

En un entorn de mercats volàtils, fragmentats i amb heterogenis diferencials de crèdit (spreads), la **capacitat d'anàlisi en crèdit corporatiu** es converteix en un avantatge competitiu clau. En Caixa Enginyers Gestió hem desenvolupat un enfocament propi, recolzat en anàlisi fonamental rigorosa, que ens permet detectar oportunitats, construir **carteres amb una relació rendibilitat-risc atractiu** i, en definitiva, aportar valor de manera consistent com demostren els resultats per sobre de la mitjana del fons Premier FI, que amb un enfocament 100% en renda fixa, és el que millor reflecteix les capacitats en crèdit de la gestora.

L'estratègia del fons Premier es basa en una selecció bottom-up rigorosa d'emissions que combinen solvència creditícia, liquiditat i valor relatiu. La cartera presenta una **qualificació mitjana de BBB**, amb **durada moderada**, i una exposició sectorial i geogràfica **diversificada**. L'enfocament de gestió és actiu però prudent, dissenyat per a preservar capital i generar rendibilitat ajustada per risc, fins i tot en entorns d'elevada volatilitat o estrès de mercat.

Rendibilitat del fons (classe A/I):

- 2023: +6,64%/+7,34%
- 2024: +4,97%/+5,55%
- 2025 (tancament de setembre): +2,00%/+2,42%

Resultats per sobre de la mitjana de la seva categoria tant a un, tres i cinc anys, reflex d'una gestió professional, fonamentada i orientada al llarg termini, amb una avaluació constant del risc i una decidida cerca de qualitat creditícia.

Proposta i pilars de l'enfocament

La nostra proposta s'articula en tres pilars complementaris:

1. **Selecció activa basada en convicció i evidència.** Partim d'hipòtesis contrastables, prioritzem emissors amb fonamentals sòlids i catalitzadors identificables, i evitem la rèplica passiva d'índexs o ràtings.
2. **Marc sistemàtic de valor relatiu en crèdit corporatiu.** Comparem emissions entre parells homogenis per a assignar risc on el spread compensa de manera clara el risc assumit, minimitzant biaixos direccionals.
3. **Integració ESG amb mètriques verificables.** El nostre model ISR intern avalua factors ambientals, socials i de governança —inclosa la qualitat

del govern corporatiu i l'exposició a controvèrsies— com a part transversal de l'anàlisi i del seguiment.

Anàlisi Fonamental i Valor Relatiu: El nostre Nucli de Decisió

La nostra estratègia en crèdit es recolza en l'**anàlisi fonamental** com a eina per a descobrir ineficiències i convertir-les en oportunitats de **valor relatiu**.

Aprofundim en els emissors per a comprendre la seva capacitat real de repagament i la lògica darrere del preu dels seus bons, i així prevenir enfocaments basats únicament en ràtings o pertinença a índexs. Això ens permet identificar **situacions d'infravaloració/sobrevaloració i oportunitats de compressió/ampliació de spreads** que contribueixen a generar alfa.

Elements clau de l'anàlisi fonamental:

- **Estats financers i generació de caixa:** evolució d'ingressos i marges, resiliència del FCF i necessitats d'inversió
- **Model de negoci i posicionament competitiu:** estructura de la indústria, avantatges competitius, barreres d'entrada i riscos de disrupció del negoci.
- **Base d'actius i monetització:** tangibles i intangibles, eficiència i rendibilitat, suport a la capacitat d'endeutament.
- **Estructura de capital i liquiditat:** palanquejament, venciments, accés al mercat i flexibilitat financera.
- **Mètriques de crèdit prospectives:** Per exemple, deute net/EBITDA, cobertura d'interessos, deute/actius tangibles, sensibilitat del cost del deute.
- **Esdeveniments corporatius/sectorials:** Fusions i adquisicions, reestructuracions, litigis o canvis reguladors rellevants.

Amb aquest coneixement, *situem el **valor relatiu** com a eix de la gestió activa*. Mitjançant la delimitació d'un univers de bons que considerem comparables apropiats, estimem diferencials de crèdit que ens permetin entendre si aquests nivells compensen el risc assumit enfront de parells, històric de l'emissor i corbes sectorials agregades, i així determinar si existeixen potencials oportunitats de compra o venda de bons.

Sobre aquesta base **incorporem criteris qualitatius i tàctics que potencialment accelerin la convergència cap al valor raonable**: millores de ràting, recompres de deute, desinversions o reestructuracions; a més de tècnics de mercat (p. ex. escassetat de paper, pressió venedora puntual)

Tot el procés està disciplinat pel nostre **model intern de crèdit**, que garanteix consistència comparativa entre emissors i coherència en l'assignació de risc, amb focus en el **retorn ajustat al risc i control de biaixos direccionals**.

Execució operativa i governança

Aquest marc analític es reforça amb una **infraestructura operativa robusta**. Comptem amb un **equip multidisciplinari** amb àmplia experiència en crèdit corporatiu i anàlisi sectorial, recolzat en **eines avançades** de recerca i bases de dades per a cribratge, accés a històrics i monitoratge continu d'emissors i carteres. Les **relacions consolidades amb brokers de referència** en mercats primari i secundari aporten agilitat per a identificar oportunitats, contrastar hipòtesis i executar amb eficiència.

La governança del procés s'articula mitjançant **comitès d'inversió i de ISR periòdics**, en els quals es validen tesis, es revisa el posicionament i s'assegura la coherència estratègica de les decisions.

En conjunt, la combinació de **selecció activa, anàlisi fonamental, valor relatiu i integració ESG**, recolzada per una execució eficient i una governança sòlida, ens permet **construir carteres de crèdit amb rendibilitat ajustada al risc consistent i defensable en el temps**.

Casos d'èxit recents

A continuació, destaquem alguns exemples recents on el nostre enfocament va aportar valor, identificant oportunitats en emissors castigats pel mercat, però amb capacitat de complir amb els seus compromisos amb els creditors.

1. Aroundtown

En 2023, el sector immobiliari europeu va sofrir una forta penalització a causa de l'agressiu enduriment monetari del BCE, la contracció del crèdit i la caiguda de valoracions, la qual cosa va provocar un repunt notable dels spreads. Aroundtown, una de les majors SOCIMI alemanyes amb actius comercials i residencials a Alemanya i Països Baixos, va ser una de les més afectades: la seva emissió amb venciment en 2026 va arribar a cotitzar amb un diferencial superior a +800 punts bàsics i una TIR pròxima al 10 %, aproximadament uns 400pb, fins i tot 600pb, per fora del que el seu ràting creditici del moment (BBB+) implicava. Eren nivells commensurables amb emissors classificats molt dins de la categoria creditícia d'alt rendiment (high yield). No obstant això, la nostra anàlisi va identificar diversos elements de valor, arribant a la conclusió que el risc d'impagament estava sobreestimat: una cartera d'actius diversificada i en gran part lliure de càrregues, liquiditat suficient per a cobrir venciments a mitjà termini i una estructura de deute escalonat que minimitzava riscos de concentració. Valorem especialment la seva capacitat de girar actius com a mecanisme de generació de caixa i la disciplina financera de l'equip gestor.

Aroundtown va implementar una estratègia de venda d'actius i gestió de deute. Aquest programa, que va incloure la signatura d'acords de venda per valor de 935 milions d'euros sol en 2024, li va permetre generar liquiditat i reduir el seu palanquejament, aconseguint una reducció de la ràtio LTV del 45% al juny de 2024 al 41% al març de 2025. A més, la seva ràtio de cobertura

d'interessos va pujar a 4.3x en el primer trimestre de 2025, nivells sostenibles i més alineats amb el sector, mentre solidificava el seu perfil de liquiditat gràcies a la quantitat d'actius no gravats. En resum, la venda selectiva d'actius i la gestió activa del deute van resultar en un balanç més conservador per a la companyia. En 2025, la companyia va llançar una recompra de bons a un diferencial mid-swaps +105 pb, validant així la nostra tesi d'inversió. Aquesta operació, juntament amb la recuperació del mercat immobiliari i la reducció del risc percebut, va permetre una revaloració significativa dels bons en cartera. Mantenim una exposició parcial donada l'atractiva valoració relativa enfront de comparables del sector.

2. Auchan S.A./ ELO SACA.

En 2024, el grup ELO (hòlding d'Auchan) va ser castigat per la feblesa operativa a França, el seu principal mercat, la seva exposició a Rússia i Ucraïna, i la seva alta dependència del format hipermercat. A això es va sumar la pressió financera després de l'adquisició de botigues del grup Casino, que va incrementar l'endeutament. No obstant això, la nostra tesi es va centrar en la solidesa del suport patrimonial (actius immobiliaris de New Immo Hòlding, la filial immobiliària del grup), el compromís accionarial de la família Mulliez (que va aportar €300 milions de capital) i la reestructuració en marxa, que incloïa la reducció d'espais no rendibles, inversions en eficiència operativa, la venda d'actius no estratègics, i una aliança estratègica amb Intermarché per a millorar en competitivitat d'aprovisionament i logística. Estimem que el mercat no valorava correctament el valor dels actius del grup com a suport al deute, ni les millores operatives previstes a mitjà termini. A principis de 2025, es va anunciar la desinversió d'actius no estratègics per més de €800 milions, i posteriorment, la reorganització del balanç mitjançant la transferència de la majoria dels bons de ELO cap a New Immo Hòlding, amb fluxs de caixa estables, mètriques financeres robustes, major visibilitat operativa, i covenants financers que aporten major protecció al bonista. Aquesta reubicació estratègica va permetre una forta compressió del spread des de ~+940 pb nivells en aquest moment similars o més amplis que paris com Eroski (B+), Morrisons (B+) i Picard Groupe (CCC+), fins a ~+285 pb, amb una apreciació en el preu dels bons des de ~83% fins per sobre de 103% del valor nominal. El ràting dels nostres bons no va baixar de BB- i actualment es troba en BB+.

3. VF Corporation

VF Corporation, propietària de marques com Vans, The North Face i Timberland, va experimentar una deterioració significativa entre 2022 i 2024. Després d'un període d'adquisicions palanquejades i expansió internacional, la companyia va veure com les vendes queien en les seves marques clau — especialment Vans— i els marges es contreïen, arrossegant les ràtios de crèdit. En 2024, S&P va rebaixar la qualificació de l'empresa a “BB”, perdent així el grau d'inversió. Això va provocar sortides forçades d'inversors institucionals i una ampliació substancial dels spreads, amb bons cotitzant amb TIR >6 %, o 120bp més amplis que paris BBB com PVH Corp. i Tapestry.

No obstant això, després d'estudiar la situació de la companyia, vam obtenir una forta convicció en el valor del seu portfoli de marques, amb gran reconeixement global i marges històricament elevats. Estimem que, si bé la recuperació operativa podia trigar a arribar, VF seria capaç de monetitzar satisfactòriament part del portafolis per a alleujar la seva estructura financera i obtenir flexibilitat suficient per a dur a terme el seu pla estratègic "Reinvent", orientat a retornar el creixement, expandir marges i generar caixa. La tesi es va confirmar a l'octubre de 2024, quan VF va anunciar i va executar la venda de la seva marca Supreme per 1.500 milions de dòlars. Aquest ingrés va permetre a la companyia cancel·lar 1.000 milions de USD de deute i reemborsar 450 milions en paper comercial, enfortint la seva liquiditat i reduint venciments. La combinació de despallanquejament i racionalització operativa (primers passos del pla estratègic) han derivat en una recuperació de la confiança del mercat i en la revaloració dels seus bons en 2025.

4. Walgreens Boots Alliance (WBA)

Entre 2023 i 2024, Walgreens va travessar un entorn molt complex. La pressió reguladora sobre marges, l'impacte dels litigis per opioides, el tancament de ~1.200 botigues en EE. UU., i la feblesa estructural del seu model retail van fer que la companyia perdés el grau d'inversió i que els seus bons amb venciment a 2,5 anys cotitzessin a TIRes per sobre del 6% en euros, nivells comparables als d'emissors febles en el seu moment com ELO SACA, Picard Groupe i Morrisons.

La nostra anàlisi es va enfocar a identificar catalitzadors de recuperació: en primer lloc, la companyia mantenia una base rellevant d'actius immobiliaris propis, que servien de suport al seu valor econòmic; en segon, els tancaments de botigues no rendibles permetrien recuperar caixa; i en tercer, vèiem alta probabilitat d'un esdeveniment corporatiu que aportés capital fresc. Aquest últim es va materialitzar a la fi de 2024, quan Walgreens va acordar la seva adquisició per part de Sycamore Partners, en una operació valorada en gairebé 24.000 milions de dòlars incloent deute.

L'acord va suposar la reestructuració del seu passiu, una recapitalització rellevant i un nou enfocament estratègic en la rendibilitat. A més, els bons incorporaven clàusules de protecció davant canvis de control, amb opció de venda a 101 %, la qual cosa afegia valor addicional per al bonista. La revaloració dels seus bons per sobre del 100 % en els mesos posteriors va confirmar la validesa de la nostra tesi d'inversió.

Sobre l'equip gestor

Ricardo Granda (Citywire AA): Llicenciat en Economia per la Universitat del Pacífic (el Perú) i MBA, amb especialització en Finances, per la London Business School (el Regne Unit). Compta amb 20 anys d'experiència en serveis financers, 14 d'ells en gestió d'actius, incloent 9 anys com a gestor de renda fixa i analista de crèdit a Londres.

Joan Pericas, CFA: Diplomat en Ciències Empresarials per la Universitat de Barcelona, graduat en Administració d'Empreses per la UOC, i CFA® charterholder. Compta amb més de 10 anys d'experiència prèvia en càrrecs relacionats amb la gestió d'actius.

INFORMACIÓ LEGAL

L'informe s'ha fet amb la finalitat de proporcionar als inversors informació general sobre valors i instruments financers, en la seva data d'emissió, i està subjecte a canvis sense previ avís. La informació es proporciona basant-se en fonts considerades com a fiables, si bé CAIXA ENGINYERS GESTIÓ no garanteix seguretat ni se'n responsabilitza.

És possible que la informació es pugui referir a productes, operacions o serveis d'inversió respecte als quals hi hagi informació addicional en documentació separada, incloent-hi el document d'informació fonamental per a l'inversor i el fullet complet. Es recomana llegir aquests documents per poder prendre una decisió fundada sobre la conveniència d'invertir en aquests productes. Pot sol·licitar aquesta documentació al seu gerent personal, a qualsevol oficina de Caixa Enginyers, a www.caixaenginyers.com o a www.cnmv.es.

El contingut dels informes, en cap cas, constitueix una oferta o recomanació de compra o venda de cap producte o instrument financer. L'inversor ha de ser conscient que els valors i els instruments financers als quals es refereixen poden no ser adequats als seus objectius concrets d'inversió, per la qual cosa l'inversor ha d'adoptar les seves pròpies decisions d'inversió. A aquest efecte, CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SAU, en la seva condició d'emissor de l'informe, així com CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS - CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDIT, en la seva condició de comercialitzador, no es fan responsables del mal ús que es faci d'aquesta informació ni dels perjudicis que pugui patir l'inversor que formalitzi operacions prenent com a referència les valoracions i les opinions recollides en els informes. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o els instruments ni els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

©Queda prohibida la reproducció, la duplicació, la redistribució i/o la comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, ni tan sols citant-ne les fonts, llevat que es tingui el consentiment previ per escrit de CAIXA ENGINYERS GESTIÓ, SGIIC, SAU. Tots els drets reservats.