



Making Science

25 de abril de 2023, 8:55h

Iván San Félix Carbajo
Equity Research Analyst

Discrepancia entre el precio de la acción y la evolución del negocio

SOBREPONDERAR

Precio objetivo: 18,80 eur
Precio actual: 12,40 eur
Potencial: 51,6 %

Tesis de inversión

La **evolución operativa** de Making Science sigue siendo **muy positiva**, con crecimiento de **EBITDA orgánico del negocio principal** (publicidad digital y analítica de datos) +32% en 2022 y aportación significativa de las adquisiciones (>1 mln eur), que han llevado al **EBITDA recurrente** a crecer +53% en el año.

La división de **Ecommerce**, sin embargo, estaría registrando pérdidas elevadas (EBITDA recurrente 2022 -1,8 mln eur) provocadas por la desaceleración del comercio electrónico y caída de ventas en Rusia. Además, la reestructuración de la división estaría siendo más intensa de lo previsto.

La **adquisición de compañías** se ralentizó en 2022. Aparte de las compras de Elliott y Tre Kronor (70%) a principios de año, Making Science creó dos JVs (Pilot y Silverbullet) en 1S 22 y aumentó su participación en Celsius (noviembre).

Aunque el **calendario de adquisiciones** se esté retrasando a la espera de encontrar oportunidades a precios más atractivos, esperamos que la actividad se intensifique en los próximos años, teniendo en cuenta que la compañía dispone de financiación para acometer nuevas operaciones.

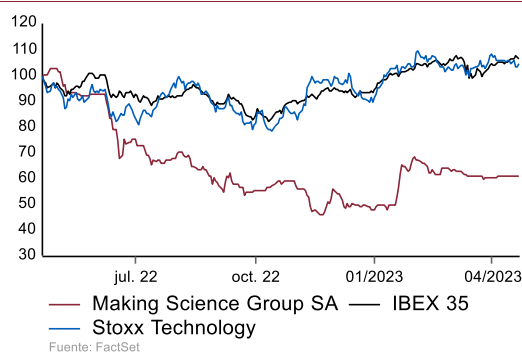
Perspectivas

Mantenemos una visión favorable en cuanto al negocio principal, que creemos que seguirá creciendo a doble dígito tanto en ingresos como en términos operativos en 2023e aprovechando las **necesidades de digitalización**, la capacidad de mejorar la eficiencia de las compañías (favorable en entornos de desaceleración/recesión) y su creciente exposición a mercados atractivos. En cuanto a **Ecommerce**, la división está mejor dimensionada después de la reestructuración y creemos que los resultados comenzarán a mejorar a partir de este año.

Making Science cuenta con **buenas perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo** y creemos que la adquisición de compañías podría permitirle acceder a una posición de liderazgo en el sector a nivel global.

Conclusión: SOBREPONDERAR con P.O. 18,8 eur/acc. Reiteramos que la evolución de la acción no es acorde con el buen comportamiento del negocio ni su potencial a medio plazo.

Evolución bursátil



Comportamiento	1 m.	3 m.	12 m.
Absoluto	-1%	-2%	-39%
Relativo	-5%	-7%	-46%

MAKS.MC / MAKS ES

Capitalización (mln eur)	102,7
Nº acciones (mln)	8,3
Free Float	13,8%
Vol. día (miles eur)	19,0
Mín/Máx 12 meses (eur)	9,24 - 21,00
Revalorización YTD	26,3%

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

	2022	2023e	2024e
PER	n.a.	n.a.	n.a.
VE/EBITDA	14,1x	13,7x	14,3x
VE/Ventas	0,5x	0,6x	0,6x
P/VC	5,5x	4,1x	2,7x
DN/EBITDA	3,3x	4,4x	6,5x
Pay-Out	0,0%	0,0%	0,0%
Rent. Div.	0,0%	0,0%	0,0%
FCF Yield	-10,4%	-33,1%	-51,9%
ROCE	-0,2%	2,4%	1,9%
ROE	-31,0%	-2,7%	-1,2%

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

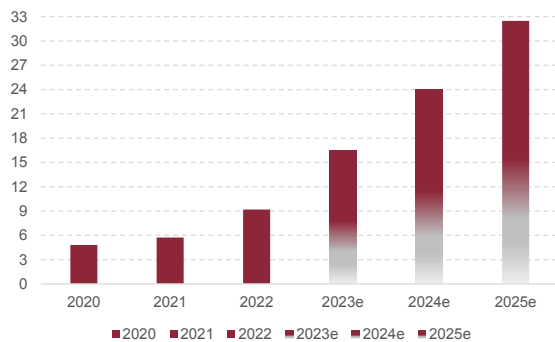
mln eur	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ventas	57,7	110,4	210,1	266,2	319,9	350,8
EBITDA	3,5	2,4	7,5	11,0	13,3	14,9
Margen (%)	6,0%	2,1%	3,6%	4,1%	4,2%	4,3%
EBITDA consenso	3,5	2,4	7,5	11,0	13,3	14,9
Bº neto	1,5	-3,2	-4,6	-0,7	-0,5	-0,2
BPA (eur)	0,22	-0,41	-0,55	-0,08	-0,06	-0,03
DPA (eur)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
FCF	-2,7	-33,0	-8,5	-34,1	-53,3	-51,4
DFN + / Caja neta -	2,7	23,3	24,6	48,0	87,1	122,1

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Making Science en una página

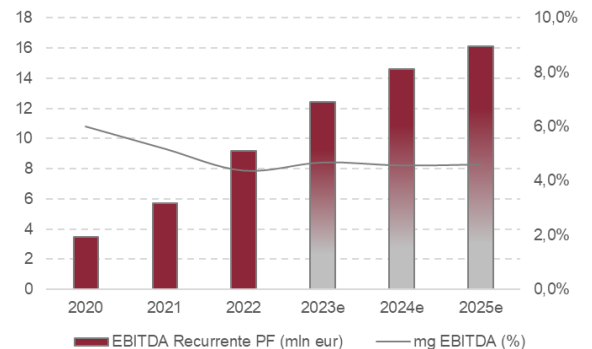
Making Science nació en 2016 mediante la integración de The Science of Digital, fundada por José Antonio Martínez, y Make Marketing y Comunicación. Se fundó con la visión de crear un grupo integrado de tecnología y marketing y con vocación de crecer tanto de forma orgánica como inorgánica. En 2020 salió a cotizar en BME Growth y desde entonces ha adquirido en torno a 17 empresas, principalmente en Europa, en donde ya es un competidor relevante. El objetivo del grupo es convertirse en una de las 10 mayores empresas de publicidad digital del mundo y para ello seguirán adquiriendo compañías y ampliando su presencia en casi todos los principales mercados del mundo.

EBITDA Recurrente incluyendo adquisiciones



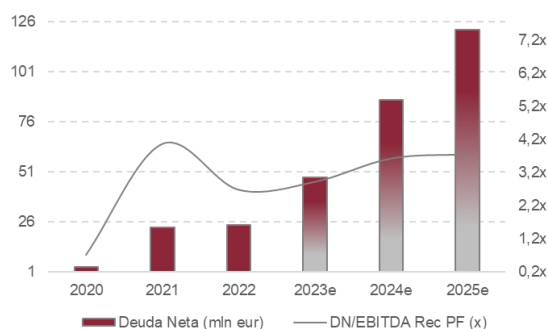
Fuente: Making Science y Renta 4 Banco.

Evolución del EBITDA Rec. y margen (%)



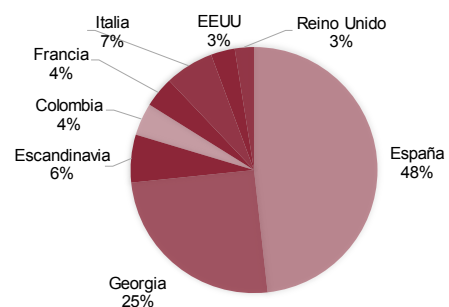
Fuente: Making Science y Renta 4 Banco

DFN y DFN/EBITDA Rec. Incl. Adquisiciones



Fuente: Making Science y Renta 4 Banco.

Nº de empleados por país



Fuente: Making Science

Catalizadores

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

Riesgos

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

Estructura accionarial

■ Jose Antonio Martínez
 ■ Otros directivos y fundadores empresas integradas
 ■ Free-float

■ Alvaro Verdeja
 ■ Autocartera



Cifras Clave

PYG (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	TACC 21/25
Ventas	57,7	110,4	210,1	266,2	319,9	350,8	33,5%
Coste de ventas	-42,9	-80,4	-155,2	-201,0	-241,5	-266,6	34,9%
Margen Bruto	14,8	30,0	55,0	65,2	78,4	84,2	29,4%
Gastos operativos	-11,3	-27,7	-47,4	-54,2	-65,1	-69,3	25,8%
EBITDA	3,5	2,4	7,5	11,0	13,3	14,9	58,7%
EBITDA ajustado	3,5	5,7	9,2	12,4	14,6	16,1	29,6%
Amortizaciones	-0,9	-3,8	-7,6	-9,3	-10,9	-11,6	31,9%
EBIT	2,6	-1,5	-0,1	1,7	2,4	3,4	n.a.
Resultado financiero	-0,5	-1,1	-3,0	-2,6	-3,0	-3,6	36,4%
Puesta en equivalencia	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros y extraordinarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
BAI	2,1	-2,5	-3,0	-0,9	-0,6	-0,3	-42,5%
Impuestos sobre beneficios	-0,5	-0,7	-1,5	0,2	0,1	0,1	n.a.
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	n.a.
B° Neto	1,5	-3,2	-4,6	-0,7	-0,5	-0,2	-49,0%
Márgenes y crecimiento (%)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Crec. Ventas	66,8%	91,5%	90,3%	26,7%	20,2%	0,0%	
Margen Bruto	25,7%	27,2%	26,2%	24,5%	24,5%	0,0%	
Crec. EBITDA	148,5%	-31,9%	220,3%	46,5%	20,4%	0,0%	
Margen EBITDA	6,0%	2,1%	3,6%	4,1%	4,2%	0,0%	
Crec. EBITDA ajustado	227,3%	65,4%	60,8%	35,4%	17,3%	0,0%	
Margen EBITDA ajustado	6,0%	5,2%	4,4%	4,7%	4,6%	0,0%	
Crec. EBIT	193,2%	n.a.	-95,9%	n.a.	40,2%	0,0%	
Margen EBIT	4,5%	-1,3%	0,0%	0,6%	0,8%	0,0%	
Crec. BPA	n.a.	n.a.	32,6%	-85,2%	-28,5%	0,0%	
Balance (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Inmovilizado material	0,4	1,1	2,0	6,8	12,8	20,0	
Inmovilizado inmaterial	11,0	39,7	48,8	76,0	110,0	150,8	
Inmovilizado financiero	0,1	1,2	1,4	2,0	3,0	3,0	
Otro activo fijo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Clientes	17,9	31,7	48,6	49,0	61,0	69,0	
Otro activo circulante	0,4	1,4	1,0	2,0	2,8	3,0	
Tesorería y equivalentes	12,2	30,5	31,6	22,1	13,3	8,3	
Total activo	41,9	105,5	133,5	158,0	203,0	254,2	
Recursos propios	2,9	11,8	14,7	24,8	38,8	54,8	
Minoritarios	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a largo plazo	9,0	34,1	32,2	43,7	66,9	89,9	
Otros pasivos a largo plazo	0,1	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0	
Deuda financiera a corto plazo	5,9	19,7	24,1	26,5	33,5	40,5	
Proveedores	24,0	39,3	61,4	63,0	64,0	69,0	
Otros pasivos a corto plazo	0,0	0,1	1,0	0,0	0,0	0,0	
Total pasivo	41,9	105,5	133,5	158,0	203,2	254,2	
Principales ratios	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	
Nº acciones (mln)	7,1	7,7	8,3	8,3	8,3	8,3	
Precio (eur)	14,13	23,89	9,82	12,40	12,40	12,40	
BPA (eur/acción)	0,22	-0,41	-0,55	-0,08	-0,06	-0,03	
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)	1,8	1,9	0,5	0,6	0,6	0,6	
VE/ EBITDA (x)	29,8	87,8	14,1	13,7	14,3	15,0	
VE/ EBIT (x)	39,9	n.a.	n.a.	87,4	78,5	66,8	
PER (x)	65,0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	
ROCE (%)	45,9%	-4,2%	-0,2%	2,4%	1,9%	1,9%	
ROE (%)	53,5%	-27,0%	-31,0%	-2,7%	-1,2%	-0,4%	
Deuda neta (+) / caja neta (-) (mln eur)	2,7	23,3	24,6	48,0	87,1	122,1	
Deuda neta / EBITDA (x)	0,8	9,9	3,3	4,4	6,5	8,2	
Cobertura de intereses (x)	5,1	-1,4	0,0	0,7	0,8	0,9	
Capex / ventas (%)	11,4%	30,1%	8,4%	15,5%	15,9%	17,0%	

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Cifras Clave

EOAF (mln eur)	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	2,6	-1,5	-0,1	1,7	2,4	3,4
Amortización de inmovilizado	0,9	3,8	7,6	9,3	10,9	11,6
Variación fondo de maniobra	1,5	0,7	6,3	-0,7	-11,8	-3,2
Resultado financiero	-0,5	-1,1	-3,0	-2,6	-3,0	-3,6
Impuestos	-0,5	-0,7	-1,5	0,2	0,1	0,1
Flujo de caja operativo	3,9	1,3	9,4	7,9	-1,4	8,2
Inversiones en activo mat e inmat.	-6,6	-33,2	-17,6	-41,3	-50,9	-59,6
Otras inversiones	0,0	-1,1	-0,2	-0,7	-1,0	0,0
Flujo de caja libre	-2,7	-33,0	-8,5	-34,1	-53,3	-51,4
Dividendos (sociedad dominante)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos de FF.PP.	0,9	12,1	7,4	10,7	14,5	16,2
Otros	0,1	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,0
Cambio en deuda neta	-1,8	-20,5	-1,4	-23,4	-38,8	-35,2
Deuda neta (+) / caja neta (-)	2,7	23,3	24,6	48,0	87,1	122,1

Fuente: Compañía y estimaciones Renta 4 Banco.

Evolución cotización últimos 12 meses

