



ISSUER RATING
Long term

OUTLOOK
Stable



INSTRUMENT RATING
Senior Secured 50000000 M €

Initiation date

Long term 15/04/2021

Senior Secured 30/04/2025

50000000 M €

Rating Date 30/04/2025

Contacts

Lead analyst

Luis Alberto del Viñedo Sáenz

luis.delvinedo@ethifinance.com

Committee chair

Antonio Madera Del Pozo

antonio.madera@ethifinance.com

Rating Action & Rationale

EthiFinance Ratings afirma la calificación de The Nimo's Holding en "BB+", manteniendo la tendencia Estable. Además, asigna por primera vez la calificación de "BBB" al programa de Pagarés The Nimo's Holding 2025.

La calificación se fundamenta, en primer lugar, en una mejora del perfil operativo impulsada por la subida de la calificación del Reino de España de "A-" a "A". En segundo lugar, se apoya en una mejora del perfil de negocio. Por un lado, el modelo de negocio mejoró debido al avance en la estrategia de diversificación del Grupo con la adquisición del 50% restante de True Value en 2025 y la constitución de Arraigo V&P en 2023, lo que ha fortalecido su base de inversores y mejorado la diversificación geográfica de sus AUM. Por otro lado, el Grupo ha reforzado su gobernanza mediante la incorporación de un comité ESG, que está ayudando a ampliar el alcance de iniciativas de sostenibilidad como la Política de Inversión Responsable (PIR). En tercer lugar, el perfil financiero mejoró debido al ascenso de la rentabilidad medida por la ratio EBITDA/AUM, cuyo promedio para los últimos tres años fue del 0,42%. El Grupo mantiene una alta rentabilidad medida tanto por el margen antes de impuestos como por la ratio EBITDA/AUM ya que ambos indicadores se ubican en la parte alta de la escala de nuestra metodología. Asimismo, el aumento de la ratio de patrimonio neto/instrumentos de patrimonio, cuyo promedio entre 2022 y 2024 fue de 1,05x, contribuyó a la mejora del perfil financiero. Si bien esta ratio ha mejorado, continúa siendo baja según nuestra metodología, lo que limita la capacidad de absorción de posibles pérdidas. Aunque el perfil financiero mostró una mejora, el endeudamiento se incrementó, influido por la mayor actividad del negocio de banca de inversión, área donde el Grupo ha aumentado su presencia. No obstante, el endeudamiento sigue en niveles moderados según nuestra metodología, lo que permite gestionar el crecimiento de manera controlada.

El Grupo ha experimentado un crecimiento sostenido de sus activos bajo gestión (AUM), con un aumento del 43% anual desde 2019, superando los €2 mil millones en el primer trimestre de 2025. A pesar del aumento de los AUM, la escala del Grupo sigue siendo limitada. Además, las políticas de riesgos implementadas están contribuyendo a mantener la prudencia en la gestión, con límites de concentración que reducen la dependencia de un único activo, una estructura de capital más robusta y una mayor liquidez para atender las obligaciones de pago. Finalmente, aunque la diversificación de la cartera ha mejorado por el aumento de la exposición a renta fija, la participación de Lorca JVCo mantiene un peso significativo. No obstante, esta concentración se debe a la importante revalorización de las acciones ordinarias, mientras que se ha amortizado una parte significativa de las acciones preferentes.

Nuestra calificación de "BBB" al Programa de Pagarés registrado en el MARF, por un importe máximo de €50 millones, tiene en cuenta su carácter recurrente, al tratarse de un programa iniciado en 2021 que ha sido renovado anualmente desde entonces. Para la asignación de la calificación, en EthiFinance Ratings estimamos que continuará renovándose en el futuro, en vista del adecuado perfil de riesgo del emisor, las características del Programa y el interés mostrado por los inversores en emisiones anteriores.

El objetivo del Programa es proporcionar al Grupo una fuente de financiación flexible para respaldar su actividad de banca de inversión para pymes. El Programa cuenta con una garantía de promesa de prenda sobre acciones de Lorca JVCo—accionista de MásOrange, S.L.—, valoradas en al menos un importe significativamente superior respecto al tamaño del Programa, según la tasación independiente realizada por una Big Four.

Nuestra calificación tiene en cuenta que, aunque bajo derecho español, la promesa no constituye un derecho real de prenda y, por tanto, no tiene eficacia frente a terceros, sí la tendrá la Prenda de Acciones una vez se constituya y perfeccione en caso de producirse cualquiera de los Trigger Events. Esta situación se ve reforzada por el otorgamiento de un poder irrevocable a favor del Comisario de los tenedores, Bondholders, S.L. En este sentido, desde EthiFinance Ratings nos basamos en la existencia de una Opinión Legal independiente emitida por Evergreen Legal, S.L.P., que confirma la validez, exigibilidad y ejecutabilidad de la promesa de prenda.

El Programa también incorpora de manera expresa en el Documento Base Informativo (DBI) la referencia a esta garantía contingente, así como la definición de los eventos desencadenantes que activarían su ejecución (deterioro de la ratio de fondos propios sobre pasivo total, impago de pagarés o incumplimiento de la cláusula de *negative pledge*), reforzando la publicidad de la existencia de esta promesa de prenda.

Conforme a nuestra metodología, consideramos que esta estructura de garantía contingente sobre un activo de alta calidad permite estimar una tasa de recuperación *superior* para los tenedores de pagarés, lo que respalda la calificación de "BBB" asignada al Programa, situándola dos niveles por encima de la calificación corporativa de The Nimo's Holding ("BB+").

Resumen Ejecutivo

The Nimo's Holding, S.A. (en adelante, The Nimo's Holding o el Grupo) es la sociedad dominante del Grupo Inveready, que desarrolla actividades de gestión de activos financieros, servicios financieros, banca de inversión y banca privada. The Nimo's Holding se constituyó en 2012 en España.

Fundamentos

- **Aumento sostenido de los activos bajo gestión (AUM) del Grupo, superando los €2 mil millones en el primer trimestre de 2025.** Los AUM han crecido rápidamente desde €324 millones en 2019 hasta €1,9 mil millones en 2024, registrando una tasa de crecimiento anual del 43%. No obstante, según nuestra metodología, su escala sigue siendo limitada en comparación con actores de mayor tamaño, lo que representa un factor limitante en la calificación del Grupo.
- **Avance en la estrategia de diversificación mediante la expansión de la oferta de inversión y la ampliación de las capacidades de gestión.** En el primer trimestre de 2025, se ha completado la adquisición del 50% restante de True Value, sociedad gestora de Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) con €272 millones de AUM en 2024, distribuidos entre 4 fondos de renta variable y 2 de renta fija. En 2023, se constituyó Arraigo V&P, sociedad gestora de Entidades de Inversión Colectiva (EIC) enfocada en family offices con €465 millones en AUM en 2024, repartidos entre 11 fondos. Estas operaciones han ampliado la oferta del Grupo y su base de inversores, fortaleciendo también la diversificación geográfica de los AUM con más del 40% ubicados fuera de España ya en el primer trimestre de 2025.
- **Políticas de gestión del riesgo orientadas a garantizar la estabilidad financiera y preservar la solidez de la estructura de capital:** (1) límite de concentración, restringiendo la exposición de cualquier activo individual —excepto Más Orange— al 20% de la cartera, reduciendo así el riesgo de dependencia excesiva en una sola inversión; (2) los instrumentos de patrimonio deben estar respaldados en su totalidad por el patrimonio neto; (3) la deuda financiera neta que requiera liquidez inmediata debe ser inferior al valor de sus activos financieros líquidos, incluyendo inversiones cotizadas y en Sociedades de Inversión Libre (SIL).
- **Estrategia de diversificación de la cartera mediante una mayor exposición a renta fija.** Los instrumentos de patrimonio totalizaron €131,77 millones en 2024 (2023: €98,18 millones). El peso de los instrumentos de patrimonio sobre la cartera de inversiones descendió desde el 77% hasta el 59%. Los valores representativos de deuda se situaron en €32,1 millones (2023: €12,77 millones), registrando un fuerte ascenso impulsado principalmente por las inversiones en renta fija de la sociedad Prestige y deuda a corto plazo. El peso de los valores de deuda sobre la cartera de inversiones ascendió desde el 10% hasta el 14%. Además, el volumen de crédito se incrementó por la actividad de banca de inversión. El Grupo planea continuar diversificando la cartera en el futuro.
- **Modelo de gobernanza con una red de comités especializados que ayuda a reforzar el control interno,** a pesar de la concentración de poder con dos administradores solidarios al frente de la sociedad dominante. Se ha fortalecido con la creación de un Comité ESG, que supervisa las iniciativas de sostenibilidad.
- **Evolución positiva de los ingresos por prestación de servicios financieros y fuerte contribución del resultado neto de la banca de inversión y del negocio de cartera al resultado en 2024.** Los ingresos por la gestión de activos fueron el principal factor que contribuyó al crecimiento de los ingresos por prestación de servicios gracias al *carried interest*. El peso de la gestión de activos alcanzó el 72% de los ingresos, que ha crecido progresivamente en línea con la evolución de los AUM. El resultado neto de la banca de inversión y del negocio de cartera cobró especial relevancia en 2024 y se prevé que siga contribuyendo significativamente a los resultados en el futuro. Desde EthiFinance Ratings se seguirá de cerca la evolución de estas líneas de negocio, dada su creciente importancia dentro del Grupo, al ser un negocio que se diferencia de su estrategia tradicional.
- **Alta capacidad de generación de beneficios con un margen antes de impuestos muy elevado.** Excluyendo las variaciones en el valor razonable, el deterioro y el resultado por enajenaciones de instrumentos financieros, y la amortización de acciones preferentes de Lorca JVCo, el margen antes de impuestos fue del 73% (2023: 76%). Este margen, incluso tras ajustarse por prudencia, se sitúa en el extremo superior de la escala según nuestra metodología.
- **Elevada rentabilidad en la actividad de gestión de activos.** La ratio EBITDA/AUM del Grupo se mantuvo prácticamente estable en 2024, situándose en el 0,55% (2023: 0,56%). En el caso de las sociedades gestoras —IAM, Arraigo y True Value—, esta ratio alcanzó el 0,45% en 2024, frente al 0,43% en 2023. Esta ratio se sitúa en la parte alta de la escala de nuestra metodología, demostrando una alta capacidad de generación de beneficios en relación con la base de AUM.
- **Endeudamiento moderado, cuyo incremento responde al crecimiento del negocio, especialmente a la banca de inversión.** La deuda financiera bruta sobre el EBITDA y el resultado financiero —ingresos y gastos financieros recurrentes— ascendió de 4,3x en 2023 a 5,2x en 2024, mientras que la deuda financiera neta sobre el EBITDA y el resultado financiero se elevó de 3,5x a 4x. Esta ratio sigue en niveles moderados según nuestra metodología, por lo que el Grupo puede manejar el endeudamiento adecuadamente. No obstante, su evolución seguirá siendo un factor importante que vigilar, ya que ha experimentado un incremento.
- **Los instrumentos de patrimonio ya se encuentran totalmente cubiertos por el patrimonio neto debido al incremento de los fondos propios.** La ratio de patrimonio neto sobre instrumentos de patrimonio aumentó de 0,99x en 2023 al 1,21x en 2024. Aunque la evolución de la ratio es positiva en línea con las políticas de gestión de riesgos adoptadas por el Grupo, sigue situándose en la parte baja de la escala de nuestra metodología, siendo todavía un factor limitante en la calificación. No obstante, esta ratio se ha visto muy influida por la fuerte revalorización de las acciones ordinarias de Lorca JVCo—vehículo con participación en Más Orange—.
- **Reducción en los riesgos mantenidos en los instrumentos de patrimonio (IP).** Las cuatro mayores inversiones

(Lorca JVCo, Parlem Telecom, Atrys Health y Audax Renovables) redujeron su peso conjunto del 76% al 67% sobre los IP y del 49% al 33% sobre el activo. A excepción de Lorca JVCo, las principales inversiones del Grupo respetaban su política de concentración, que limita al 20% la exposición a un único activo. El peso de Lorca JVCo pasó del 40% al 27% sobre el activo total, aunque sigue siendo considerable debido a la importante revalorización de sus acciones ordinarias, a pesar de la amortización de la mayoría de las acciones preferentes. Al valor de coste, representaba cerca del 2% del activo.

- **Programa de emisión de pagarés en el MARF por un importe máximo de €50 millones registrado en mayo de 2025**, destinado a proporcionar al Grupo una fuente de financiación flexible para respaldar su actividad de banca de inversión para pymes. El Programa incorpora una promesa de prenda contingente, sujeta a la ocurrencia de eventos desencadenantes (deterioro de la ratio de fondos propios/pasivo total, impago o incumplimiento de la cláusula de negative pledge), sobre una participación en Lorca JVCo (accionista de MásOrange) valorada en al menos un importe significativamente superior respecto al tamaño del Programa, según tasación independiente. Esta estructura permite considerar una elevada tasa de recuperación potencial para los tenedores de los pagarés.

Principales Magnitudes

Principales magnitudes The Nimo's Holding			
Cifras expresadas en miles de €	2022	2023	2024
Importe neto de la cifra de negocios	19.051	19.265	23.902
EBITDA	7.978	8.143	10.613
Resultado antes de impuestos	9.472	14.707	41.233
Resultado del ejercicio atribuido a la Sociedad Dominante	4.130	7.965	27.710
Activo total	104.464	158.018	265.640
Tesorería y equivalentes	6.936	8.499	21.991
Inversiones financieras a C/P	18.267	19.266	50.035
Tesorería e inversiones financieras a C/P / Activo total	24,1%	17,6%	27,1%
Instrumentos de patrimonio	60.648	102.446	131.768
Instrumentos de patrimonio / Activo total	58,1%	64,8%	49,6%
Patrimonio neto	57.740	97.296	159.916
Patrimonio neto / Activo total	55,3%	61,6%	60,2%
Patrimonio neto / Instrumentos de patrimonio	1,0x	0,9x	1,2x
Deuda financiera bruta	39.790	52.238	94.207
Deuda financiera neta	32.854	43.463	72.216
Deuda financiera neta / EBITDA + RF	3,10x	3,54x	4,01x
Activos bajo gestión (AUM)	1.167.000	1.451.376	1.933.792
EBITDA / AUM	0,57%	0,56%	0,55%

Fuente: EthiFinance Ratings & The Nimo's Holding

Tendencia

La tendencia Estable se basa en la generación predecible de ingresos por la gestión de activos financieros y una sólida posición de liquidez.

Análisis de Sensibilidad

Factores que pudiesen (individual o colectivamente) impactar en el rating:

Factores positivos

La calificación podría subir por un aumento sustancial de los activos bajo gestión a más de €4 mil millones y de la diversificación geográfica de la actividad, un mayor nivel de cumplimiento de las políticas de gestión de riesgos, un fortalecimiento de las prácticas de gobernanza, la superación de las previsiones, un aumento de la ratio de patrimonio/instrumentos de patrimonio por encima de 2x y una reducción del apalancamiento financiero con una ratio de deuda neta sobre EBITDA y resultado financiero por debajo de 3x.

Factores negativos

La calificación podría bajar por una contracción de los AUM, el incumplimiento de las políticas de gestión de riesgos que conduzcan a una menor estabilidad financiera, un deterioro en las prácticas de gobernanza, una reducción de la rentabilidad con una ratio EBITDA/AUM inferior a 0,4x, una caída del margen antes de impuestos por debajo del 50%, un incremento del endeudamiento con una ratio de deuda sobre EBITDA y resultado financiero superior a 4x, o una reducción de la ratio de patrimonio/instrumentos de patrimonio por debajo de 1x.

La calificación del Programa de Pagarés depende de la tasa de recuperación para los tenedores, basada en la promesa

de prenda sobre las acciones de Lorca JVCo. Cualquier circunstancia que dificulte la activación de la garantía, como el incumplimiento de los eventos desencadenantes o una disminución significativa en el valor de las acciones de Lorca JVCo, podría reducir la tasa de recuperación esperada y, por tanto, impactar negativamente a la calificación del Programa.

Scorecard

Credit Rating

OPERATING ENVIRONMENT

Sovereign risk

Industry sector and Regulation

BUSINESS PROFILE

Business model

Positioning

Management & Governance

FINANCIAL PROFILE

Financial flexibility

Profitability

Rating Corporativo The Nimo's Holding

BB+

Garantía*

+2 notches

Rating Programa de Pagares 2025

BBB

*Promesa de prenda sujeta a Trigger Events sobre acciones de Lorca JVCo (accionista de MásOrange)

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 not provided ancillary services to the rated entity or its related third parties.
- 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