

# Memoria Anual 2020

Annual Report  
[edm.es](http://edm.es)





El 2020 ha sido un año que difícilmente olvidaremos. Los gobiernos, las empresas y los individuos hemos tenido que adaptarnos a una forma distinta de desarrollar nuestra actividad y a un modelo de convivencia social con elevadas restricciones.

En EDM creemos que la realidad cambia cada día y que la incertidumbre es lo único constante por lo que el valor está en seguir demostrando que hacemos nuestro trabajo con honestidad, adaptación, convicción, excelencia y responsabilidad.

Este año se ha puesto en valor más que nunca el esfuerzo, el entusiasmo y el empeño de tantas empresas y personas que trabajan enfocadas en la recuperación económica y social. Ello contribuye al optimismo que desde EDM tratamos de infundir a nuestra comunidad. Insistimos nuevamente en la frase que tanto nos gusta: ¡el mundo no se acaba!

The year 2020 will not be easily forgotten. Governments, companies, and individuals had to adapt to a different way of conducting activity and a highly restricted model of social co-existence.

At EDM, we believe reality changes every day and uncertainty is the only constant. As such, there is value in continuing to demonstrate that we do our work with honesty, flexibility, conviction, excellence, and responsibility.

This year more than ever we value the effort, enthusiasm, and commitment of the countless companies and individuals who work focused on economic and social recovery. This contributes to the optimism that EDM endeavours to instil in our community. We reiterate the phrase we love so much: it's not the end of the world!

# Activos bajo gestión (AUM)

## Assets under management

Nuestra experiencia de más de 30 años nos ha enseñado que es precisamente en los momentos de dificultad cuando se extraen los aprendizajes más valiosos. En este sentido, el año 2020 no ha sido distinto a otros.

A pesar de las limitaciones que la pandemia nos ha impuesto, hemos trabajado con empeño y rigor para seguir siendo excelentes en nuestro oficio, manteniéndonos cerca de las compañías en las que invertimos para tomar las mejores decisiones de inversión en un contexto de gran volatilidad, y procurando estar más cerca que nunca de nuestros clientes.

Hemos aprovechado estos momentos de cambio para iniciar una reflexión profunda sobre las bases estratégicas de nuestro negocio que nos ha permitido iniciar proyectos que contribuyan a actualizar y dinamizar la relación con nuestros clientes.

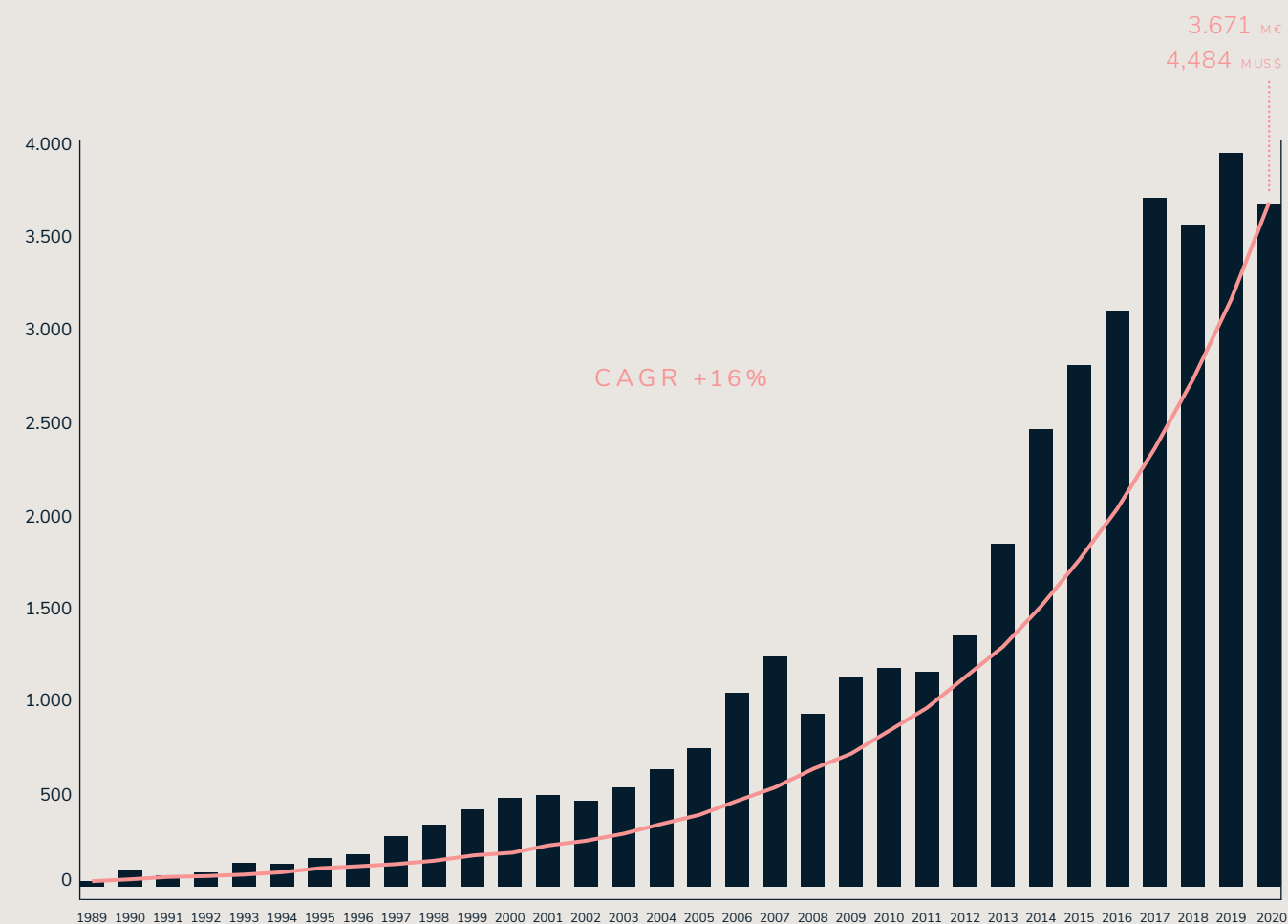
Cerramos el año con cierta caída de volúmenes con respecto al año anterior, pero sosteniendo la trayectoria de crecimiento que venimos demostrando año tras año y habiendo podido robustecer los cimientos del crecimiento futuro.

Our experience of more than 30 years has taught us that the most valuable lessons are gleaned from the most trying moments. In that sense, 2020 was no different from any other year.

Despite the limitations imposed by the pandemic, we have worked diligently to remain exceptional in our profession, remaining close to the companies in which we invest in order to make the best possible investment decisions, given a context of extreme volatility, and growing closer than ever to our clients.

We capitalised on this time of change to begin reflecting on the strategic bases of our business, allowing us to initiate projects that help renew and revitalise relations with our clients.

We closed the year with a decline in volume relative to 2019, but maintained the growth trajectory that we have demonstrated year after year and strengthened the foundations for future growth.

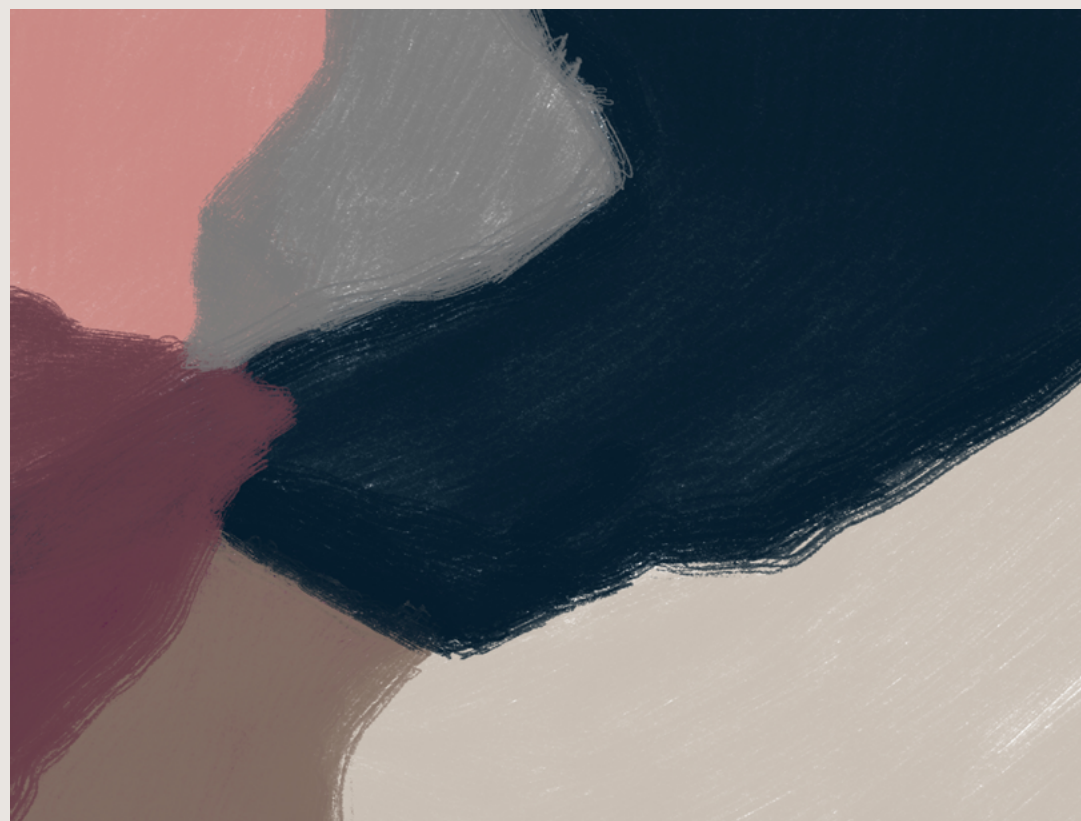


# Sumario

## Summary

+

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Consejo de administración</b><br>Board of directors  | <b>8</b>  |
| <b>Carta del presidente</b><br>Letter from the chairman | <b>10</b> |



01

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Un año tumultuoso</b><br>A tumultuous year | <b>14</b> |
|---|-----------|

|  |    |
|--|----|
| <b>Los mercados financieros: un tobogán</b><br>Financial markets: a steep drop | 16 |
|--|----|

|  |    |
|--|----|
| <b>Los índices en 2020</b><br>2020 indices | 18 |
|--|----|

02

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Ideas para inversores en 2020</b><br>Ideas for investors in 2020 | <b>20</b> |
|---|-----------|

|   |    |
|---|----|
| <b>La inflación: Una forma de impagar</b><br>Inflation: one form of non-payment | 22 |
|---|----|

|  |    |
|--|----|
| <b>¿Están caras las acciones tecnológicas?</b><br>Are tech shares expensive? | 24 |
|--|----|

|   |    |
|---|----|
| <b>Value vs Growth: ¿es relevante?</b><br>Value vs. Growth: is it relevant? | 26 |
|---|----|

|  |    |
|--|----|
| <b>Los motores del resultado:</b><br>la oportunidad de 2020<br>Profit drivers: the opportunity of 2020 | 28 |
|--|----|

|   |    |
|---|----|
| <b>Reflexiones para el asset allocation</b><br>de esta década<br>Reflections on the decade's asset allocation | 30 |
|---|----|

03

|   |           |
|---|-----------|
| <b>El año 2020 para EDM</b><br>2020 for EDM | <b>32</b> |
|---|-----------|

|   |    |
|---|----|
| <b>El ejercicio: datos de gestión</b><br>The fiscal year: management data | 34 |
|---|----|

|   |    |
|---|----|
| <b>Los resultados de los Fondos EDM</b><br>EDM fund results | 36 |
|---|----|

|   |    |
|---|----|
| <b>Adaptación regulatoria</b><br>Regulatory changes | 38 |
|---|----|

|  |    |
|--|----|
| <b>Nuevos horizontes en</b><br>Wealth Management<br>New horizons in Wealth<br>management | 39 |
|--|----|

# Consejo de Administración

## Board of Directors

### Eusebio Díaz-Morera

Presidente

Chairman

### Antonio Sagnier

Vicepresidente 1º

1<sup>st</sup> Vice-chairman

### Tristán Pasqual del Pobil

Vicepresidente 2º

2<sup>nd</sup> Vice-chairman

### Antonio Estabanell

Consejero Delegado

CEO

### Felipe Oriol

### María Díaz-Morera

### Juan Aznar<sup>1</sup>

### Ernesto Mestre<sup>2</sup>

### Rafael Arnedo

### Luis Ussia

### Juan Manuel Granados

Vocales

Members

### Eva González\*

Secretario

Secretary

### Juan Díaz-Morera\*

Vicesecretario y Letrado Asesor

Vice-secretary and Legal Counsel

\* No Consejeros

Non-members

<sup>1</sup> Presidente de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones (CNR)  
Chair of the Appointments and Remuneration Committee (ARC)

<sup>2</sup> Presidente de la Comisión de Auditoría y Control Interno (CACI)  
Chair of the Internal Control and Audit Committee (ICAC)

## CONSEJO ASESOR

### ADVISORY BOARD

### Santiago Armada

Presidente

Chairman

### Rodrigo Achirica

### Ricardo Iglesias

### Juan Torras

Vocales

Members

## COMITÉ DE DIRECCIÓN

### MANAGEMENT COMMITTEE

### Antonio Estabanell

Presidente

Chairman

### Carlos Llamas

### Adolfo Monclús

### Lluís Fortuny

### Ricardo Vidal

### Fernando Vega

Vocales

Members





# Carta del presidente

Letter of the chairman



Hemos vivido en 2020 un año tumultuoso en los mercados financieros y doloroso para amplios sectores de la economía, como consecuencia de las olas sucesivas de la Covid-19 con las tristes secuelas personales y sociales de las diversas fases de restricciones a la movilidad y a la interacción personal.

Cuando esta situación prosigue en el momento de escribir esta carta, uno no puede menos que reconocer y admirar la fortaleza de carácter de gran cantidad de personas para hacer frente a una enfermedad de incierta y cambiante evolución.

Recluidos en el teletrabajo hemos podido no sólo tomar las decisiones de inversión adecuadas sino aprender a trabajar de una manera que, de una forma u otra, ha pasado ya a formar parte de la actividad de EDM. Ello no implica dejar de reconocer que el trabajo a distancia no sólo limita seriamente la capacidad de la organización para impulsar nuevos proyectos sino también que mina lenta pero peligrosamente la iniciativa y el ánimo personal.

En aparente contradicción con lo anterior, hemos aprovechado este año para proceder a un examen riguroso de las bases estratégicas de nuestro negocio, lo que nos ha llevado a adoptar decisiones importantes que se desarrollarán a lo largo de 2021. Estas decisiones integran nuestro Plan 2021 que implica, en lo esencial, (1) adaptar nuestra oferta de soluciones a las tendencias que identificamos en Wealth Management, (2) ampliar la parrilla de productos en Asset Management y (3) desplegar un acelerado plan de digitalización.

Dentro de este Plan, la presentación renovada de nuestra identidad visual ha producido cambios en nuestro logo y en la comunicación con la comunidad a la que servimos y con las empresas en que invertimos. Esta Memoria es un primer ejemplo del cambio de identidad visual. Otros seguirán.

2020 was a tumultuous year for financial markets and painful for large swaths of the economy, as a result of the successive waves of COVID-19 and the grievous personal and social consequences of the various restrictions on mobility and personal interaction.

At the time of this writing, the situation remains ongoing and one cannot help but acknowledge and admire the strength of character of so many people coping with a virus of uncertain and ever-evolving proportions.

While telecommuting in lockdown, we were not only able to make the right investment decisions, but we learned to work in a way that has somehow become part of EDM's routine. That is not to say that we do not recognise that working from home seriously limits the organisation's ability to promote new projects, or that it slowly and precariously undermines personal spirit and initiative.

Nevertheless, we have used this year to conduct a rigorous examination of the strategic bases of our business, which has led us to adopt important decisions that will take effect throughout 2021. These decisions are part of our 2021 Plan, which entails, in broad strokes, (1) adapting the Wealth Management solutions we offer to the trends we identify, (2) expanding our Asset Management product range, and (3) rolling out an accelerated digitisation plan.

Under this Plan, we have updated our corporate identity, with changes to our logo and the way we communicate with the community we serve and the companies in which we invest. This report is the first example of the new brand identity. Others will follow.

For the team of analysts and managers at EDM, 2020 has strengthened our conviction that the picking of quality stocks and bonds is the most safe and reliable way to weather periods of fear and mistrust.

Para el equipo de analistas y gestores de EDM 2020 ha reforzado nuestra convicción de que la selección de bonos y acciones de calidad es el estilo más fiable y seguro de superar épocas de desconfianza y miedo.

En paralelo, nuestros clientes a los que hemos de servir protegiendo y haciendo crecer su capital financiero, el año que comentamos ha añadido otro resultado positivo a una larga lista que construye una “película de inversión” expresión que ilustra nuestra estrategia de inversión a largo plazo.

En otro apartado de esta Memoria el lector hallará los resultados alcanzados en nuestros fondos de inversión que han permitido a nuestros clientes registrar resultados positivos en un año que se inició con una de las mayores caídas registradas en la historia bursátil de muchas décadas. Nuestra decisión de mantener las posiciones o, incluso incrementarlas aprovechando las oportunidades, ha producido resultados favorables cuando las decisiones de las autoridades monetarias y de los gobiernos propiciaron el rebote de los mercados a pesar de caídas de la economía sin precedentes desde la Gran Depresión.

Para EDM, como sociedad de servicios de inversión para personas físicas e instituciones, el año que comentamos ha sido difícil por la diversidad de los retos ya mencionados. Pero, en lo esencial, confirmar una vez más la fortaleza de nuestro modelo de negocio que registra un beneficio neto ligeramente inferior al del año anterior.

Por fin, es de justicia formular aquí dos agradecimientos. El primero a nuestro accionista mayoritario Mutuamad, por su proximidad y aliento a lo largo del año y su ayuda específica en una mejora destacable de nuestra estructura informática y de las áreas de cumplimiento normativo y auditoría interna.

Y, en segundo lugar, a todo el equipo de EDM que, en un entorno de confinamiento ha conseguido diseñar e instrumentar las nuevas clases de acciones/participaciones de los fondos EDM, así como la consiguiente adaptación y renovación de los contratos de gestión de carteras. Su dedicación y esfuerzo son merecedores de reconocimiento.

A todos ellos, mi agradecimiento.

For our clients, whose financial capital we aim to protect and grow, the year was another favourable addition to an already long list of successes, demonstrating the efficacy of our long-term investment strategy.

This report includes the results obtained by our investment funds, allowing our clients to register positive returns in a year that began with one of the deepest stock market dives in decades. Our decision to maintain or increase positions, in an effort to capitalise on opportunities, produced favourable results once governments and monetary authorities helped markets rebound, despite an economic downturn unseen since the Great Depression.

As an investment services company for individuals and institutions, 2020 was difficult for EDM in light of the aforementioned challenges, but it once again helped us confirm the resilience of our business model, which posted a net profit only slightly lower than that of the previous year.

It is only fitting to offer a word of thanks, first to our majority shareholder, Mutuamad, for its accessibility and encouragement throughout the year, in addition to its help in improving our IT structure and our regulatory compliance and internal audit areas. Secondly, to the whole EDM team which, in a confined environment, managed to design and implement new classes of shares/units for EDM funds, and subsequently update and adapt the portfolio management agreements. We greatly appreciate all your hard work and dedication.

My deepest thanks to all.



Eusebio  
Díaz-Morera

# Un año tumultuoso

A tumultuous year



# 01

A pesar del derrumbe registrado en el 2ºT. 2020 en la economía mundial, que ha llevado a una caída del PIB del mundo este año del -5,8% (FMI), las Bolsas, la Deuda Pública y la Renta Fija privada han registrado resultados positivos este ejercicio.

Despite the collapse of the world economy in Q2 2020, which triggered a 5.8% decline in global GDP for the year (IMF), securities exchanges, government debt, and private bonds posted positive results this fiscal year.



## LOS MERCADOS FINANCIEROS: UN TOBOGÁN

### FINANCIAL MARKETS: A STEEP DROP

El desplome producido en el mes de marzo tiene pocos precedentes por su intensidad y, sobre todo, por su velocidad. En sólo 30 días los índices bursátiles registraron caídas superiores al 30%. La intervención contundente de los Bancos Centrales revertió en abril la situación.

El Gráfico 1 ilustra esta evolución, que afectó también a la renta fija de Alto Rendimiento (HY), cuyos precios siguen en general la evolución bursátil.

El segundo episodio llamativo del año ha sido el espectacular comportamiento del índice NASDAQ, de orientación tecnológica, que acumulaba a finales de año una apreciación muy por encima del resto.

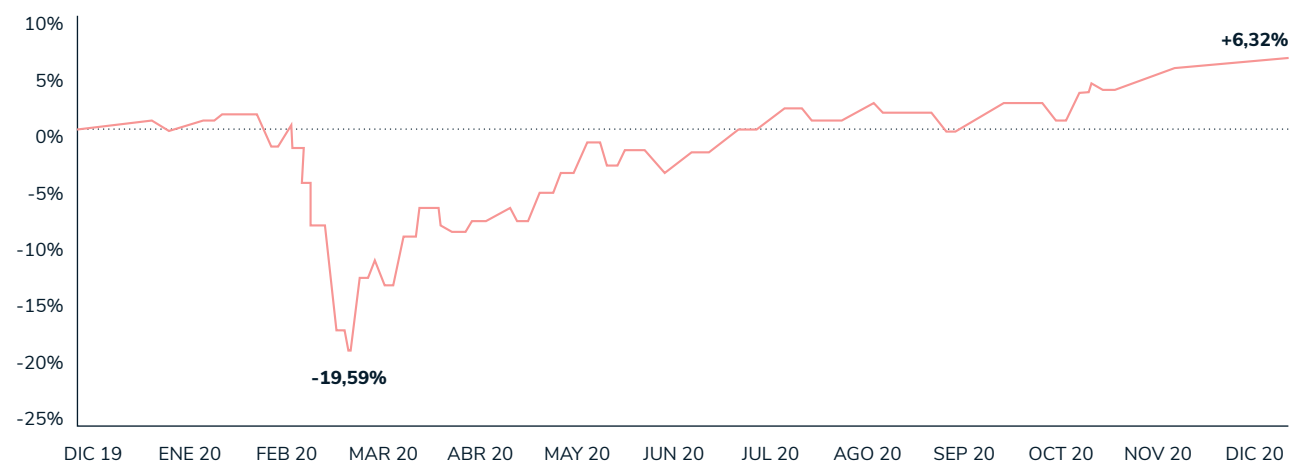
The plunge that occurred in March was largely unprecedented for its intensity and, above all, its velocity. In just 30 days, securities indices registered declines of more than 30%. Aggressive intervention from the Central Banks reversed the situation in April.

Graph 1 illustrates this evolution, which also affected high-yield bonds, the prices of which are generally consistent with stock market trends.

The second stunning development of the year was the spectacular performance of the tech-heavy NASDAQ, which, by year-end, had appreciated far more than its counterparts.

Gráfico 1 / Graph 1

#### MERRIL LYNCH US HY BB-B LOCAL



Los inversores han impulsado los negocios y las acciones de aquellas compañías a quienes el confinamiento favorecía: desde el teletrabajo hasta el comercio por internet.

Pero el último episodio destacable en las Bolsas se ha producido el mes de noviembre, cuando se ha anunciado un próximo inicio de la vacunación generalizada. Durante este mes los inversores han dirigido su mirada, no a las compañías que hasta el momento habían sido percibidas como ganadoras en la Covid-19 sino, por el contrario, a aquellas que sufriendo las restricciones a la movilidad habían quedado rezagadas: muchas de las que integran el índice Ibex 35 español (Gráfico 3).

Investors bolstered the businesses and shares of those companies that benefitted from confinement, from tele-commuting to e-commerce.

The last notable development on security exchanges occurred in November, with the announcement of the forthcoming vaccine rollout. Investors shifted their gaze away from companies that had been perceived as COVID-19 winners toward those that had suffered from mobility restrictions, many of which comprise the Spanish Ibex 35 (Graph 3).

Gráfico 2 / Graph 2

#### NASDAQ

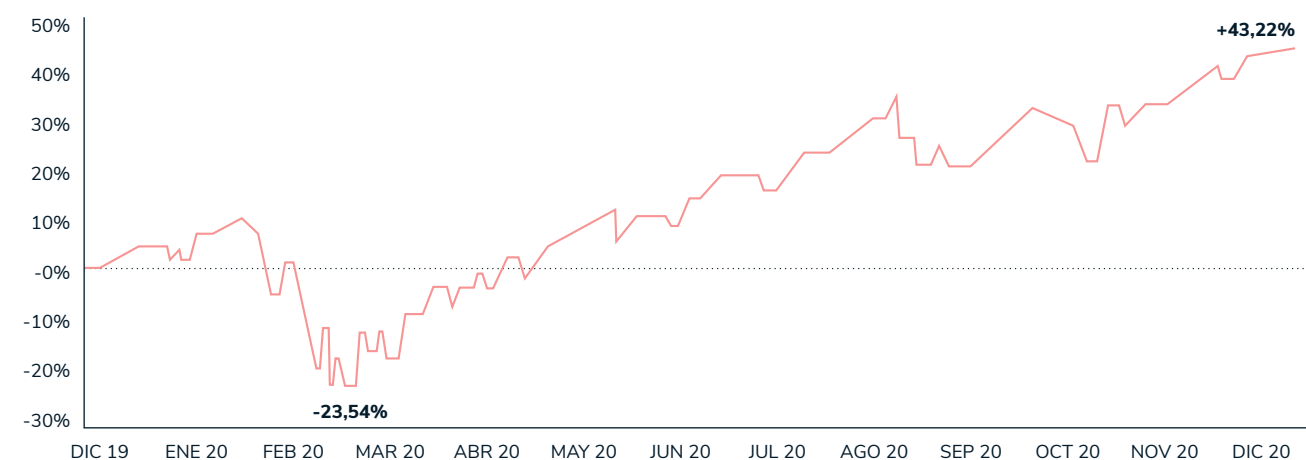
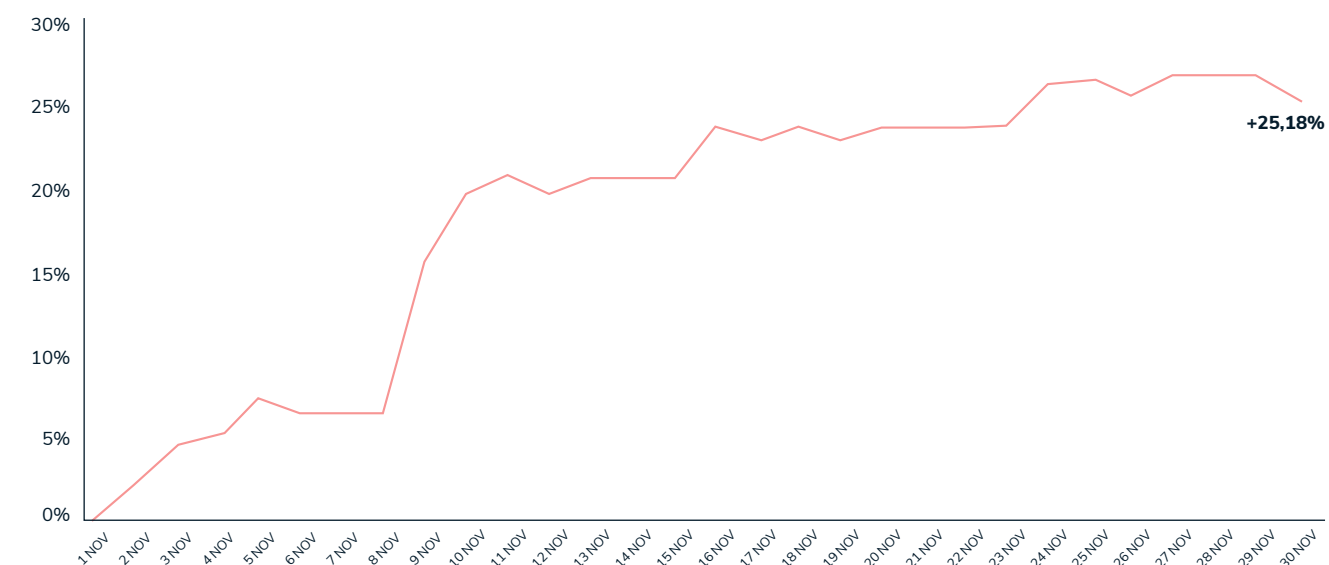


Gráfico 3 / Graph 3

#### IBEX 35 NOV' 2020



## LOS ÍNDICES EN 2020

## 2020 INDICES

— Los índices han sido el reflejo de un año de altibajos. La volatilidad registrada ha sido muy elevada, así como la gran dispersión de resultados entre las distintas clases de activo

— Indices reflected a year of ups and downs. Volatility was very high, as was the diversity of results between the various asset classes

Tanto la Renta Fija como la Renta Variable (Bolsas) se han visto favorecidas por las inyecciones de liquidez que todos los Bancos Centrales han generado. Su impacto en los precios (al alza) de la Deuda Pública y Privada han generado rendimientos mínimos o negativos.

Los Cuadros 1 y 2 ilustran los resultados registrados en el año, tanto para las diferentes clases de Renta Fija como de Renta Variable.

Both bonds and equities benefitted from the liquidity injections of Central Banks. Their (upward) impact on the price of public and private debt generated minimal or negative yields.

Tables 1 and 2 illustrate the results of the year for the various classes of bonds and equities.

Cuadro 1 / Table 1

**RENTA FIJA / BONDS**

|                 |       |              |
|-----------------|-------|--------------|
| US Govt         | 8,22% | <b>8.22%</b> |
| German Govt     | 2,95% | <b>2.95%</b> |
| EUR Govt INFL   | 3,17% | <b>3.17%</b> |
| EUR 1-3yr Broad | 0,18% | <b>0.18%</b> |
| EUR 1-5yr IG    | 1,00% | <b>1.00%</b> |
| US IG           | 9,80% | <b>9.80%</b> |
| HY USA          | 6,32% | <b>6.32%</b> |
| HY SHORT        | 2,30% | <b>2.30%</b> |
| EM IG           | 5,76% | <b>5.76%</b> |

Cuadro 2 / Table 2

**RENTA VARIABLE / EQUITIES**

|                        |         |                |
|------------------------|---------|----------------|
| IBEX NR 35             | -13,22% | <b>-13.22%</b> |
| MSCI Europe            | -3,32%  | <b>-3.32%</b>  |
| MSCI Europe Small Caps | 4,58%   | <b>4.58%</b>   |
| S&P 500                | 16,26%  | <b>16.26%</b>  |
| NASDAQ                 | 43,64%  | <b>43.64%</b>  |
| NIKKEI                 | 24,7%   | <b>24.7%</b>   |
| MSCI EM*               | 18,71%  | <b>1.71%</b>   |
| MSCI LATAM             | -13,57% | <b>-13.57%</b> |

# Ideas para inversores en 2020

Ideas for investors in 2020



# 02

Si en los próximos años vivimos, como algunos economistas esperan, un repunte de la inflación, las acciones de calidad serán uno de los mejores depósitos de valor para los inversores pacientes.

If in the coming years we experience a rebound in inflation, as some economists anticipate, quality shares will be one of the best repositories of value for patient investors.

# LA INFLACIÓN: UNA FORMA DE IMPAGAR

## INFLATION: ONE FORM OF NON-PAYMENT

**Suscitar temores sobre el retorno de la inflación constituye casi una rareza para los inversores de los últimos quinquenios.**

Desde que en 1983 el entonces Presidente de la Fed Paul Volker decidió quebrar la inflación de los años 70, varias generaciones de inversores han asistido, primero, al descenso continuo de la inflación y más tarde a una inflación durmiente próxima a cero o negativa.

¿Por qué pues resucitar el tema? Para algunos la acumulación de deuda privada y pública durante este periodo no ha pasado desapercibida ("the debt supercycle"). Pero para el gran público la cuestión se hace ahora más candente: ¿cómo va a devolverse el enorme volumen de deuda mundial?

**Concerns about the return of inflation have been practically non-existent in the last five years.**

Since 1983, when then-Fed Chairman Paul Volker waged war on the raging inflation of the 1970s, several generations of investors witnessed the progressive decline of inflation, followed by dormant near-zero or negative inflation rates.

Why resurrect the issue? For some, the accumulation of public and private debt during this debt supercycle has gone unnoticed. But for the general public, the more pressing question is, how will the massive volume of global debt be repaid?

Sin duda esta va a ser la gran cuestión de esta década y tal vez de las siguientes. El endeudamiento público a través de la Deuda gubernamental alcanza a final de 2020 el 120% del PIB mundial. Este dato tiene un único precedente: el final de la 2ª Guerra Mundial. Muchos dudan de la capacidad de repago de los Tesoros nacionales, cuyas emisiones de bonos han financiado el descomunal apoyo de los gobiernos a las economías afectadas por la pandemia.

**Muchos dudan de la capacidad de devolución de un endeudamiento como este y auguran un futuro apocalíptico. No faltan motivos de preocupación y la historia de las finanzas públicas de los últimos trescientos años es la historia de la insolvencia de los estados.**

Pero, tras la 2ª Guerra Mundial la deuda fue devuelta en 20 años gracias al esfuerzo conjunto de crecimiento e inflación que se desbordó en la década de 1970. Muchos creen que un escenario inflacionista es esperable en la segunda parte de la década o, tal vez, antes.

A los "deflacionistas" que defienden la tesis contraria no les faltan argumentos. Una demografía estancada y escaso crecimiento de la productividad poco ayudan a reforzar la capacidad de devolución. Pero estas mismas razones se tornan en inflacionistas cuando la inmunización generalizada de la población se traduzca en movilidad y disparo del gasto, hoy frenado por el miedo y la incertidumbre.

Para los "inflacionistas" a este razonamiento se suman otros de carácter estructural. El freno a la globalización y la percepción de una desigualdad insostenible militan a favor de incrementos salariales. Pero a los partidarios de esta tesis les parece que lo más importante va a ser la permisividad de los Bancos Centrales que, presionados por los Gobiernos, serán más tolerantes con la inflación que en el pasado.

Nadie está pensando en hiperinflaciones, sino únicamente en más inflación. A este respecto, recordar que la inflación es el "impago más dulce" ya que al reducir el valor real de la deuda transfiere recursos de los acreedores a los deudores.

This will, no doubt, be a major issue this decade and in the decades to come. By the close of 2020, public indebtedness through government debt reached 120% of global GDP. This data has a unique precedent: the end of World War II. Many question the repayment capacity of national treasuries, whose bond issues have financed government support for those economies affected by the pandemic.

**Many doubt the ability to repay debts of this size and predict an apocalyptic future. There is cause for concern, as the history of public finances in the last 300 years is the history of insolvent states.**

But after WWII, debt was repaid in 20 years thanks to growth and inflation, which later surged in the 1970s. Many believe an inflationary scenario is to be expected in the second half of the decade to come, if not before.

There is no shortage of arguments for deflationists who defend a contrary view. Stagnating demographics and slow growth on minimal output do little to bolster repayment capacity. However, this same reasoning turns inflationary once widespread immunisation of the population translates into mobility and spending spikes, currently curtailed by fear and uncertainty.

For their part, inflationists compound this reasoning with other structural issues. While the halt on globalisation and the perception of unsustainable wage inequity favour wage increases, supporters of this theory maintain that the most important factor will be the permissiveness of Central Banks, which, under pressure from governments, will be more tolerant of inflation than in the past.

The issue is not one of hyper-inflation, but simply more inflation. In this respect it is important to remember that inflation is the "sweetest form of non-payment," since reducing the real value of debt transfers resources from creditors to debtors.

# 120%

Endeudamiento público global

Global public indebtedness



## ¿ESTÁN CARAS LAS ACCIONES TECNOLÓGICAS? ARE TECH SHARES EXPENSIVE?

Los índices de las Bolsas mundiales han estado en los últimos años, y especialmente en 2020, liderados por la Bolsa norteamericana cuyos índices más significativos han registrado resultado positivo (S&P500 +16,26%; NASDAQ +43,64%).

Obsérvese cómo este último, con mayor sesgo de compañías de negocios orientadas a la tecnología, ha registrado un comportamiento espectacular impulsado por dos factores:

01. El beneficio del trabajo y el comercio digitalizados durante la pandemia.
02. Tipos de interés muy bajos.

Esta tendencia ha alcanzado un nuevo máximo en 2020, en el que la capitalización de un número muy reducido de compañías representa el 20% de la del conjunto del índice S&P500. Para muchos, esta situación y los elevados múltiplos (PER) de dichas compañías evocan la palabra "burbuja".

# +43,6%

Rentabilidad Índice Nasdaq en 2020

2020 Nasdaq Index return

In recent years and particularly in 2020, the world's stock markets have been led by the North American exchanges, whose major indices have registered positive results: S&P 500 +16.26%; NASDAQ +43.64%.

For its part, the tech-heavy Nasdaq performed spectacularly due mainly to two factors:

01. An uptick in tele-commuting and e-commerce during the pandemic.
02. Very low interest rates.

This trend reached its peak in 2020, when the capitalisation of a very small number of companies accounted for 20% of the whole S&P 500. For many, this situation, coupled with the high multiples (P/E ratios) of these companies, signalled a bubble.

Investigando el pasado podemos hallar dos periodos históricos en los que esta situación se ha producido. En los años '60 y '70 del siglo pasado (Nifty Fifty) y en '98-2000 con las compañías de internet (Punto.com). Y sabemos que tras ese periodo de euforia el siguiente quinquenio fue negativo para la cotización de dichas compañías.

Para dar referencias al lector, hemos recogido en el cuadro el PER de estos episodios comparando el múltiplo de esos reductos con el grueso de las 1500 compañías cotizadas en EEUU.

De ese cuadro podría deducirse que, si bien el grupo actual registra múltiplos superiores a la media del mercado, se halla lejos de los excesos anteriores. ¿Debiera ser suficiente esta constatación para tranquilizarnos? Sí y no.

Por un lado debe tenerse en cuenta que los periodos precedentes se vivieron en un entorno de tipos de interés muy superiores al actual y, en consecuencia, la anomalía era mucho más flagrante (ver Value vs Growth). Ahora con tipos de interés prácticamente nulos, el valor presente de beneficios futuros crecientes aumenta.

**Pero, ¿y si los tipos de interés subieran? Como es sabido, los rendimientos de la deuda recogen varios factores, pero uno de los más importantes es la expectativa de inflación futura. Si esta expectativa se concreta no hay duda de que, de forma mecánica, los PER debieran mantenerse estables o bajar.**

En último término, pues, el devenir de las cotizaciones de las compañías tecnológicas depende del mantenimiento de las fenomenales tasas de crecimiento de beneficios y de cash flows, superiores al 15% anual. Formular un juicio sobre este punto es crucial pues una conclusión positiva nos llevaría a permanecer invertidos en esas compañías, cuya valoración actual depende del crecimiento futuro.

Researching the past we find two historical instances in which this same situation occurred: in the 1960s and 1970s (Nifty Fifty) and in 1998-2000 (Dotcom). We know from experience that after an initial period of euphoria, the subsequent five years were negative for the share prices of these companies.

As a reference, the table below lists the P/E ratios of these episodes, comparing the multiples of these powerhouses with all 1,500 listed companies in the US. From this table, one could deduce that, although the current group registers above-market-average multiples, they are far from previous excesses. Is this enough to reassure us? Yes and no.

On the one hand, it must be taken into account that interest rates were much higher in these earlier periods and, consequently, the anomaly is much more flagrant (see Value vs. Growth). Today, with interest rates practically nil, the current value of escalating profits increases.

**And if interest rates go up? We know debt yields take into account several factors, one of the most important being future inflation projections. If this expectation materialises, there is no doubt that P/E ratios will automatically remain stable or decline.**

Ultimately, the evolution of tech prices depends on maintaining phenomenal cash flow and profit growth rates above 15% per year. It is crucial to make a judgement on this point, because a favourable conclusion will lead us to remain invested in these companies whose current valuations depend on future growth.

Cuadro 3

### PER GRUPO VS PER 1500 CÍAS

|                       |      |
|-----------------------|------|
| Nifty Fifty           | 2,22 |
| Punto.com (mar'2000)  | 2,54 |
| Tecnología (sep'2020) | 1,29 |

FUENTE: Factset, CRSP, Bernstein analysis

Table 3

### GROUP P/E RATIO VS. P/E RATIO OF 1,500 COMPANIES

|                         |      |
|-------------------------|------|
| Nifty Fifty             | 2.22 |
| Dotcom (Mar. 2000)      | 2.54 |
| Technology (Sept. 2020) | 1.29 |

SOURCE: Factset, CRSP, Bernstein analysis

## “VALUE VS GROWTH”: ¿ES RELEVANTE?

### VALUE VS. GROWTH: IS IT RELEVANT?

— El debate del “Value vs. Growth” no tiene por qué acabar en una oposición de estilos de inversión porque se puede extraer valor de la infravaloración de negocios con excelentes perspectivas de crecimiento a largo plazo

— The Value vs. Growth debate need not result in opposing investment styles because value can be extracted from undervalued businesses with excellent long-term growth prospects

Los inicios de la inversión no especulativa hunden sus raíces en las enseñanzas de Benjamin Graham y el ejemplo de su mejor alumno W. Buffet. El estilo de inversión que propugnan se ciñe en identificar compañías infravaloradas confiando en que el descuento del precio en relación a su valor intrínseco se cierre con el tiempo. Y ese descuento se calcula en torno a determinadas métricas como el precio/valor contable; precio/beneficios y más recientemente por el DCF (descuento de free cash flow).

Esta manera de invertir descansa en el convencimiento que el valor intrínseco de una compañía puede alejarse del precio por ignorancia del mercado o por el comportamiento emocional de los inversores. Explotar esas ineficiencias es la esencia del “value investing”.

Non-speculative investing is rooted in the teachings of Benjamin Graham and the example of his best pupil, Warren Buffet. The investment style they advocate is restricted to the identification of undervalued companies, and trusting that the gap between the discounted price and the intrinsic value of the business will close over time. That discount is calculated using several metrics, like price-to-book ratio, price-to-earnings ratio, and more recently, discounted cash flow (DCF).

This investment approach is based on the conviction that the intrinsic value of a company may be divorced from its price, due to market naïveté or the emotional behaviour of investors. Exploiting these inefficiencies is the essence of “value investing.”

Los practicantes de este estilo han concentrado su interés en el análisis de dichas métricas. Sin embargo, múltiplos bajos no siempre señalan infravaloración sino en ocasiones negocios mediocres. La inversión en dichas compañías más que una oportunidad de ganancia es, en ocasiones, una trampa.

Desde hace medio siglo ha aparecido otro estilo de inversión focalizado en identificar, no tanto infravaloraciones cuantitativas, sino invertir en negocios de gran futuro y elevado crecimiento a lo largo de varias décadas (“growth investing”). Para los seguidores de este estilo la realidad presente en dichas compañías no refleja su situación 5, 10 o 20 años en adelante, lo que hace más difícil concentrarse sólo en datos numéricos sin añadir un juicio sobre ventajas competitivas y fortalezas que permitan sostener muchos años de crecimiento. Naturalmente, el precio refleja más el crecimiento futuro que la realidad presente.

Ambos estilos han ido alineando a gestores caracterizados a veces con excesiva simplicidad en uno u otro bando. En los últimos 10 años los gestores growth han superado ampliamente a los gestores value, anticipando para algunos el declive irreversible de esta última aproximación.

**Al escepticismo latente de los gestores value hay que contraponer el optimismo y la curiosidad de los gestores growth al identificar nuevos negocios, liderados por directivos excepcionales y con un posicionamiento estratégico ganador. Parece, pues, excesivo enfrentar ambas aproximaciones.**

En realidad W. Buffet y su socio Ch. Munger han manifestado su negativa a alinearse en ninguno de ambos campos. Frases como “negocios excelentes a precios razonables” son suyas. Así pues, el debate quasi metafísico sobre ambos estilos debería concluir que ambos no son mutuamente excluyentes y que el valor puede extraerse tanto de la infravaloración cuantitativa como de la inversión en negocios de excelentes perspectivas a largo plazo.

Practitioners of this approach focus their interest on the analysis of these metrics. However, not always an indication of undervaluation, low multiples can sometimes signify a mediocre business, and investing in such companies can be a trap rather than an opportunity.

In the last 50 years another investment style has emerged, focused less on quantitative undervaluation and more on identifying businesses with promising futures and elevated growth prospects over several decades (“growth investing”). For adherents of this style, the current reality of these companies does not reflect their positions in 5, 10 or 20 years, making it more difficult to concentrate on numerical data without adding a judgement about the competitive advantages and strengths that will sustain them over many years of growth. Naturally, the price reflects future growth more than current reality.

While oversimplification tends to align managers on one side or the other, in the last 10 years, growth managers have significantly outperformed value managers, a development that, to some, heralds the inevitable decline of the latter.

**The latent scepticism of value managers is offset by the optimism and curiosity of growth managers when identifying new businesses, headed by exceptional executives with favourable strategic positioning. Therefore, it seems unnecessary to pit the two approaches against one another.**

With mottos like “great businesses at reasonable prices”, Warren Buffet and his partner C.H. Munger have voiced their refusal to align with either camp. Thus, the conclusion of the quasi-metaphysical debate about the two styles should be that they are not mutually exclusive and that value can be derived from both quantitative undervaluation and investment in businesses with excellent long-term prospects.

## LOS MOTORES DEL RESULTADO: LA OPORTUNIDAD DE 2020

### PROFIT DRIVERS: THE OPPORTUNITY OF 2020

— El 2020 nos ha brindado la oportunidad de invertir en negocios de calidad a precios realmente atractivos. Aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado en el corto plazo para invertir con sensatez a largo plazo

— 2020 gave us the opportunity to invest in quality businesses at truly attractive prices, to capitalise on the opportunities offered by the market in the short term in order to invest wisely in the long term

#### El resultado total de la inversión en acciones a largo plazo depende únicamente de tres factores:

01. La rentabilidad por dividendo.
02. El crecimiento anualizado del beneficio por acción (BPA).
03. La expansión o la contracción del múltiplo (PER) al final del periodo considerado.

Imaginemos una rentabilidad por dividendo del 2% y un crecimiento anualizado del BPA durante 5 años del 8% (CAGR). Si el múltiplo (PER) es el mismo que el que el mercado pagaba al momento de la compra, el resultado (excluidos gastos) será del 10%. Pero, si por el contrario el múltiplo PER al fin del periodo es 13x en lugar del 15x inicial, esta contracción restará 2,6% al resultado anualizado total que pasará a 7,5% aproximadamente.

#### The total return on long-term investments in shares depends on three factors:

01. Dividend yield.
02. Annualised growth in earnings per share (EPS).
03. The expansion or contraction of the multiple (P/E ratio) at the end of the period in question.

Let us imagine a dividend yield of 2% and 5-year annualised EPS growth (CAGR) of 8%. If the multiple is the same as that paid by the market at the time of

Esta introducción sirve para ilustrar una evidencia matemática. Pero el punto interesante está en extraer las consecuencias para la toma de decisiones de inversión.

Si uno invierte en compañías de crecimiento sostenido, el múltiplo (PER) en el momento de la compra es determinante pero con el tiempo su influencia se diluye pues, entonces, lo determinante es el crecimiento de beneficios. El gráfico adjunto refleja la experiencia empírica que confirma esta afirmación.

Por ello el gráfico pone de manifiesto una de las convicciones básicas en que se asienta el estilo de inversión de EDM: a corto plazo la expansión/contracción del PER determina el resultado, pero a largo plazo es la tracción de los beneficios quien lo determina.

**Es difícil formular un juicio exacto sobre lo que vale una empresa. Pero si nos hemos equivocado ligeramente en la valoración (y sobrepagamos) es el crecimiento del beneficio quien nos sacará del apuro. Téngase en cuenta que el crecimiento a interés compuesto es una fuerza imparable.**

Se comprende así otra memorable frase de W. Buffet "prefiero invertir en una gran compañía a precio razonable que hacerlo en una compañía mediocre a precios atractivos". Esta es la esencia de la inversión exitosa a largo plazo.

purchase, the return (excluding expenses) will be 10%. If, on the contrary, the multiple at the close of the period is 13x, rather than the initial 15x, this will subtract 2.6% from the total annualised return, meaning roughly 7.5%.

This introduction serves to illustrate a mathematical proof, which becomes of interest when extrapolating the results to make investment decisions.

When investing in companies with sustained growth, the multiple at the time of purchase is a deciding factor, but over time its influence recedes as the crucial element becomes profit growth. The graph below shows the empirical evidence that supports this evolution.

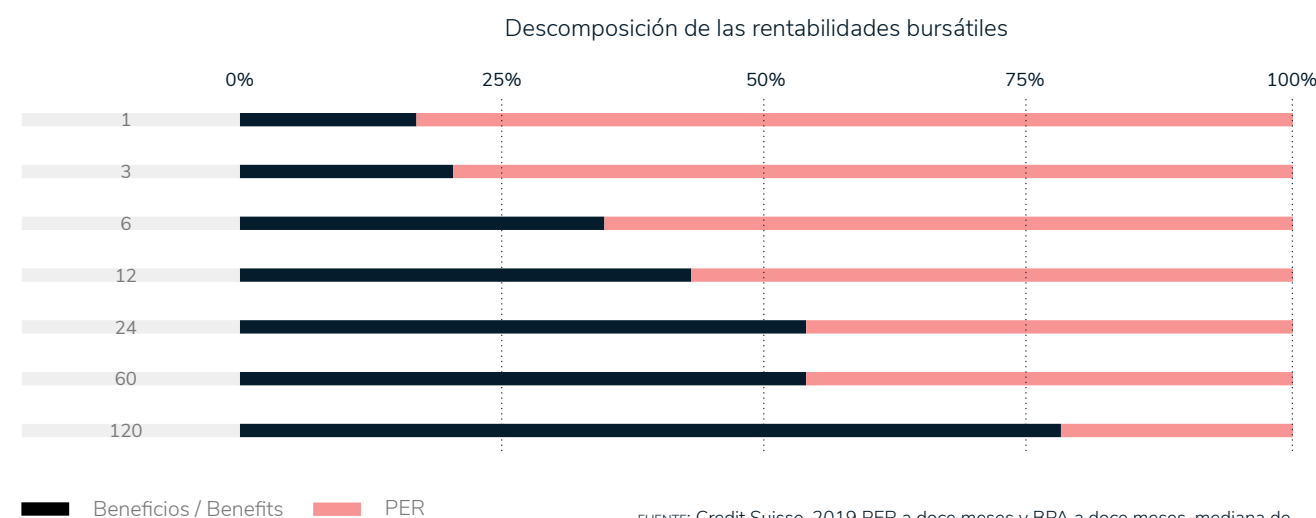
The graph reflects one of the basic convictions of EDM's investment style: in the short term, returns are determined by the P/E ratio's expansion/contraction, while in the long term, they are determined by the traction of profits.

**It is always difficult to accurately gauge what a company is worth. If we make a slight miscalculation in valuation (and overpay), profit growth will serve as a safeguard. It is important to bear in mind that compound interest growth is an unstoppable force.**

Thus, we understand another of Warren Buffet's memorable phrases, "It's far better to buy a wonderful company at a fair price than a fair company at a wonderful price." That is the essence of successful long-term investment.

Gráfico 4 / Graph 4

#### A LP LOS BENEFICIOS SON DETERMINANTES / PROFITS ARE DECISIVE IN THE LT



FUENTE: Credit Suisse, 2019 PER a doce meses y BPA a doce meses, mediana de la contribución a la rentabilidad, desde 1964 S&P, Thomson Reuters, FactSet

## REFLEXIONES PARA EL ASSET ALLOCATION DE ESTA DÉCADA

### REFLECTIONS ON THE DECADE'S ASSET ALLOCATION

**La década que ha finalizado ha propiciado retornos anualizados elevados en términos nominales tanto en Renta Variable (S&P500 +16,26%), en Renta Fija Soberana (US Treasury +3,4%) y en Alto Rendimiento +6,5%). Pero esos retornos hay que calificarlos de excepcionales en términos reales, es decir, deducida la inflación que sólo ha restado un 1% aproximadamente.**

Pero, puesto que el pasado no se puede ya comprar, debemos pensar en la próxima década. Parece difícil que tales retornos puedan ser replicados en los próximos años pues gran parte de aquellos se han obtenido por la caída continuada del rendimiento de la Deuda Soberana a precios de mercado. Ello implica subidas de precio que, unidas a los intereses han producido el resultado conocido.

Dicho de otra manera, parece difícil pensar que los precios de la Deuda puedan seguir subiendo indefinidamente pues, en gran medida, se han movido al alza por las compras continuadas de los Bancos Centrales deseosos de facilitar la financiación de los Tesoros nacionales para cubrir los enormes déficits públicos que ha abierto la epidemia.

Cualquier escenario de recuperación de rentabilidades (bond yields) implicaría caídas de precio en los próximos años. Ello plantea un grave dilema para los inversores conservadores que

**Though the last decade yielded high annualised returns in nominal terms for equities (S&P 500 +16.26%), sovereign bonds (US Treasury +...%), and high yield (+...%), these returns must be qualified as exceptions in real terms, meaning, deducting inflation of approximately 1%.**

Since we cannot buy in the past, we must look to the future. It seems unlikely that these returns will be replicated in the years to come, as the lion's share were obtained from a continual decline of sovereign debt yields at market prices. This triggered price hikes that, coupled with interest, produced the obvious result.

In other words, it is hard to believe that debt prices will rise indefinitely since, to a large extent, they have trended upwards on the constant purchase of Central Banks eager to facilitate funding for national treasuries in order to cover the enormous public deficits resulting from the pandemic.

Any bond-yield recovery scenario would imply price declines in the years ahead. This poses a dilemma for conservative investors, who traditionally invest in fixed-income instruments with one single goal: not to lose money. If the borrower does not default and returns the principal at maturity, the lender (the investor) will have obtained the agreed amount of interest.

**If inflation prospects materialise at some point, the market's downward adjustment in bond prices will not be offset by interest and investors may yield a zero or negative return in those years: an unattractive proposition.**

In light of this likely scenario, private banking units and many investment advisors are recommending investment in alternative assets that—because they are not valued on the market—alleviate investors' concerns about the ups and downs that result in volatility in listed liquid assets.

# +16,2%

Rentabilidad Índice S&P 500 en 2020

2020 S&P 500 Index return

han sido tradicionales inversores en instrumentos de Renta Fija. Estos tienen un solo objetivo: no perder. Si el prestatario no impaga y devuelve el principal al vencimiento, el prestamista (el inversor) habrá obtenido el importe del interés pactado.

**Si la expectativa de inflación se materializara en algún momento, el ajuste a la baja de los mercados en los precios de la Renta Fija no será compensado por los intereses y el inversor puede tener un retorno cero o negativo durante dichos años. No parece una proposición atractiva.**

Ante este probable escenario, las unidades de Banca Privada y muchos asesores de inversión están recomendando la inversión en activos alternativos que, al no valorarse en el mercado, alejan la inquietud de los inversores de los vaivenes que producen la volatilidad de los activos líquidos cotizados.

Siendo como son dichos activos (Private Equity, Venture Capital, Infraestructura, Hedge Funds, etc...) perfectamente válidos como diversificación y estabilización de los resultados anuales conviene no perder de vista que para el inversor capaz de soportar firmemente las cabriolas de los mercados, la inversión en acciones de calidad resulta una alternativa perfectamente atractiva si la selección es adecuada y se adopta un horizonte a largo plazo. Así, las carteras diversificadas de Renta Variable gestionadas por EDM han tenido un resultado anualizado en la última década del 7% - 8% CAGR (con una inflación del 1%).

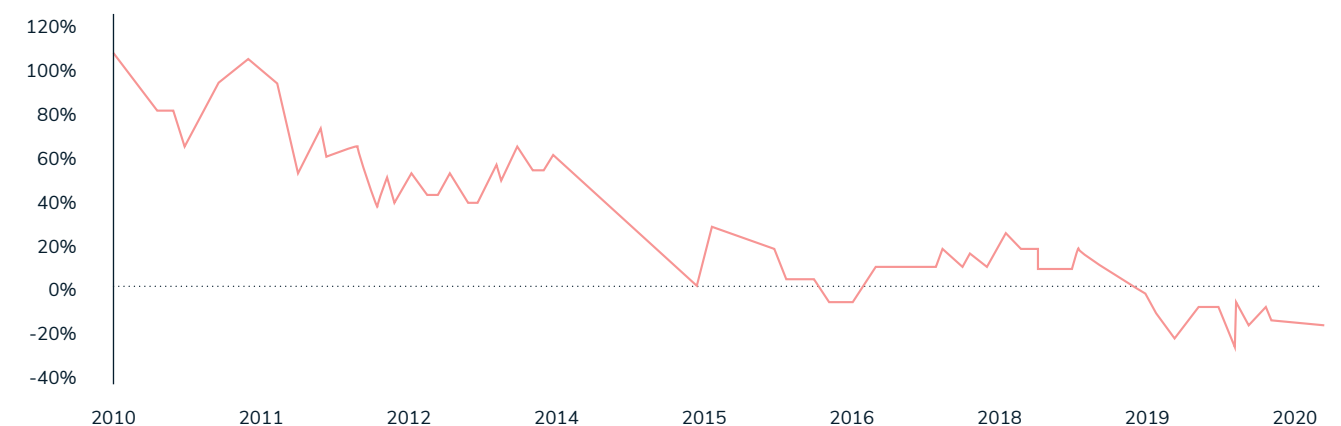
Nadie sabe cuál será el resultado de los próximos 10 años, pero convendría convenir que la volatilidad, por desagradable que sea, no es ni con mucho el peor de los riesgos.

Given that these assets (Private Equity, Venture Capital, Infrastructure, Hedge Funds, etc.) are perfectly valid to diversify and stabilise annual results, it is important to remember that for investors capable of weathering the spins and roundabouts of markets, investing in quality shares is a perfectly attractive alternative if the selection is adequate and a long-term horizon is adopted. Thus, the diversified equity portfolios managed by EDM have yielded an annualised result in the last decade of 7% - 8% CAGR (with inflation of 1%).

Nobody knows what will come to bear in the next 10 years, but we can agree that volatility, unpleasant as it may be, is not the worst risk by far.

Gráfico 5 / Graph 5

### CAÍDA RENDIMIENTOS BUND ALEMÁN ÚLTIMOS 10 AÑOS DROP OF GERMAN BOND YIELD LAST 10 YEARS





# El año 2020 para EDM

2020 for EDM



## 03

El 2020 nos ha permitido sentar las bases para el crecimiento futuro reflexionando sobre los pilares estratégicos del negocio y avanzando en el proceso de digitalización.

2020 allowed us to lay the groundwork for future growth, while reflecting on the strategic pillars of the business and advancing in the process of digitisation.

# El Ejercicio: Datos de gestión

The fiscal year: management data

Como cada año el Cuadro 4 recoge algunos datos significativos de los Estados Financieros Consolidados de EDM, con una evolución histórica de los últimos años.

As in previous years, Table 4 contains important information from EDM's consolidated financial statements, with the historical trend of recent years.

Cuadro 4 / Table 4

|  | 2020  | 2019  | 2018  | 2017  | 2016  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| NÚMERO DE CLIENTES<br>NUMBER OF CLIENTS    | 3.444 | 3.832 | 2.787 | 2.428 | 2.239 |
| NÚMERO DE EMPLEADOS<br>NUMBER OF EMPLOYEES | 81    | 80    | 75    | 67    | 64    |
| ACTIVOS BAJO GESTIÓN (M€)<br>AUM (M€)      | 3.671 | 3.927 | 3.546 | 3.707 | 3.094 |
| INGRESOS TOTALES (M€)<br>REVENUES (M€)     | 24,4  | 27,0  | 28,4  | 26,6  | 21,3  |
| RESULTADO OPERATIVO (M€)<br>EBITDA (M€)    | 12,8  | 13,9  | 14,0  | 14,0  | 10,8  |

# Los resultados de los Fondos EDM

## EDM fund results

El año 2020 ha sumado otro año positivo tras el estelar 2019, lo que permite mantener tasas anualizadas muy atractivas batiendo en muchos casos los índices de referencia.

Pero lo más importante es que esos resultados anualizados superan ampliamente la inflación media de los últimos 10 años, que se ha situado en torno al 1%. Como EDM ha reiterado en más de una ocasión, definimos nuestra misión como la preservación de los capitales que nos han sido confiados y su crecimiento a largo plazo por encima de la inflación. El cuadro ilustra esta afirmación:

After a stellar 2019, 2020 was another positive year, which allowed us to maintain very attractive annualised rates, frequently outperforming the benchmark indices.

More importantly, however, these annualised results far exceed the average rate of inflation in the last 10 years, which has hovered around 1%. As EDM has reiterated on several occasions, our mission is to preserve the capital entrusted to us and ensure long-term growth above inflation, as illustrated in the following table:

Cuadro 5 / Table 5

| MERCADO<br>MARKET                 | FONDO<br>FUND            | 2020    | 2019   | TIR 10 AÑOS<br>10-YR. IRR |
|-----------------------------------|--------------------------|---------|--------|---------------------------|
| RFIJA IG<br>IG BONDS              | EDM AHORRO R             | -0,80%  | 4,31%  | 1,93%                     |
| RFIJA HY<br>HY BONDS              | EDM CREDIT PORTFOLIO R   | +4,24%  | 10,76% | 4,25%                     |
| RV ESPAÑA<br>EQUITIES SPAIN       | EDM INVERSIÓN R          | -10,91% | 11,44% | 6,00%                     |
| RV EUROPA<br>EQUITIES EUROPE      | EDM STRATEGY R           | -1,00%  | 28,74% | 4,87%                     |
| RV EEUU<br>EQUITIES US            | EDM AMERICAN GROWTH R \$ | +40,06% | 31,81% | 19,07%                    |
| RV EMERGENTE<br>EQUITIES EMERGING | EDM EMERGING MARKETS R   | +4,18%  | 16,73% | 3,03%                     |
| RV LATAM<br>EQUITIES LATAM        | EDM LATIN AMERICAN R \$  | -23,07% | 18,59% | ND                        |

FUENTE: EDM  
SOURCE: EDM

# Adaptación regulatoria

## Regulatory changes

A lo largo de 2020 hemos procedido, de acuerdo con la exigencia de la Directiva Europea conocida como MiFID II, a adaptar las comisiones de gestión de carteras (GDC) y las de los Fondos y SICAV al introducir las llamadas clases "limpias" en las carteras de nuestros clientes.

La Directiva se dirige fundamentalmente a las entidades financieras que tienen un esquema separado entre gestión de activos (frecuentemente de terceros) y la gestión de la cartera.

Aunque esta no es la aproximación de EDM, que ha tenido desde su fundación la vocación de gestionar íntegramente carteras y fondos, hemos procedido a introducir para todos nuestros Fondos/SICAV las clases limpias (con costes inferiores) y adaptar correlativamente las comisiones GDC.

Esta adaptación se ha efectuado durante el 4ºT.2020 y las nuevas clases (L) se han introducido en las carteras de nuestros clientes en enero de 2021.

Throughout 2020, in accordance with the European Directive known as MiFID II, we have proceeded to adapt discretionary portfolio management, Funds, and SICAV fees by introducing "clean" share classes into our clients' portfolios.

The Directive primarily targets financial institutions that have a separate scheme between asset management (often third parties) and portfolio management.

Although this is not the approach of EDM, which has—since its inception—fully managed its portfolios and funds, we have proceeded to introduce clean classes (at lower costs) for all our Funds/SICAVs and to adapt the DPM fees.

This adaptation was carried out in Q4 2020 and the new classes (L) were added to our clients' portfolios in January 2021.

# Nuevos horizontes en Wealth Management

## New horizons in Wealth management

Una de las novedades del Plan 2021 en el área de Gestión Patrimonial es la introducción del concepto del Modelo Híbrido Ampliado.

Es conocida nuestra manera de gestionar que otorga un peso decisivo a la selección de activos (stock selection) partiendo de una visión más estratégica que táctica de la construcción de carteras. La estrategia dominante en Banca Privada descansa en un enfoque táctico de asset allocation focalizado en anticipar el comportamiento a corto plazo del mercado.

EDM ha construido las carteras de sus clientes en torno a fondos de gestión propia, donde la selección se efectúa por nuestro poderoso y experimentado equipo de analistas y gestores. Y también delegando la gestión a especialistas para determinadas áreas geográficas (EEUU) o clases de activos (Alto Rendimiento).

A este esquema que denominamos Modelo Híbrido (Gestión Propia y Delegada) va a añadirse una reducida y cuidadosa selección de fondos gestionados por otros gestores especializados como un complemento para poder ofrecer una gama más amplia de soluciones de inversión.

Este esquema obliga a un proceso de selección exigente que permite compatibilizar nuestro núcleo tradicional (gestión propia y delegada) con unos satélites (gestión de terceros).

One of the latest developments of the 2021 Wealth Management Plan is the introduction of the Extended Hybrid Model concept.

Our management approach is well-known, based heavily on stock picking with a strategic, rather than a tactical, vision of portfolio building. The dominant strategy in private banking lies in a tactical approach to asset allocation, focused on anticipating the short-term behaviours of the market.

EDM has built its client's portfolios around self-managed funds, comprised of stocks are picked by our knowledgeable and experienced team of analysts and managers. We also delegate management to specialists in certain geographic areas (US) or asset classes (high yield).

Added to this scheme we call the Hybrid Model (proprietary and delegated management) will be a small, carefully selected group of funds managed by other specialised managers as a complement, in order to offer a wider range of investment solutions.

This scheme requires a demanding selection process that reconciles our traditional core (proprietary and delegated management) with certain satellites (third-party management).





# Memoria Anual 2020

Annual Report

[edm.es](http://edm.es)