

CI Premier FI: capacidades en crédito corporativo de Caja Ingenieros Gestión



En un entorno de mercados volátiles, fragmentados y con heterogéneos diferenciales de crédito (spreads), la **capacidad de análisis en crédito corporativo** se convierte en una ventaja competitiva clave. En Caja Ingenieros Gestión hemos desarrollado un enfoque propio, apoyado en análisis fundamental riguroso, que nos permite detectar oportunidades, construir **carteras con una relación rentabilidad-riesgo atractivo** y, en definitiva, aportar valor de forma consistente como demuestran los resultados por encima de la media del fondo Premier FI, que con un enfoque 100% en renta fija, es el que mejor refleja las capacidades en crédito de la gestora.

La estrategia del fondo Premier se basa en una selección bottom-up rigurosa de emisiones que combinan solvencia crediticia, liquidez y valor relativo. La cartera presenta una **calificación media de BBB**, con **duración moderada**, y una exposición sectorial y geográfica **diversificada**. El enfoque de gestión es activo pero prudente, diseñado para preservar capital y generar rentabilidad ajustada por riesgo, incluso en entornos de elevada volatilidad o estrés de mercado.

Rentabilidad del fondo (clase A/I):

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

Resultados por encima de la media de su categoría tanto a uno, tres y cinco años, reflejo de una gestión profesional, fundamentada y orientada al largo plazo, con una evaluación constante del riesgo y una decidida búsqueda de calidad crediticia.

Propuesta y pilares del enfoque

Nuestra propuesta se articula en tres pilares complementarios:

1. **Selección activa basada en convicción y evidencia.** Partimos de hipótesis contrastables, priorizamos emisores con fundamentales sólidos y catalizadores identificables, y evitamos la réplica pasiva de índices o ratings.
2. **Marco sistemático de valor relativo en crédito corporativo.** Comparamos emisiones entre pares homogéneos para asignar riesgo donde el spread compensa de forma clara el riesgo asumido, minimizando sesgos direccionales.

3. **Integración ESG con métricas verificables.** Nuestro modelo ISR interno evalúa factores ambientales, sociales y de gobernanza —incluida la calidad del gobierno corporativo y la exposición a controversias— como parte transversal del análisis y del seguimiento.

Análisis Fundamental y Valor Relativo: Nuestro Núcleo de Decisión

Nuestra estrategia en crédito se apoya en el **análisis fundamental** como herramienta para descubrir ineficiencias y convertirlas en oportunidades de **valor relativo**.

Profundizamos en los emisores para comprender su capacidad real de repago y la lógica detrás del precio de sus bonos, y así prevenir enfoques basados únicamente en ratings o pertenencia a índices. Esto nos permite identificar **situaciones de infravaloración/sobrevaloración y oportunidades de compresión/ampliación de spreads** que contribuyen a generar alfa.

Elementos clave del análisis fundamental:

- **Estados financieros y generación de caja:** evolución de ingresos y márgenes, resiliencia del FCF y necesidades de inversión.
- **Modelo de negocio y posicionamiento competitivo:** estructura de la industria, ventajas competitivas, barreras de entrada y riesgos de disrupción del negocio.
- **Base de activos y monetización:** tangibles e intangibles, eficiencia y rentabilidad, soporte a la capacidad de endeudamiento.
- **Estructura de capital y liquidez:** apalancamiento, vencimientos, acceso al mercado y flexibilidad financiera.
- **Métricas de crédito prospectivas:** Por ejemplo, deuda neta/EBITDA, cobertura de intereses, deuda/activos tangibles, sensibilidad del coste de la deuda.
- **Eventos corporativos/sectoriales:** Fusiones y adquisiciones, reestructuraciones, litigios o cambios regulatorios relevantes.

Con este conocimiento, *situamos el **valor relativo** como eje de la gestión activa*. Mediante la delimitación de un universo de bonos que consideremos comparables apropiados, estimamos diferenciales de crédito que nos permitan entender si dichos niveles compensan el riesgo asumido frente a pares, histórico del emisor y curvas sectoriales agregadas, y así determinar si existen potenciales oportunidades de compra o venta de bonos.

Sobre esta base **incorporamos criterios cualitativos y tácticos que potencialmente aceleren la convergencia hacia el valor razonable**: mejoras de rating, recompras de deuda, desinversiones o reestructuraciones; además de **técnicos de mercado** (p.ej. escasez de papel, presión vendedora puntual).

Todo el proceso está disciplinado por nuestro **modelo interno de crédito**, que garantiza consistencia comparativa entre emisores y coherencia en la asignación de riesgo, con foco en el **retorno ajustado al riesgo y control de sesgos direccionales**.

Ejecución operativa y gobernanza

Este marco analítico se refuerza con una **infraestructura operativa robusta**. Contamos con un **equipo multidisciplinar** con amplia experiencia en crédito corporativo y análisis sectorial, apoyado en **herramientas avanzadas** de investigación y bases de datos para *screening*, acceso a históricos y monitorización continua de emisores y carteras. Las **relaciones consolidadas con brokers de referencia** en mercados primario y secundario aportan agilidad para identificar oportunidades, contrastar hipótesis y ejecutar con eficiencia.

La gobernanza del proceso se articula mediante **comités de inversión y de ISR periódicos**, en los que se validan tesis, se revisa el posicionamiento y se asegura la coherencia estratégica de las decisiones.

En conjunto, la combinación de **selección activa, análisis fundamental, valor relativo e integración ESG**, respaldada por una ejecución eficiente y una gobernanza sólida, nos permite **construir carteras de crédito con rentabilidad ajustada al riesgo consistente y defendible en el tiempo**.

Casos de éxito recientes

A continuación, destacamos algunos ejemplos recientes donde nuestro enfoque aportó valor, identificando oportunidades en emisores castigados por el mercado, pero con capacidad de cumplir con sus compromisos con los acreedores.

1. Aroundtown

En 2023, el sector inmobiliario europeo sufrió una fuerte penalización debido al agresivo endurecimiento monetario del BCE, la contracción del crédito y la caída de valoraciones, lo que provocó un repunte notable de los spreads. Aroundtown, una de las mayores SOCIMI alemanas con activos comerciales y residenciales en Alemania y Países Bajos, fue una de las más afectadas: su emisión con vencimiento en 2026 llegó a cotizar con un diferencial superior a +800 puntos básicos y una TIR cercana al 10 %, aproximadamente unos 400pb, incluso 600pb, por fuera de lo que su rating crediticio del momento (BBB+) implicaba. Eran niveles conmensurables con emisores clasificados muy dentro de la categoría crediticia de alto rendimiento (high yield). Sin embargo, nuestro análisis identificó varios elementos de valor, llegando a la conclusión de que el riesgo de impago estaba sobreestimado: una cartera de activos diversificada y en gran parte libre de cargas, liquidez suficiente para cubrir vencimientos a medio plazo y una estructura de deuda escalonada que minimizaba riesgos de concentración. Valoramos especialmente su capacidad de rotar activos como mecanismo de generación de caja y la disciplina financiera del equipo gestor.

Aroundtown implementó una estrategia de venta de activos y gestión de deuda. Este programa, que incluyó la firma de acuerdos de venta por valor de 935 millones de euros solo en 2024, le permitió generar liquidez y reducir su apalancamiento, logrando una reducción de la ratio LTV del 45% en junio de

2024 al 41 % en marzo de 2025. Además, su ratio de cobertura de intereses subió a 4.3x en el primer trimestre de 2025, niveles sostenibles y más alineados con el sector, mientras solidificaba su perfil de liquidez gracias a la cantidad de activos no gravados. En resumen, la venta selectiva de activos y la gestión activa de la deuda resultaron en un balance más conservador para la compañía. En 2025, la compañía lanzó una recompra de bonos a un diferencial mid-swaps +105 pb, validando así nuestra tesis de inversión. Esta operación, junto con la recuperación del mercado inmobiliario y la reducción del riesgo percibido, permitió una revalorización significativa de los bonos en cartera. Mantenemos una exposición parcial dada la atractiva valoración relativa frente a comparables del sector.

2. Auchan S.A./ ELO SACA.

En 2024, el grupo ELO (holding de Auchan) fue castigado por la debilidad operativa en Francia, su principal mercado, su exposición a Rusia y Ucrania, y su alta dependencia del formato hipermercado. A ello se sumó la presión financiera tras la adquisición de tiendas del grupo Casino, que incrementó el endeudamiento. No obstante, nuestra tesis se centró en la solidez del respaldo patrimonial (activos inmobiliarios de New Immo Holding, la filial inmobiliaria del grupo), el compromiso accionario de la familia Mulliez (que aportó €300 millones de capital) y la reestructuración en marcha, que incluía la reducción de espacios no rentables, inversiones en eficiencia operativa, la venta de activos no estratégicos, y una alianza estratégica con Intermarché para mejorar en competitividad de aprovisionamiento y logística. Estimamos que el mercado no valoraba correctamente el valor de los activos del grupo como soporte a la deuda, ni las mejoras operativas previstas a medio plazo. A principios de 2025, se anunció la desinversión de activos no estratégicos por más de €800 millones, y posteriormente, la reorganización del balance mediante la transferencia de la mayoría de los bonos de ELO hacia New Immo Holding, con flujos de caja estables, métricas financieras robustas, mayor visibilidad operativa, y covenants financieros que aportan mayor protección al bonista. Esta reubicación estratégica permitió una fuerte compresión del spread desde ~+940 pb niveles en dicho momento similares o más amplios que pares como Eroski (B+), Morrisons (B+) y Picard Groupe (CCC+), hasta ~+285 pb, con una apreciación en el precio de los bonos desde ~83% hasta por encima de 103% del valor nominal. El rating de nuestros bonos no bajó de BB- y actualmente se encuentra en BB+.

3. VF Corporation

VF Corporation, propietaria de marcas como Vans, The North Face y Timberland, experimentó un deterioro significativo entre 2022 y 2024. Tras un periodo de adquisiciones apalancadas y expansión internacional, la compañía vio cómo las ventas caían en sus marcas clave —especialmente Vans— y los márgenes se contraían, arrastrando las ratios de crédito. En 2024, S&P rebajó la calificación de la empresa a “BB”, perdiendo así el grado de inversión. Esto provocó salidas forzadas de inversores institucionales y una ampliación sustancial de los spreads, con bonos cotizando con TIR >6 %, o 120bp más amplios que pares BBB como PVH Corp. y Tapestry.

Sin embargo, tras estudiar la situación de la compañía, obtuvimos una fuerte convicción en el valor de su portfolio de marcas, con gran reconocimiento global y márgenes históricamente elevados. Estimamos que, si bien la recuperación operativa podía tardar en llegar, VF sería capaz de monetizar satisfactoriamente parte del portafolio para aliviar su estructura financiera y obtener flexibilidad suficiente para llevar a cabo su plan estratégico “Reinvent”, orientado a devolver el crecimiento, expandir márgenes y generar caja. La tesis se confirmó en octubre de 2024, cuando VF anunció y ejecutó la venta de su marca Supreme por 1.500 millones de dólares. Este ingreso permitió a la compañía cancelar 1.000 millones de USD de deuda y reembolsar 450 millones en papel comercial, fortaleciendo su liquidez y reduciendo vencimientos. La combinación de desapalancamiento y racionalización operativa (primeros pasos del plan estratégico) han derivado en una recuperación de la confianza del mercado y en la revalorización de sus bonos en 2025.

4. Walgreens Boots Alliance (WBA)

Entre 2023 y 2024, Walgreens atravesó un entorno muy complejo. La presión regulatoria sobre márgenes, el impacto de los litigios por opioides, el cierre de ~1.200 tiendas en EE. UU., y la debilidad estructural de su modelo retail hicieron que la compañía perdiera el grado de inversión y que sus bonos con vencimiento a 2,5 años cotizaran a TIRes por encima del 6% en euros, niveles comparables a los de emisores débiles en su momento como ELO SACA, Picard Groupe y Morrisons.

Nuestro análisis se enfocó en identificar catalizadores de recuperación: en primer lugar, la compañía mantenía una base relevante de activos inmobiliarios propios, que servían de respaldo a su valor económico; en segundo, los cierres de tiendas no rentables permitirían recuperar caja; y en tercero, veíamos alta probabilidad de un evento corporativo que aportara capital fresco. Este último se materializó a finales de 2024, cuando Walgreens acordó su adquisición por parte de Sycamore Partners, en una operación valorada en casi 24.000 millones de dólares incluyendo deuda.

El acuerdo supuso la reestructuración de su pasivo, una recapitalización relevante y un nuevo enfoque estratégico en la rentabilidad. Además, los bonos incorporaban cláusulas de protección ante cambios de control, con opción de venta a 101 %, lo que añadía valor adicional para el bonista. La revalorización de sus bonos por encima del 100 % en los meses posteriores confirmó la validez de nuestra tesis de inversión.

Sobre el equipo gestor

Ricardo Granda (Citywire AA): Licenciado en Economía por la Universidad del Pacífico (Perú) y MBA, con especialización en Finanzas, por la London Business School (Reino Unido). Cuenta con 20 años de experiencia en servicios financieros, 14 de ellos en gestión de activos, incluyendo 9 años como gestor de renta fija y analista de crédito en Londres.

Joan Pericas, CFA: Diplomado en Ciencias Empresariales por la Universidad de Barcelona, graduado en Administración de Empresas por la UOC, i CFA® charterholder. Cuenta con más de 10 años de experiencia previa en cargos relacionados con la gestión de activos.

INFORMACIÓN LEGAL

El informe se ha realizado con la finalidad de proporcionar a los inversores información general sobre valores e instrumentos financieros, a la fecha de emisión del mismo, y está sujeto a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien CAJA INGENIEROS GESTIÓN no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada, incluyendo el documento de información fundamental para el inversor y el folleto completo. Se recomienda leer dichos documentos para poder tomar una decisión fundada sobre la conveniencia de invertir en dichos productos. Puede solicitar dicha documentación a su gerente personal, en cualquier oficina de Caja Ingenieros, en www.cajaingenieros.es o en www.cnmv.es.

El contenido de los informes en ningún caso constituye una oferta o recomendación de compra o venta de ningún producto o instrumento financiero. El inversor debe ser consciente de que los valores e instrumentos financieros a los que se refieren pueden no ser adecuados a sus objetivos concretos de inversión, por lo que el inversor debe adoptar sus propias decisiones de inversión. A tal efecto, CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.A.U., en su condición de emisor del informe, así como CAIXA DE CRÈDIT DELS ENGINYERS-CAJA DE CRÉDITO DE LOS INGENIEROS, S. COOP. DE CRÉDITO, en su condición de comercializador, no se hacen responsables del mal uso que se haga de esta información ni de los perjuicios que pueda sufrir el inversor que formalice operaciones tomando como referencia las valoraciones y opiniones recogidas en los informes. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de CAJA INGENIEROS GESTIÓN, S.G.I.I.C., S.A.U. All rights reserved.