en la parte baja: 19,0% (vs objetivo 18,9%/19,5%).

De cara a **2027e** nuestra previsión de **EBITDA recurrente**, la única magnitud sobre la que hay guía a esta fecha, se sitúa en **24,3 mln eur, en la parte media de la guía de 23/27 mln eur**.

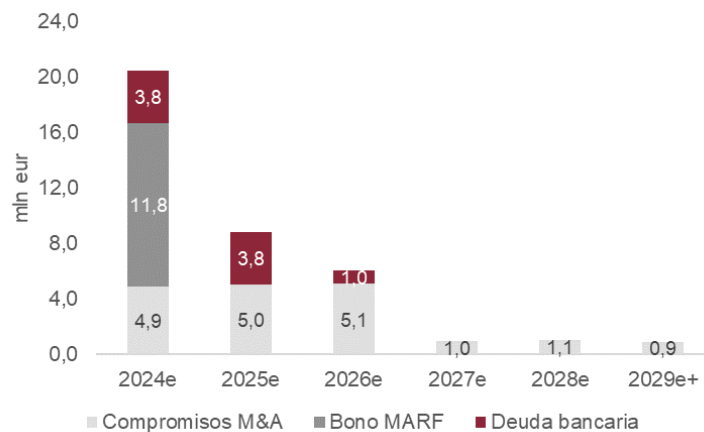
5.6. Posición financiera. Desapalancamiento y ampliación de capital

Making Science cerró en **2023** con una **deuda neta** de 44,6 mln eur, que incluye 4,9 mln eur por deuda asociada al alquiler de activos (IFRS 16), y a un múltiplo de **5,5x EBITDA recurrente**. **El pico de deuda neta y del múltiplo antes comentado fue en 1S 23** y esperamos que la mejora

conseguida en 2S 23 continúe en 2024 por la mejor evolución prevista del EBITDA y la normalización de la inversión en circulante, que suele ser elevada hasta junio.

En el **siguiente cuadro** podemos ver el calendario de vencimientos de la deuda y otros compromisos.

Cuadro 29. Calendario de vencimientos de la deuda



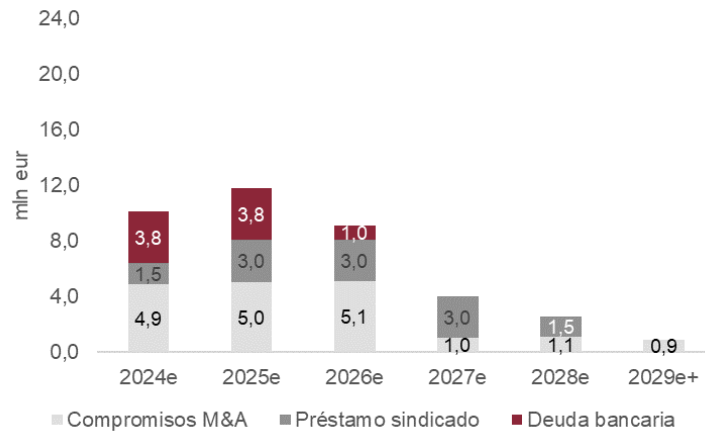
Fuente Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

Making Science ha anunciado la aprobación de una ampliación de capital de hasta 4 mln eur a 7,65 eur/acción (-16% vs cierre anterior) para mejorar la estructura financiera del grupo y ejercitar las opciones de compra para adquirir participaciones restantes sobre sociedades filiales.

Según nuestras previsiones, y teniendo en cuenta la ampliación de capital de 4 mln eur, la **deuda neta** descendería en **2024e** hasta 39,7 mln eur y el múltiplo llegaría a un nivel más sostenible (R4e 2,8x) apoyado por el repunte previsto del EBITDA recurrente. **Si excluimos** la deuda ligada a los alquileres (**IFRS 16**) el ratio bajaría a **2,4x en 2024e**.

Viendo la **tabla de vencimientos de deuda**, podemos ver que 2024 es un año excesivamente exigente ya que en octubre vence el bono emitido en el MARF (Mercado Alternativo de Renta Fija) de 12 mln eur. La directiva acaba de anunciar que **ha llegado a un acuerdo con un sindicato de bancos** liderado por EBN Banco por un valor de 12 mln eur, con tipo de interés variable: Euribor +3% y vencimiento 4 años (2028e). Al mismo tiempo, ha anunciado que **está negociando con los titulares del bono emitido en el MARF para su recompra y posterior amortización**. El precio ofrecido incluye el nominal más el cupón corrido. Valoramos favorablemente tanto la decisión de realizar la ampliación de capital como la de refinanciar el bono emitido en el MARF. Estas medidas permitirán evitar reducir el nivel de caja actual en un entorno en el que todavía la generación de caja es reducida. Además, la directiva consigue retrasar y suavizar los pagos del bono a unas fechas en las que está previsto que la evolución operativa de Making Science sea más elevada.

Cuadro 30. Calendario de vencimientos de la deuda después de la refinanciación



Fuente Making Science. Elaboración Renta 4 Banco.

6. Valoración

Hemos utilizado el método de DCF para valorar el negocio principal (España + Internacional) a 5 años vista (2024/2030e), un periodo de expansión en el que consideramos que Making Science alcanzará una estructura más madura, y aplicamos un crecimiento terminal a partir de 2028 (+2%).

Calculamos que el capex 2024e alcance -4,7 mln eur (1,8% ingresos) y que evolucione en línea a la previsión de Depreciación y Amortización durante el periodo excluyendo la que concierne a los alquileres. Esperamos que la inversión en circulante sea moderada y que se vaya reduciendo en relación a los ingresos. Descontamos los flujos de caja a una WACC 12%, que creemos que refleja razonablemente el grado de riesgo requerido por los inversores. A este valor le sumamos Ventis, la plataforma de comercio electrónico. Utilizamos un múltiplo conservador de 1,2x ventas 2024e para llegar a 15,0 mln eur. Además, le sumamos el valor contable de la participación en la agencia Local Planet y las JVs de 1,1 mln eur y restamos la deuda neta 2023 de -44,6 mln eur. Así llegamos a un valor de los Fondos Propios de 115,9 mln eur o 13,8 eur/acción. Esta valoración implica un múltiplo VE/EBITDA recurrente 2024e de 11,2x.

Cuadro 31. DCF 2024/30e

DCF Making Science 2024/30e (mln eur)	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e
EBIT	8,4	10,8	13,9	16,8	18,4	19,9	21,3
- Impuestos	-1,7	-2,2	-2,8	-3,4	-3,7	-4,0	-4,3
NOPAT	6,8	8,6	11,2	13,4	14,8	15,9	17,0
+DA	5,2	6,0	6,3	7,0	7,6	8,2	8,6
- Capex	-4,7	-4,8	-5,0	-5,3	-5,7	-6,1	-6,4
- WC	-2,0	-1,5	-1,3	-1,2	-1,0	-1,0	-1,0
FCFF	5,2	8,3	11,2	13,9	15,7	17,0	18,3
Factor descuento	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5
VP FCFF	4,9	7,0	8,3	9,3	9,3	9,0	8,6

Estimaciones Renta 4 Banco.

Cuadro 32. Valoración Making Science antes ampliación capital

Valoración Making Science	(mln eur)
Valor actual flujos 2024-30e	56,3
Valor actual residual	88,1
VALOR ACTUAL FLUJOS DE CAJA	144,4
Ventis	15,0
Otras inversiones	1,1
Deuda financiera neta	-44,6
Valor de los recursos propios	115,9
Nº acciones (en mln)	8,4
Precio Objetivo (eur/acción)	13,8
Cotización Actual	9,1
P.O. vs Cotización	51,3%

Estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

PYG (m ln eur)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	TACC 23/27e
Ventas	210,1	235,8	276,9	320,4	359,3	394,7	13,8%
Coste de ventas	-155,2	-171,6	-201,4	-229,4	-254,9	-275,8	12,6%
Margen Bruto	55,0	64,1	75,5	91,0	104,4	118,9	16,7%
Gastos operativos	-46,8	-67,5	-61,9	-74,2	-84,1	-95,1	9,0%
EBITDA	8,1	5,8	13,6	16,8	20,3	23,8	42,6%
EBITDA recurrente	9,8	8,4	14,4	17,3	20,8	24,3	30,5%
Amortizaciones	-4,0	-4,4	-5,2	-6,0	-6,3	-7,0	12,3%
EBIT	4,1	1,3	8,4	10,8	13,9	16,8	87,8%
Resultado financiero	-3,2	-3,9	-4,3	-3,9	-3,4	-3,3	-4,2%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-100,0%
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	1,0	-2,6	4,1	6,9	10,6	13,4	n.a.
Impuestos sobre beneficios	-1,5	-1,2	-0,8	-1,4	-2,1	-2,7	21,6%
Minoritarios	0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	41,3%
Otros							n.a.
Bº Neto	-0,1	-3,8	3,3	5,6	8,5	10,9	n.a.
Márgenes y crecimiento (%)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	
Crec. Ventas	90,3%	12,2%	17,5%	15,7%	12,2%	9,9%	
Margen Bruto	26,2%	27,2%	27,3%	28,4%	29,1%	30,1%	
Crec. EBITDA	244,3%	-29,0%	136,7%	23,4%	20,7%	17,3%	
Margen EBITDA	3,9%	2,4%	4,9%	5,2%	5,6%	6,0%	
Crec. EBITDA recurrente	70,6%	-14,1%	71,4%	20,4%	20,1%	16,9%	
Margen EBITDA recurrente	4,6%	3,6%	5,2%	5,4%	5,8%	6,1%	
Crec. EBIT	n.a.	-67,4%	526,1%	27,9%	29,1%	20,2%	
Margen EBIT	2,0%	0,6%	3,1%	3,4%	3,9%	4,2%	
Crec. BPA	n.a.	n.a.	n.a.	67,5%	52,9%	27,2%	
Balance (m ln eur)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	
Inmovilizado material	2,0	2,5	1,7	0,6	-0,6	-2,0	
Inmovilizado inmaterial	62,7	64,1	65,6	66,9	68,3	69,7	
Inmovilizado financiero	1,3	1,4	1,8	2,1	2,4	2,6	
Otro activo fijo	4,5	6,1	6,8	6,8	6,6	6,2	
Clientes	47,8	49,9	55,0	58,5	61,0	62,5	
Otro activo circulante	1,1	1,0	0,6	2,1	0,7	0,8	
Tesorería y equivalentes	31,6	20,0	22,3	19,3	23,8	29,3	
Total activo	151,1	144,9	153,8	156,3	162,2	169,1	
Recursos propios	21,3	15,7	23,1	28,6	37,2	48,0	
Minoritarios	0,9	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Deuda financiera a largo plazo	40,7	21,8	32,0	29,0	27,0	24,0	
Otros pasivos a largo plazo	1,0	2,7	5,2	7,2	8,9	10,7	
Deuda financiera a corto plazo	24,8	42,8	30,0	25,0	23,0	20,0	
Proveedores	60,5	61,0	61,3	64,3	63,9	64,2	
Otros pasivos a corto plazo	1,9	0,8	2,0	2,0	2,0	2,0	
Total pasivo	151,1	144,9	153,8	156,3	162,2	169,1	
Principales ratios	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	
Nº acciones (mln)	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	8,4	
Precio (eur)	9,82	10,00	9,10	9,10	9,10	9,10	
BPA (eur/acción)	-0,01	-0,45	0,40	0,66	1,01	1,29	
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 (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
VE/ Ventas (x)	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3	0,2	
VE/ EBITDA (x)	14,4	22,4	8,5	6,6	5,1	3,8	
VE/ EBIT (x)	28,1	95,5	13,8	10,3	7,4	5,4	
PER (x)	n.a.	n.a.	23,0	13,7	9,0	7,1	
ROCE (%)	7,5%	2,2%	13,5%	17,1%	22,0%	26,7%	
ROE (%)	-0,6%	-24,2%	14,5%	19,5%	23,0%	22,6%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	33,9	44,6	39,7	34,7	26,2	14,7	
Deuda neta / EBITDA (x)	3,5	5,3	2,8	2,0	1,3	0,6	
Deuda neta Aj. / EBITDA (x)	3,1	4,7	2,4	1,7	1,0	0,4	
Cobertura de intereses (x)	1,3	0,3	2,0	2,8	4,1	5,1	
Capex / ventas (%)	13,3%	2,7%	2,1%	1,9%	1,8%	1,8%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mIn eur)	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
EBIT	4,1	1,3	8,4	10,8	13,9	16,8
Amortización de inmovilizado	4,0	4,4	5,2	6,0	6,3	7,0
Variación fondo de maniobra	7,1	-2,5	-3,2	-2,0	-1,5	-1,3
Resultado financiero	-3,2	-3,9	-4,3	-3,9	-3,4	-3,3
Impuestos	-1,5	-1,2	-0,8	-1,4	-2,1	-2,7
Flujo de caja operativo	10,6	-2,0	5,3	9,5	13,3	16,5
Inversiones en activo mat e inmat.	-27,9	-6,3	-5,9	-6,2	-6,5	-7,0
Otras inversiones	-4,6	-1,7	-1,0	-0,3	-0,1	0,2
Flujo de caja libre	-21,9	-10,0	-1,6	3,0	6,7	9,7
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	10,9	-2,5	4,0	-0,1	-0,1	-0,1
Otros	0,5	1,7	2,5	2,0	1,7	1,7
Cambio en deuda neta	-10,5	-10,8	4,9	4,9	8,3	11,3
Deuda neta (+) / caja neta (-)	33,9	44,6	39,7	34,7	26,2	14,7

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Comparables de mercado

Compañía	Acciones (mIn)	Cotización (eur/acc)	Capitalizac. (mIn eur)	Recomendación Consenso *	P.O. Consenso *	Potencial	RPD 24e
Making Science Group SA *	8	9,10	77	Sobreponderar	13,77	51,3%	0,0%
S4 Capital plc	597	0,59	355	Sobreponderar	0,76	28,3%	0,0%
Publicis Groupe SA	254	106,95	27.199	Sobreponderar	111,50	4,3%	3,4%
Interpublic Group of Companies,	377	29,00	10.946	Mantener	32,33	11,5%	4,2%
Omnicom Group Inc	196	87,03	17.043	Sobreponderar	100,68	15,7%	3,0%
Promedio						39,8%	2,1%

Compañía	PER 24e	PER 25e	Cto. Bº Neto 23-25e	PEG 24e	PEG 25e	ROE 24e	P/V 24e
Making Science Group SA *	23,0x	13,7x	n.a.	n.r.	n.r.	14,5%	3,3x
S4 Capital plc	9,7x	6,8x	13,9%	0,7x	0,5x	4,1%	0,4x
Publicis Groupe SA	14,7x	14,0x	4,8%	3,0x	2,9x	17,3%	2,6x
Interpublic Group of Companies,	11,0x	10,4x	0,6%	19,1x	18,0x	25,8%	2,9x
Omnicom Group Inc	11,6x	10,9x	7,8%	1,5x	1,4x	36,5%	4,2x
Promedio	16,3x	10,3x	0,1x	1,2x	0,7x	19,6%	2,7x

Compañía	VE/EBITDA 24e	VE/EBITDA 25e	Cto. EBITDA 23-25e	Margen EBITDA 24e	EV/G 24e	EV/G 25e	DN/EBITDA 24e
Making Science Group SA *	8,5x	6,6x	42,9%	4,9%	0,2x	0,1x	2,8x
S4 Capital plc	5,1x	3,9x	8,7%	11,1%	0,6x	0,5x	1,9x
Publicis Groupe SA	9,1x	8,4x	5,6%	21,7%	1,6x	1,5x	0,0x
Interpublic Group of Companies,	7,1x	6,7x	2,3%	18,5%	3,1x	3,0x	0,4x
Omnicom Group Inc	7,7x	7,1x	7,4%	16,6%	1,0x	0,4x	0,6x
Promedio	6,8x	5,3x	0,3x	0,1x	0,3x	0,7x	2,3x

Compañía	1 día	5 días	1 mes	3 meses	2024	1 año
Making Science Group SA *	0,0%	1,7%	1,1%	0,0%	-9,0%	-17,3%
S4 Capital plc	-3,5%	-14,9%	-9,8%	24,4%	-5,1%	-61,2%
Publicis Groupe SA	1,9%	0,0%	2,4%	8,6%	27,3%	49,1%
Interpublic Group of Companies,	-1,6%	-0,7%	1,3%	-2,8%	-3,8%	-18,2%
Omnicom Group Inc	-1,1%	-2,5%	0,0%	6,3%	8,9%	2,4%
Ibex 35	-0,2%	0,1%	2,1%	11,7%	12,0%	22,1%

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

1. Información objetiva

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/re analisis/empresas.html>) podrá consultar, para este valor y sobre las recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses: (i) la fecha y la hora en la que se finalizó cada uno de los informes publicados; (ii) la recomendación y (iii) el precio objetivo. Nota: la fecha y hora se identifican con las de la primera difusión de la recomendación a la que hacen referencia.

2. Certificación de analistas

El Departamento de Análisis de Renta 4 Banco está integrado por los siguientes analistas: Natalia Aguirre y César Sánchez-Grande (Directores), Álvaro Arístegui, Javier Díaz, Pablo Fernández, Nuria Álvarez, Eduardo Imedio, Ángel Pérez e Iván San Felix (Analistas)

El/los analista/s que participan en la elaboración de la recomendación o recomendaciones de este informe de análisis, identificados en el mismo, certifican por la presente que las opiniones que se expresan reflejan fielmente sus opiniones personales.

Además, certifican que no han recibido, reciben ni recibirán, directa o indirectamente, remuneración alguna a cambio de ofrecer una recomendación determinada en este informe.

El sistema retributivo del/los analista/s del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por Renta 4 Banco, aunque éstos no reciben compensación directamente vinculada a operaciones relativas a servicios de inversión o auxiliares prestados por Renta 4 Banco a cualquier otro tipo de operaciones o comisiones de negociación que Renta 4 Banco o cualquier otra persona perteneciente al Grupo Renta 4 (en adelante "el Grupo") realice o reciba.

3. Información importante

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 el departamento de Análisis de Renta 4 Banco 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 ninguna de las personas del Grupo por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las entidades del Grupo no asumen compromiso alguno de comunicar 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. Las entidades del Grupo no asumen responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe 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.

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.

Los empleados del Grupo 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.

Salvo que se indique lo contrario en el presente informe, no existe intención de actualizar esta información.

4. Información respecto a la comunicación de intereses o conflictos de intereses

- ✓ No aplicable: El analista que firma el presente informe de análisis mantiene posiciones en la compañía analizada.

- ✓ Las entidades del Grupo cuentan con barreras de información, conforme a la normativa vigente.
- ✓ El Grupo dispone de medidas organizativas y técnicas para evitar y gestionar los conflictos de intereses. Entre otras, cuenta con un Reglamento Interno de Conducta <https://www.r4.com/normativa>, así como con una Política de Conflictos de Interés https://www.r4.com/download/pdf/mifid/mifid_conflictos.pdf, ambos de obligado cumplimiento para todos los empleados. En estos documentos se recogen, entre otros, los procedimientos de control aplicables al departamento de Análisis (normas para evitar el uso de información privilegiada, la independencia en la elaboración de los informes o el régimen de incentivos, de operaciones personales o de remuneraciones).
- ✓ Aplicable: las entidades del Grupo poseen una posición larga o corta neta que sobrepase el umbral del 0,5 % del capital social total emitido por el emisor: Making Science
- ✓ No aplicable: el emisor posee participaciones que sobrepasan el 5 % de su capital social total emitido.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo es parte en un acuerdo con el emisor relativo a la elaboración de la recomendación.
- ✓ No aplicable: cualquiera de las entidades del Grupo ha sido gestor principal o adjunto durante los doce meses anteriores a cualquier oferta de instrumentos financieros del emisor comunicada públicamente.
- ✓ El sistema retributivo del autor/es del presente informe no está basado en el resultado de ninguna transacción específica de banca de inversiones.
- ✓ Renta 4 Banco tiene contratos de liquidez con Clínica Baviera, Grupo Ecoener, Castellana Properties (asesor registrado), Izertis (asesor registrado), Llorente y Cuenca (asesor registrado), Millenium Hotels (asesor registrado), Revenga Smart Solutions, Unicaja e Inversa Prime Socimi (asesor registrado). Asimismo, tiene contrato como asesor registrado con Gigas y de análisis patrocinado con Amper, Azkoyen, Clerhp Estructuras, DIA, General de Alquiler de Maquinaria, Greening, Inmobiliaria del Sur, Nextil, Revenga Smart Solutions y Tubos Reunidos, servicios por los que cobra honorarios. Renta 4 Banco S.A. actúa como coordinador global de la ampliación de capital de Making Science, entidad agente y entidad colocadora. Renta 4 Corporate S.A. actúa como asesor registrado y ha prestado servicios de asesoramiento para la elaboración del documento de ampliación.
- ✓ Don Juan Carlos Ureta, Presidente Ejecutivo de Renta 4 Banco S.A., es miembro del Consejo de Administración de GRUPO ECOENER S.A. y de IZERTIS S.A.

5. Sistemas de recomendaciones

La información que se incluye en este informe se ha obtenido de fuentes fiables y, aunque se ha tenido un cuidado razonable para garantizar que la información que incluye y en la que se basa el presente informe no sea ni incierta ni inequívoca en el momento de su publicación, no podemos acreditar que sea exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

En este sentido indicamos las principales fuentes que se han utilizado: Compañías objeto de análisis, CNMV, Bloomberg, Factset, Prensa económica (entre otros Expansión, Cinco Días, El Economista, FT, etc.), Prensa General (El Mundo, El País, ABC, La Razón, etc.), Webs de Información económica (Bolsa de Madrid, Sociedad de Bolsas, BME Growth, versiones digitales de prensa económica y general, etc.), Banco de España, Instituto Nacional de Estadística, BCE, FED, Bank of England, Bank of Japan.

Los precios objetivos y recomendaciones se establecen de acuerdo con la evolución esperada hasta el final del año natural, salvo indicación contraria en el propio informe. A partir del mes de diciembre se ofrecerán los precios objetivo y recomendaciones para el final del año siguiente. La metodología de cálculo del precio objetivo está basada, por regla general, en el descuento de flujos de caja, VAN, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, ratios comparables, Valor Neto Liquidativo.

Se establecen tres categorías o tipos de recomendación: Sobreponderar, potencial de revalorización mayor al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Infraponderar, potencial de revalorización inferior al del índice de referencia (Ibex35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe); Mantener, potencial de revalorización similar al del índice de referencia (Ibex 35) en el horizonte definido (final de año corriente, salvo indicación contraria en el propio informe). Estas definiciones son indicativas. Las recomendaciones pueden diferir de estas guías cuando esté justificado por factores de mercado, tendencias de la industria, eventos específicos de la compañía, etc.

En el siguiente enlace (<https://www.r4.com/digital/recanalisis/empresas.html>) podrá consultar, a fecha actual, de las recomendaciones elaboradas por el Departamento de Análisis de Renta 4 Banco para el universo de compañías en cobertura: (i) la cotización del último informe; (ii) el precio objetivo; (iii) el tipo de recomendación; (iv) la fecha y hora del último informe; (v) el analista; (vi) la validez del precio objetivo y (vi) el porcentaje de las categorías de recomendación (sobreponderar, infraponderar, mantener o en revisión) sobre el total de las recomendaciones realizadas en los últimos 12 meses.

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.

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