

**BBVA**

Asset Management

 **GESTORES**  
de tu confianza

COMUNICACIÓN PUBLICITARIA

# Carta a inversores

BBVA Bolsa Europa, FI



Mejor Estrategia de  
Sostenibilidad Global  
Capital Finance  
International (CFI) 2022

Signatory of:



 RACE TO ZERO

Creando Oportunidades

## Estimado inversor:

“ Ten una filosofía de inversión  
y trata de seguirla ”

*Walter Schloss*

El mayor riesgo en una inversión es realizar su análisis erróneamente. En BBVA Asset Management, S.A., SGIIC (“BBVA AM”) tratamos de mitigar ese riesgo a través de la minuciosidad de nuestro análisis, basándonos en un proceso de inversión consistente y en la aplicación de nuestro conocimiento con sentido común. La calidad de nuestras decisiones basadas en un detallado análisis es lo que determinará si lo haremos bien a largo plazo.

El año 2022 ha sido un año excepcionalmente complicado para los mercados financieros. Una alta inflación, políticas monetarias más restrictivas y la invasión de Rusia a Ucrania han marcado una disrupción en los precios de los activos financieros, siendo el más perjudicado la renta variable. Los retrocesos han sido generalizados en casi todas las geografías, aunque destaca un mejor comportamiento de las bolsas europeas, cayendo en media un -8% en el año, frente a las americanas, dejándose en el año en promedio -18%.

En este contexto, el fondo **BBVA Bolsa Europa, FI** ha logrado preservar el capital de los partícipes, fruto de un trabajo de análisis profundo, de una visión a largo plazo y un proceso inversor consistente.

La selección de valores en el fondo ha permitido que varios sectores contribuyan positivamente a la rentabilidad, destacan: energía, materiales, salud, consumo discrecional e industriales. Sin embargo, en las principales bolsas europeas como el MSCI Europa o el EuroStoxx 600, sólo el sector energía registró ganancias en el 2022. Sorprendentemente, más del 70% de las compañías que conforman estos índices han reportado ventas mejores de lo esperado, la proporción más alta desde al menos una década y muy por encima de la media histórica del 50%. Aunque, debido al incremento en costes generalizado, como motivo de una alta inflación, los beneficios finales no han recogido ese crecimiento, denotando una presión en márgenes que intuimos persistirá mientras la inflación no se normalice.

En este entorno, es especialmente importante hacer un seguimiento minucioso de las compañías invertidas y valorar la toma de decisiones de los equipos directivos ante nuevas situaciones o cambios en el entorno macroeconómico o de la industria. Depende de este análisis que las compañías elegidas nos sigan generando retornos positivos a largo plazo.

En el 2022, un 57% de las compañías en cartera del fondo han registrado rentabilidades positivas, que se compara con 27% del MSCI Europa o 25% del Eurostoxx 600. Tres compañías destacan en la rentabilidad de la cartera, siendo estas de sectores completamente distintos. Tendríamos a Orascon Construction Industries (OCI), compañía agroquímica holandesa, cuya ventaja competitiva es la localización de sus activos. Dassault Aviation, la compañía francesa de jets, cuya ventaja es la curva de conocimiento en la producción de jets. Finalmente, Ipsen, compañía francesa especializada en oncología, neurociencia y enfermedades raras.



Warren y yo solo analizamos industrias y empresas que están dentro de nuestro círculo de competencia. Cada persona tiene que hacer lo mismo. Tienes una cantidad limitada de tiempo y talento y tienes que distribuirlo inteligentemente



*Charlie Munger*

En esta carta de final de año os presentamos una serie de compañías que hemos introducido en la cartera del fondo, o aumentado posición, que están dentro de nuestro círculo de competencia. Estas empresas cuyo nombre puede ser que no sea conocido, sus productos son usados posiblemente diariamente por los lectores de esta carta. Estamos profundizando en el productor de café Saimaza y Marcilla, entre otros, JDE Peet's. Hemos aumentado la exposición al fabricante de electrodomésticos de la marca Moulinex, Rowenta o productos de cocina Tefal. Y, por último, iniciamos la posición en un fabricante de botellas de vino, Verallia, con fuerte presencia en España.

# Verallia Spain, S.A.

“ Las cinco fuerzas de Michael Porter determinan el atractivo de una industria y por ende a los jugadores de la misma ”

*Libro Estrategia Competitiva: Técnicas para el análisis de la empresa y sus competidores*

*Michael Porter, 1980*

La demanda de vidrio ha experimentado un considerable impulso en el crecimiento en los últimos años. Ha pasado de crecer ligeramente a situarse por encima del 2.5% anual en los últimos años antes de la pandemia.

El atractivo de la industria se puede medir de forma cualitativa observando la rentabilidad de los principales jugadores en los últimos años, la variación de las cuotas de mercado de los operadores en la industria, la disciplina en precios. Además, bajo el prisma de Michael Porter, podríamos también ver si esta industria es atractiva en función de sus cinco fuerzas: barreras de entrada, poder de negociación con clientes, con proveedores, rivalidad entre jugadores y productos sustitutivos. Esto que suena muy teórico se acaba traduciendo en sí una industria es atractiva o no. En el caso de la industria del vidrio en Europa, se puede decir que es atractiva.

- ✓ Las barreras de entrada son altas. Instalar una fábrica con horno cuesta dinero y tiempo. Se necesita escala y músculo financiero.
- ✓ Oligopolio. Los cinco principales jugadores controlan el 75% del mercado.
- ✓ Precios. Aunque siempre se habla de competencia, los jugadores se han mostrado disciplinados.
- ✓ Productos sustitutivos. La ola verde favorece el vidrio frente al plástico.

El sector del vidrio ha sido capaz de traspasar a sus clientes subidas de precio de doble dígito. La energía, el carbonato de sodio y el transporte han experimentado fuertes subidas. Manejar el aumento del coste de aprovisionamiento ha sido muy complicado, sin embargo, la industria se encuentra en una situación de oferta – demanda muy ajustada y con una estructura oligopolística que ha permitido traspasar el incremento de precios.

Verallia es la compañía europea líder en la fabricación de envases de vidrio. Históricamente, esta firma formaba parte de Saint Gobain, hasta que fue adquirida por Apollo en el año 2015. La industria en Europa está muy concentrada, con los cuatro principales jugadores (Verallia, Owens Illinois, Vidrala y Ardagh) controlando más del 75% del mercado tras la consolidación vivida desde comienzos de siglo.

La demanda de envases de vidrio crece sosteniblemente, apoyada en tendencias

favorables al reciclaje y en el mayor valor que confiere a productos de calidad. La industria europea opera casi a plena capacidad, lo cual hace que el mercado se encuentra tensionado. Las expansiones de capacidad futuras permitirán, como mucho, igualar dichos incrementos en demanda

Desde un punto de vista geográfico el suroeste de Europa representa el 68% de sus ventas. El norte y este de Europa el 22% y Latam el 10%. Atendiendo a sus clientes, tenemos que el 46% de sus ventas es para productores de vino, 17% alimentación, 12% cerveza, 13% bebidas alcohólicas y 12% bebidas suaves.

Teniendo en cuenta la situación de disciplina de la industria, las características cualitativas propias de Verallia y su capacidad de generar caja, consideramos que esta inversión es apropiada para la cartera europea.

# Jacobs Douwe Egberts ES, S.L.U

“ Las tres palabras más importantes en la inversión son margen de seguridad ”

*Warren Buffet*

Nuestro trabajo como gestores activos es encontrar anomalías de valoración y aprovecharlas para comprar buenos activos a descuento. Esta diferencia entre el precio al que cotiza una compañía y su valor, se denomina margen de seguridad. En esta categoría enclavaríamos nuestra inversión en JDE Peet's; si bien bajo este nombre no seríamos capaces de adivinar su actividad, si nombramos "Marcilla", "Saimaza", "L'Or" o "Illy" ya no nos queda ninguna duda. JDE Peet's es el segundo jugador global, tras Nestlé, en una de las categorías de consumo que más nos gusta, el café.

Y ¿por qué nos gusta el café? Muy sencillo, es una de esas costumbres con menor propensión al cambio. El café matutino o tras la comida es probablemente una de las últimas renunciadas que un consumidor haría en una situación de estrés financiero. Además, las cualidades organolépticas del producto hacen que la lealtad a la marca sea alta, con baja tendencia a perder escalones de calidad a lo que también ayuda que su coste unitario sea relativamente bajo dentro de la cesta de consumo. A estas bondades, podemos añadir que la gama de oferta de marcas de mayor calidad del café no ha dejado de crecer en los últimos 25 años.

Esta aproximación de resiliencia de consumo y crecimiento en el mix de producto la hacemos desde la óptica de una cultura donde el café forma parte de nuestro día a día, pero no podemos olvidar que otras regiones del globo se están sumando a este consumo; unas comenzando con el café de menor calidad, como se da con el crecimiento de café soluble en el Sudeste Asiático u otras donde el salto viene directamente al *café premium* como el de las ciudades más cosmopolitas del este de China.

JDE Peet's ofrece una exposición pura a esta categoría con una calidad innegable, siendo una gran generadora de caja, pero con un gran descuento.

¿Y por qué? Este descuento viene por situaciones particulares de la compañía, como es la iliquidez por su bajo *free float* y por otro lado la certeza de que Mondelez, poseedor de un 20% de las acciones, venderá su participación ya que no es una actividad vital para esta compañía.

Sabiendo que tendremos disgustos en el camino, como la volatilidad de las materias primas o la certeza de una colocación de acciones por parte de Mondelez, creemos que JDE Peet's nos dará muchas alegrías como inversores de largo plazo.

# Groupe SEB Iberica, SA

“ La mejor empresa para comprar puede ser alguna que ya tienes en cartera ”

*Peter Lynch*

Grupo SEB vende lo que se llama equipos domésticos pequeños, que a su vez se divide en utensilios de cocina (ollas, sartenes, freidoras, tostadoras...) y pequeños electrodomésticos (planchas, aspiradores, secadores, ventiladores...). Además, también vende máquinas de café profesional.

El mercado global de equipos domésticos pequeños está muy fragmentado y dividido por países, según las tradiciones y hábitos de cada mercado. SEB es el único jugador que cuenta con un alcance internacional tan amplio, presente en más de ciento cincuenta países, respaldado por una cartera de treinta marcas líderes a nivel:

- ✓ **Global**  
Tefal, Rowenta, Moulinex y Krups
- ✓ **Local**  
Supor, Calor, Arno, etc.
- ✓ **Premium**  
All-Clad, Langostina, Silit, etc.
- ✓ **Profesional**  
WMF, Curtis, Scaerer, etc.

Esto le da una ventaja estratégica frente a una gama muy diferente de competidores (globales, locales, por segmento y de marca blanca).

La estrategia de SEB está focalizada en el crecimiento orgánico constante, impulsado por: una sólida política de innovación; una presencia global; una cartera de marcas fuertes y complementarias y la capacidad para trabajar con todos los canales de distribución. Además, se apoya en una búsqueda constante de competitividad; que logra gracias a su integración vertical y una política de M&A rigurosa. Con ello, en los últimos diez años las ventas, márgenes y caja de la compañía han crecido, a una tasa anual compuesta, entre el 7% y el 8%. Con unas

estimaciones de caja normalizadas de entre €400MM y €500MM, la compañía cotiza actualmente a unos múltiplos de caja de doble dígito.

La familia fundadora mantiene una posición del 40%. La estrategia está liderada por Thierry De La Tour D'Artaise, quien lleva 30 años en la compañía y forma parte de la familia fundadora. La gestión de la empresa es sobresaliente sobre sus competidores, obteniendo mejores márgenes y centrados en generar valor.

## ¿Cómo será el 2023?



Es difícil hacer predicciones,  
especialmente del futuro



*Anónimo*

Esperemos que sea un año bueno, pero desafortunadamente no lo sabemos. En BBVA AM nuestra herramienta contra la incertidumbre es el trabajo. Analizar minuciosamente industrias y compañías, e invertir en aquellas que presentan visibilidad, crecimiento, rentabilidad sostenida en el tiempo y un equipo gestor destacado.

Finalmente, agradeceremos la paciencia, apoyo y confianza en el Grupo BBVA, señalar que trabajamos intensamente para proporcionar a nuestros partícipes el mejor producto y servicio posible.

**Atentamente,  
Equipo Renta Variable de BBVA Asset Management**  
Enero 2023



Recuerda que el valor liquidativo de los Fondos de Inversión pueden fluctuar en contra de tu interés y te puede suponer la pérdida de la inversión inicial. Rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Puedes consultar en [www.bbvaassetmanagement.com](http://www.bbvaassetmanagement.com) el documento de Datos Fundamentales para el inversor (DFI) y resto de documentación legal.

BBVA BOLSA EUROPA, FI - Número de registro CNMV: 915

Entidad Gestora: BBVA Asset Management, SGIC

Entidad Comercializadora: Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, SA (BBVA, S.A.)

Entidad Depositaria: BBVA, SA

El presente documento se ofrece con carácter comercial y con fines exclusivamente informativos. La información facilitada no constituye una recomendación de inversión, asesoramiento personalizado u oferta.

BBVA AM no garantiza los pronósticos u opiniones expresados en este documento. Las rentabilidades pasadas no garantizan rentabilidades futuras.

Este documento no se puede considerar un sustitutivo de los Datos Fundamentales del Inversor (DFI) o de cualquier otra información legal que deba ser consultada con carácter previo a cualquier decisión de inversión. Consulte el folleto informativo/DFI y demás documentación legal del fondo en la web de la Gestora [www.bbvaassetmanagement.com](http://www.bbvaassetmanagement.com)