



ISSUER RATING
LongTerm

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 50000000 M €

Initiation date

LongTerm 15/04/2021

Senior Secured 30/04/2025
50000000 M €

Rating Date 30/04/2026

Contacts

Lead analyst

Luis Alberto del Viñedo Sáenz
luis.delvinedo@ethifinance.com

Committee chair

Brianda Torres
brianda.torres@ethifinance.com

Rating Action & Rationale

EthiFinance Ratings sube la calificación de The Nimo's Holding, pasando de 'BB+' a 'BBB-', manteniendo la tendencia 'Estable'.

La subida refleja la mejora sostenida del Business Profile, impulsada por el refuerzo del marco de gobernanza y de la gestión de riesgos, así como la consolidación de un modelo de negocio más institucionalizado. Adicionalmente, el Financial Profile se ha visto favorecido por la mejora en la eficiencia operativa, evidenciada en el incremento de la ratio EBITDA/AUM hasta niveles superiores a los umbrales más exigentes de la metodología.

Este análisis se ha realizado teniendo en cuenta la desinversión en Lorca JVCo (MásOrange), actualmente en curso, que supondrá una entrada significativa de caja. Tras la amortización de deuda asociada, el Grupo prevé destinar los fondos a reforzar su posición de liquidez y a la rotación de capital hacia nuevas inversiones, incluyendo instrumentos líquidos, el desarrollo de la actividad de banca de inversión y activos alternativos. Esta operación constituye un elemento relevante de mejora en términos de reducción de la concentración y fortalecimiento de la flexibilidad financiera, si bien su impacto estructural dependerá de la disciplina en la asignación de capital.

El **Operating Environment** se evalúa como **'Strong'**. TNH desarrolla su actividad principalmente en España (A+/Estable por EthiFinance Ratings), jurisdicción caracterizada por un marco institucional sólido, elevada calidad regulatoria y un sistema supervisor plenamente desarrollado. El modelo de negocio del Grupo presenta una naturaleza mixta, combinando ingresos recurrentes derivados de la gestión de activos con una exposición creciente a actividades más sensibles al ciclo, particularmente la banca de inversión. Esta configuración implica una exposición simultánea a la evolución de los mercados financieros, al ciclo económico y a la dinámica del crédito, introduciendo un mayor grado de complejidad y volatilidad potencial respecto a modelos puramente basados en comisiones. No obstante, el marco regulatorio y supervisor contribuye a mitigar estos riesgos al proporcionar un entorno adecuado de control, transparencia y disciplina prudencial, por lo que no constituye una limitación estructural relevante para el perfil crediticio del Grupo.

El **Business Profile** se evalúa como **'Moderate'**. TNH presenta un modelo de negocio diversificado, donde la gestión de activos constituye el principal generador de ingresos recurrentes, apoyado en fondos cerrados que aportan visibilidad y estabilidad. No obstante, el peso relevante de la banca de inversión y de las inversiones propias introduce mayor volatilidad en resultados, consumo de capital y exposición a riesgos de mercado y valoración. La diversificación por producto es sólida, aunque la concentración en gestión de activos y la exposición a actividades más cíclicas moderan su capacidad de estabilización, mientras que la elevada concentración en el mercado español limita la diversificación geográfica. La capacidad de distribución es adecuada, apoyada en un modelo mixto de canales propios y acuerdos con terceros, si bien el tamaño reducido del equipo comercial, la dependencia parcial de distribuidores externos y una fidelización concentrada restringen la generación sostenida de flujos.

En términos de posicionamiento, el Grupo presenta una escala reducida (aproximadamente €2,0 mil millones en activos bajo gestión), lo que limita sus ventajas competitivas y su capacidad de crecimiento sostenido. Si bien TNH ha mostrado una trayectoria de crecimiento sólida y cuenta con visibilidad de ingresos derivada de comisiones de gestión, su evolución futura continúa condicionada por el mantenimiento del track record y la capacidad de captación de nuevos fondos.

El marco de gobernanza y la gestión de riesgos han experimentado una mejora relevante en los últimos ejercicios, con un mayor grado de institucionalización, formalización de procesos y refuerzo de los mecanismos de control. No obstante, persisten limitaciones asociadas a la concentración accionarial en los socios fundadores y al incumplimiento puntual de los límites de concentración, derivado de la significativa revalorización de la inversión en Lorca JVCo, si bien se espera su normalización en el corto plazo.

El **Financial Profile** se evalúa como **'Strong'**. TNH presenta un perfil de rentabilidad sólido, con márgenes elevados y una mejora sostenida en la eficiencia operativa, reflejada en la evolución positiva de la ratio EBITDA/AUM. Este desempeño está apoyado en el crecimiento de los ingresos recurrentes y en el apalancamiento operativo del modelo, si bien la calidad de los beneficios está parcialmente limitada por la contribución de resultados financieros más volátiles y menos recurrentes.

El perfil de activos se caracteriza por una exposición relevante a instrumentos de capital, activos ilíquidos y concentración en inversiones individuales, lo que implica una mayor sensibilidad a la valoración y a las condiciones de mercado. La desinversión en Lorca JVCo supone un punto de inflexión positivo al reducir significativamente la concentración y mejorar la liquidez, aunque el impacto estructural dependerá de la disciplina en la asignación de capital y de la estrategia de reinversión.

El apalancamiento se sitúa en niveles moderados, tras una mejora significativa apoyada en el crecimiento de los resultados, y se espera una reducción adicional en el corto plazo como consecuencia de la desinversión en curso. No obstante, la volatilidad de los resultados financieros y la reinversión en activos de mayor riesgo podrían limitar la

mejora estructural en el medio plazo. Por su parte, la capitalización se mantiene como el principal factor limitante del perfil financiero, debido a una cobertura patrimonial ajustada en relación con el riesgo de los activos, lo que restringe la capacidad de absorción de pérdidas en escenarios adversos.

Executive Summary

The Nimo's Holding, S.A. (TNH), constituida en Barcelona en enero de 2012, es la sociedad dominante del Grupo Inveready. Su actividad se centra en la prestación de servicios de asesoramiento a entidades dedicadas a la toma de participaciones financieras y temporales en el capital de compañías, así como en la adquisición, financiación y teneduría de activos financieros, mobiliarios e inmobiliarios. Desde 2023, el Grupo ha ampliado su alcance mediante la incorporación de servicios de asesoría contable y fiscal. Actualmente, TNH tiene su domicilio social en San Sebastián (Guipúzcoa) y cuenta con oficinas en Madrid y Barcelona.

El Grupo Inveready fue fundado en 2006 con la constitución de Inveready Capital Company, S.L., y lanzó su primer fondo de capital riesgo en 2008. Desde entonces, ha evolucionado hacia un grupo de servicios financieros integrado, con un enfoque principal en la gestión de activos alternativos dirigidos al segmento de pymes en España. Esta actividad se complementa con servicios de banca de inversión, asesoramiento financiero y gestión patrimonial, así como con la gestión de fondos de inversión bursátil.

El modelo de negocio del Grupo se articula en torno a la gestión de activos, que constituye su principal motor de generación de resultados, con aproximadamente €2,0 mil millones en activos bajo gestión y una elevada proporción de ingresos recurrentes derivados de comisiones sobre fondos cerrados. Esta actividad se complementa con otras líneas de negocio de carácter más transaccional, como la banca de inversión y el negocio de cartera, que aportan diversificación, pero introducen una mayor sensibilidad al ciclo y volatilidad en los resultados. En este contexto, el perfil crediticio del Grupo se caracteriza por una adecuada diversificación y una sólida capacidad de generación de ingresos, si bien condicionado por su escala aún limitada y por la exposición a actividades más cíclicas.

Fundamentals

Modelo de negocio diversificado con perfil de ingresos mixto: TNH opera a través de varias líneas de negocio —gestión de activos, servicios financieros, banca privada, banca de inversión y negocio de cartera— donde la gestión de activos constituye el principal generador de ingresos recurrentes, apoyado en fondos cerrados. No obstante, el peso relevante de la banca de inversión y de las inversiones propias introduce volatilidad en resultados, mayor consumo de capital y exposición a riesgos de mercado y valoración, limitando la estabilidad global del perfil de ingresos.

Diversificación por producto sólida, pero geográfica limitada: TNH presenta una diversificación relevante por clases de activos y estrategias de inversión, con predominio de ingresos recurrentes vinculados a la gestión de activos. Sin embargo, la concentración en esta actividad y el peso de negocios más cíclicos moderan su capacidad de estabilización de resultados. Adicionalmente, la elevada exposición al mercado español incrementa la sensibilidad al entorno económico y regulatorio doméstico, limitando la efectividad de la diversificación geográfica.

Capacidad de distribución adecuada, con limitaciones estructurales de crecimiento: TNH combina canales directos e indirectos que le permiten acceder a una base inversora amplia y relativamente estable, apoyada en acuerdos con distribuidores relevantes. No obstante, el tamaño reducido del equipo comercial, la dependencia parcial de terceros y una fidelización concentrada restringen su capacidad de generar flujos de entrada sostenidos a lo largo del ciclo y limitan su posicionamiento competitivo frente a gestoras de mayor escala.

Posicionamiento condicionado por una escala aún reducida: TNH presenta un volumen de activos bajo gestión de aproximadamente €2,0 mil millones, situándose en la categoría 'Weak' en términos de escala. Si bien ha mostrado una trayectoria de crecimiento sólida apoyada en desarrollo orgánico y adquisiciones, su tamaño relativamente reducido, la concentración en una plataforma principal (IAM) y la dependencia del ciclo de fundraising continúan limitando su capacidad de crecimiento sostenido. La visibilidad de ingresos derivada de las comisiones de gestión mitiga parcialmente estas limitaciones, aunque depende del mantenimiento del track record y de la captación de nuevos fondos.

Gobernanza estructurada con ejecución sólida, aunque con dependencia de figuras clave: TNH cuenta con un marco de gobernanza formalizado y en proceso de creciente institucionalización, apoyado en mecanismos de control y supervisión definidos, así como un historial sólido de ejecución estratégica. No obstante, la elevada concentración accionarial en los socios fundadores implica una dependencia relevante de un número limitado de personas clave, lo que limita parcialmente la fortaleza del perfil de gobernanza.

Marco de gestión de riesgos adecuado, con limitaciones en su ejecución: TNH dispone de políticas y métricas definidas para la gestión de riesgos clave (concentración, apalancamiento y liquidez), lo que proporciona una base adecuada de control. Sin embargo, el incumplimiento puntual de los límites de concentración, derivado de la significativa revalorización de Lorca JVCo, junto con un perfil de activos predominantemente ilíquido y cierta dependencia de activos específicos, sugieren margen de mejora en la consistencia de su aplicación práctica. No obstante, la desinversión en curso contribuirá a mejorar la concentración y a reducir temporalmente el perfil de

liquidez.

Rentabilidad elevada, con calidad de beneficios parcialmente limitada por volatilidad: TNH presenta márgenes antes de impuestos muy elevados (93,8% en 2025) y una eficiencia en la gestión de activos por encima de los umbrales más exigentes de la metodología (EBITDA/AUM del 0,44% al 0,68%), con una evolución positiva apoyada en el crecimiento de ingresos recurrentes del negocio de gestión de activos y en la mejora de la eficiencia operativa. No obstante, la contribución significativa de resultados financieros —principalmente vinculados a la banca de inversión y al negocio de cartera— introduce volatilidad y reduce la recurrencia y calidad de los beneficios desde una perspectiva crediticia.

Perfil de activos de riesgo moderado-alto, con mejora condicionada por la estrategia de reinversión: La cartera de TNH presenta una elevada exposición a instrumentos de capital, activos ilíquidos y concentración en inversiones individuales, lo que implica una mayor sensibilidad a la valoración y a las condiciones de mercado. La desinversión en Lorca JVCo supone un punto de inflexión positivo, al reducir significativamente la concentración y mejorar la liquidez. No obstante, la reinversión prevista en activos alternativos y banca de inversión podría mantener un perfil de riesgo elevado, limitando la mejora estructural en el medio plazo y evidenciando la relevancia de la disciplina en la asignación de capital.

Apalancamiento moderado, con mejora reciente pero condicionado por volatilidad y estrategia de inversión: TNH presenta una reducción significativa del apalancamiento (DFN/BAI normalizado de 4,02x a 2,29x), situándose en la categoría 'Moderate', apoyada en el crecimiento de los resultados. La desinversión en Lorca JVCo permitirá una mejora adicional de la liquidez y una reducción del apalancamiento neto en el corto plazo. No obstante, la volatilidad inherente a los resultados financieros y la reinversión prevista en activos de mayor riesgo podrían limitar la mejora estructural del perfil de apalancamiento en el medio plazo.

Débil cobertura patrimonial de las inversiones propias, principal limitante del perfil financiero: TNH presenta un ratio de patrimonio neto sobre inversiones propias ajustada (1,31x en 2025 frente a 1,21x en 2024), en el contexto de una elevada exposición a instrumentos de capital y activos ilíquidos, situándose en la categoría 'Weak'. Este constituye el principal factor limitante del perfil financiero, al restringir la capacidad de absorción de pérdidas en escenarios adversos. Si bien la desinversión en Lorca JVCo contribuirá a reducir la concentración, la mejora estructural de la capitalización dependerá de la política de reinversión y de la disciplina en la asignación de capital.

Key Figures

| The Nimo's Holding | | | | |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Cifras expresadas en miles de euros | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| Importe neto de la cifra de negocios | 19.051 | 19.265 | 23.902 | 31.444 |
| EBITDA | 7.978 | 8.143 | 10.613 | 14.564 |
| Resultado financiero | 1.837 | 7.119 | 31.154 | 16.081 |
| Resultado antes de impuestos | 9.472 | 14.707 | 41.233 | 29.500 |
| Margen antes de impuestos normalizado | 49,7% | 76,3% | 72,9% | 93,8% |
| Resultado del ejercicio atribuido al grupo | 4.130 | 7.965 | 27.710 | 15.485 |
| Activos bajo gestión (AUM) | 1.167.000 | 1.451.376 | 1.990.500 | 2.017.000 |
| EBITDA / AUM | 0,57% | 0,56% | 0,53% | 0,72% |
| Activo total | 104.464 | 158.018 | 265.640 | 305.685 |
| Efectivo y activos líquidos equivalentes | 6.936 | 8.499 | 21.991 | 41.076 |
| Inversiones financieras | 81.920 | 132.452 | 224.623 | 243.355 |
| Instrumentos de patrimonio | 60.648 | 102.446 | 131.768 | 135.598 |
| Instrumentos de patrimonio / Activo total | 58,1% | 64,8% | 49,6% | 44,4% |
| Patrimonio neto | 57.740 | 97.296 | 159.916 | 177.560 |
| Patrimonio neto / Activo total | 55,3% | 61,6% | 60,2% | 58,1% |
| Patrimonio neto / Instrumentos de patrimonio | 0,95x | 0,95x | 1,21x | 1,31x |
| Deuda financiera bruta | 39.790 | 52.238 | 94.207 | 117.966 |
| Deuda financiera neta | 32.854 | 43.516 | 72.189 | 71.930 |
| Deuda financiera neta / BAI normalizado | 3,10x | 3,55x | 4,02x | 2,29x |

Fuente: EthiFinance Ratings & The Nimo's Holding

Outlook

La tendencia 'Estable' refleja la expectativa de que TNH mantenga un perfil de negocio sólido, apoyado en la recurrencia de los ingresos de gestión de activos y en la mejora reciente del marco de gobernanza y gestión de riesgos, al tiempo que continúa reforzando su flexibilidad financiera en el corto plazo tras la desinversión en Lorca JVCo. No obstante, no se prevén cambios estructurales en los principales factores limitantes de la calificación, especialmente en términos de diversificación, escala y nivel de capitalización.

Rating Sensitivities

Factores que pudiesen, individual o conjuntamente, impactar en la calificación:

- **Factores positivos**

Aunque la probabilidad de una revisión al alza en el corto plazo es limitada, tras la reciente subida de la calificación en el contexto de la desinversión en Lorca JVCo, la calificación podría revisarse al alza nuevamente en caso de fortalecimiento del perfil de negocio, reflejado en una mayor diversificación por producto, pero especialmente geográfica, y una mejora en la capacidad de distribución, junto con un aumento sostenido de los activos bajo gestión que refuerce el posicionamiento del Grupo. Asimismo, podrían contribuir positivamente avances adicionales en gobernanza y en la consistencia de la gestión de riesgos.

Desde una perspectiva financiera, la calificación podría beneficiarse de una mejora estructural en la capitalización, con una ratio de patrimonio neto sobre instrumentos de patrimonio superior a 2,0x, además de una reducción sostenida del apalancamiento, situando la ratio de deuda financiera neta sobre BAI normalizado por debajo de 3,0x.

- **Factores negativos**

La calificación podría revisarse a la baja si la desinversión en Lorca JVCo se materializa en condiciones significativamente distintas a las contempladas en este informe, afectando negativamente al perfil de negocio y financiero del Grupo. Adicionalmente, una reducción de la diversificación o una contracción sostenida de los activos bajo gestión que debilite el posicionamiento del Grupo podría ejercer presión a la baja sobre la calificación. Igualmente, un deterioro del marco de gobernanza o de la gestión de riesgos podría impactar negativamente en la evaluación crediticia.

Desde una perspectiva financiera, una caída de la rentabilidad, reflejada en una ratio EBITDA/AUM inferior al 0,5% o en un margen antes de impuestos por debajo del 50%, podría afectar negativamente a la calificación. Adicionalmente, un incremento del apalancamiento, con una ratio de deuda financiera neta sobre BAI normalizado superior a 4,0x, o un deterioro de la capitalización, con una ratio de patrimonio neto sobre instrumentos de patrimonio inferior a 1,0x, supondrían presión a la baja.

Scorecard

| Scorecard | |
|----------------------------------|-------------|
| OPERATING ENVIRONMENT | 15% |
| Sovereign risk | 5% |
| Industry sector and regulation | 10% |
| BUSINESS PROFILE | 45% |
| Business model | 15% |
| Positioning | 8% |
| Management & governance | 23% |
| FINANCIAL PROFILE | 40% |
| Financial flexibility | 20% |
| Profitability | 20% |
| Rating The Nimo's Holding | BBB- |

Sources of information

The credit rating assigned in this report has been requested by the rated entity, which has also taken part in the process. It is based on private information as well as public information. The main sources of information are:

1. Annual Audit Reports.
2. Corporate Website.
3. Information published in the Official Bulletins.
4. Rating book provided by the Company.

The information was thoroughly reviewed to ensure that it is valid and consistent, and is considered satisfactory. Nevertheless, EthiFinance Ratings assumes no responsibility for the accuracy of the information and the conclusions drawn from it.

Additional information

- The rating was carried out in accordance with Regulation (EC) N°1060/2009 of the European Parliament and the Council of 16 September 2009, on credit rating agencies. Principal methodology used in this research are :
 - Asset Manager Rating Methodology : https://files.qivalio.net/documents/methodologies/CRA_169_V1.Asset Manager Rating Methodology.pdf
- The rating scale used in this report is available at <https://www.ethifinance.com/en/ratings/ratingScale>.
- EthiFinance Ratings publishes data on the historical default rates of the rating categories, which are located in the central statistics repository CEREP, of the European Securities and Markets Authority (ESMA).
- In accordance with Article 6 (2), in conjunction with Annex I, section B (4) of the Regulation (EC) No 1060/2009 of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009, it is reported that during the last 12 months EthiFinance Ratings has provided ancillary services to the rated entity, but not to its related third parties. However, according to our Conflict of Interest Policy, it does not involve a conflict of interest, since the aggregate sale does not exceed 5% of net turnover.
- The issued credit rating has been notified to the rated entity, and has not been modified since.

Conditions of Use for this document and its content:

For all types of Ratings that ETHIFINANCE RATINGS, S.L. (the "AGENCY") issues, the User may not, either by themselves or via third parties, transfer, sublease, sublicense, sell, extract, reuse, or dispose of in any other way the content of this Document to a third party, either for free or for consideration.

For the purpose of these Conditions of Use, any client who might have subscribed for a product and/or a service that allows him to be provided with the content of this Document as well as any privileged person who might access the content of this Document via www.ethifinance.com shall be considered as a User.

Nor may they alter, transform or distort the information provided in any way. In addition, the User will also not be permitted to copy and/or duplicate the information, nor create files which contain the information of the Document, either in its entirety or partially. The Document and its source code, regardless of the type, will be considered as the elaboration, creation, or work of the AGENCY and subject to the protection of intellectual property right regulation. For those uses of this Document which are permitted, the User is obliged to not allow the removal of the copyright of the AGENCY, the date of the Document's issuance, the business name as established by the AGENCY, as well as the logo, brands and any other distinctive symbol which is representative of the AGENCY and its rights over the Document. The User agrees to the conditions of Use of this Document and is subject to these provisions since the first time they are provided with this Document no matter how they are provided with the document. The Document and its content may not be used for any illicit purpose or any purpose other than those authorised by the AGENCY. The User will inform the AGENCY about any unauthorised use of the Document and/or its content that may become apparent. The User will be answerable to the AGENCY for itself and its employees and/or any other third party which has been given or has had access to the Document and/or its content in the case of damages which arise from the breach of obligations which the User declared to have read, accepted and understood upon receiving the Document, without prejudice to any other legal actions that the AGENCY may exercise in defence of its lawful rights and interests. The Document is provided on the acceptance that the AGENCY is not responsible for the interpretation that the User may make of the information contained. Credit analyses included in the Document, as well as the ratings and statements, are to be deemed as opinions valid on the date of issuance of the reports and not as statements of fact or recommendations to purchase, hold or sell any securities or to make any investment decision. The credit ratings and credit rating prospects issued by the AGENCY are consider to be its own opinion, so it is recommended that the User take it as a limited basis for any purpose that it intends to use the information for. The analyses do not address the suitability of any value. The AGENCY does not act as a fiduciary or an investment advisor, so the content of the Document should not be used as a substitute for knowledge, criteria, judgement or experience of the User, its Management, employees, advisors and/or clients in order to make investment decisions. The AGENCY will devote every effort to ensure that the information delivered is both accurate and reliable. Nonetheless, as the information is elaborated based on data supplied by sources which may be beyond the control of the AGENCY, and whose verification and comparison is not always possible, the AGENCY, its subsidiaries, and its directors, shareholders, employees, analysts and agents will not bare any responsibility whatsoever (including, without any limitations, loss of revenue or income and opportunity costs, loss of business or

reputational damage or any other costs) for any inaccuracies, mistakes, noncorresponding information, incompleteness or omission of data and information used in the elaboration of the Document or in relation to any use of its content even should it have been warned of potential damages. The AGENCY does not make audits nor assume the obligation of verifying independent sources of information upon which the ratings are elaborated. Information on natural persons that may appear in this document is solely and exclusively relevant to their business or business activities without reference to the sphere of their private life and should thus be considered. We would like to inform that the personal data that may appear in this document is treated in accordance with Regulation (EU) 679/2016, on the protection of natural persons with regard to the processing of personal data and the free movement of such data and other applicable legislation. Those interested parties who wish to exercise the rights that assist them can find more information in the link: <https://www.ethifinance.com/> in the Privacy Policy page or contact our Data Protection Officer in the mail dpo@ethifinance.com. Therefore the User agrees that information provided by the AGENCY may be another element to consider when making business decisions, but decisions will not be made based solely on it; that being the case the AGENCY will not be held responsible for the lack of suitability. In addition, the use of the information before courts and/or tribunals, public administrations, or any other public body or private third party for any reason shall be solely the User's responsibility and the AGENCY shall not be held responsible for any liabilities on the grounds of inappropriateness of the information's contents. Copyright © 2023 ETHIFINANCE RATINGS, S.L. All Rights Reserved. C/ Benjamín Franklin S/N, Edificio Camt, 1º Izquierda, 18100, Granada, España C/ Velázquez nº18, 3º derecha, 28001 - Madrid