



Memoria  
Anual 2022

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

EDM





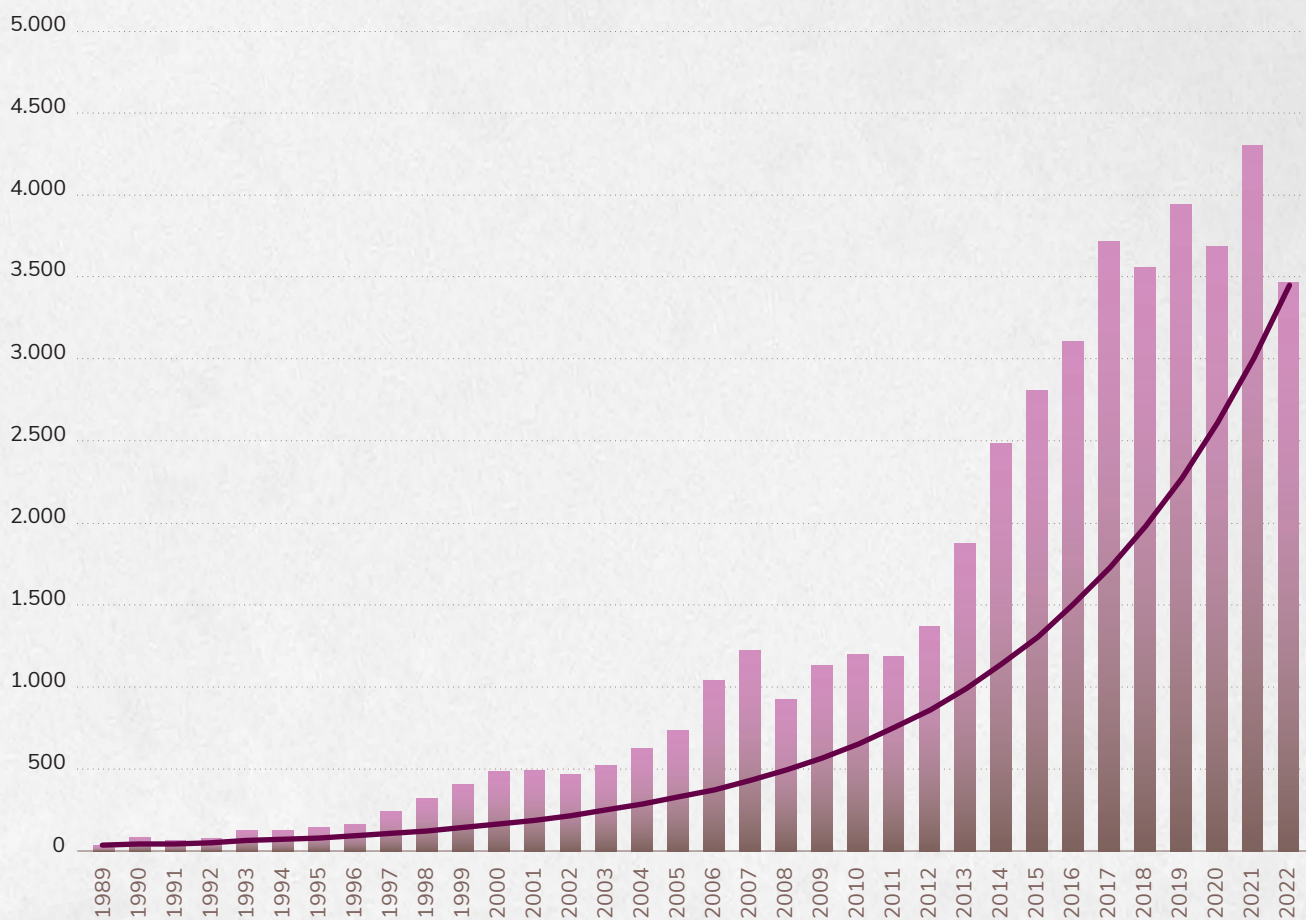
# Activos bajo gestión (AUM)

Assets under management



CAGR +15 %

3.457M€  
3.701M US\$





# Sumario / Summary

Consejo de Administración Board of Directors	06	02. Ideas para inversores Ideas for investors	24
Carta de la presidenta Letter of the Chairwoman	08	¿El fin de una anomalía? The end of an abnormal situation?	26
		El crecimiento es estructural Growth is structural	28
		¿Es posible anticipar el comportamiento de los mercados? Is it possible to anticipate market behaviour?	34
<b>01. Los mercados en 2022</b> The markets in 2022	<b>12</b>	Los negocios de elevado crecimiento y su valoración High-growth businesses and their valuation	38
¿Qué ha ocurrido en las Bolsas? What happened in the stock markets?	20	<b>2022: ¡Año récord de beneficios!</b> 2022: A record year of profits!	41
El <i>annus horribilis</i> de la renta fija An <i>annus horribilis</i> for fixed income	22		
		<b>03. El año 2022 para EDM</b> 2022 for EDM	<b>44</b>
		Los resultados de gestión de IIC y SICAV a largo plazo Long-term IIC and SICAV management performance	46
		Los Foros de Inversores EDM EDM Investors' Forum	48
		El año en cifras The year in figures	51

# Consejo de Administración

## BOARD OF DIRECTORS

**María Díaz-Morera**

Presidenta / Chairwoman

---

**Eusebio Díaz-Morera**

Vicepresidente 1º

1º Vice-chairman

---

**Tristán Pasqual del Pobil**

Vicepresidente 2º

2º Vice-chairman

---

**Carlos Llamas** (\*)

Director general / Managing Director

**Juan Aznar** (1)

**Ernesto Mestre** (2)

**Rodrigo Achirica**

**Rafael Arnedo**

**Antoni Estabanell**

**Juan Manuel Granados**

**Luis Ussía**

Consejeros / Board Members

---

**Eva González** (\*)

Secretaria / Secretary

---

**Juan Díaz-Morera** (\*)

Vicesecretario y letrado asesor

Vice-secretary and Legal Counsel

(\*) No consejeros / Non-members

(1) Presidente de la Comisión de Nombramientos y Retribuciones (CNR).  
Chair of the Appointments and Remuneration Committee (ARC).

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





## Comité de Dirección MANAGEMENT COMMITTEE

**Carlos Llamas**

Director general / Managing Director

---

**Alejandro Alba**

**Juan Díaz-Morera**

**Andrea García**

**Maribel Gómez-Arevalillo**

**Adolfo Monclús**

**Fernando Vega**

**Ricard Vidal**

Vocales / Members

# Carta de la presidenta

## LETTER OF THE CHAIRWOMAN

Probablemente, el año 2022 ha sido uno de los más intensos de nuestra historia, debido a los acontecimientos dramáticos derivados de la guerra de Ucrania, sólo unos meses después de las consecuencias del COVID. Pero la intensidad a la que me refiero en el inicio de esta carta se debe igualmente a los cambios que se han producido en EDM.

En esta primera memoria como presidenta, debo manifestar que es para mí un honor asumir la trayectoria de mi padre, fundador de EDM. Este relevo no implica un abandono del proyecto por su parte, ya que continúa vinculado como vicepresidente ejecutivo, y su presencia diaria y entusiasmo infatigable son siempre una fuente de estímulo.

El relevo generacional afecta también a la primera línea ejecutiva al atender el deseo de Antoni Estabanell, durante tanto tiempo primer ejecutivo de EDM, que cede el paso a Carlos Llamas como nuevo director general. Mis palabras de agradecimiento para Antoni se quedan cortas para describir todo lo que ha hecho por nuestra empresa. Antoni continúa vinculado a nuestro proyecto en calidad de miembro del Consejo de Administración.

Carlos Llamas lleva en EDM ocho años, los últimos como responsable del área de Wealth Management. En los seis meses desde su nombramiento ha demostrado su elevada capacidad ejecutiva para implementar numerosos proyectos que mejoran sustantivamente tanto la organización interna como nuestra relación con los clientes.

**Given the dramatic events arising from the War in Ukraine, only a few months after the consequences of COVID, 2022 was probably one of the most intense years in our history. But the intensity I refer to at the beginning of this letter is also due to the changes seen in EDM.**

In my first report as chairwoman, I must say that it is an honour for me to take up my father's mantle, who founded EDM. This change does not mean he has abandoned the project, as he is still executive vice-chairman and his daily presence and tireless enthusiasm are always a source of encouragement.

This generational change also affects our executive ranks, in line with the wishes of Antoni Estabanell, who has for so long been EDM's CEO, a role that is now passed on to Carlos Llamas. My words of thanks to Antoni are too brief to describe everything he has done for our company. Antoni remains with our company as a Board member.

Carlos Llamas has been with EDM for eight years, the last of which as head of Wealth Management. In the six months since his appointment, he has demonstrated his executive prowess by implementing numerous projects to substantially improve both our internal organisation and our relationship with customers.



**La nueva cúpula directiva pretende dar continuidad al estilo único que nos caracteriza sin perder los valores y el perfil que han diferenciado a EDM y, a la vez, impulsar la evolución para adaptarnos a los cambios que los nuevos tiempos exigen.**

---

The new leadership intends, on the one hand, to bring continuity to our company's unique style, without losing the values and profile that make EDM different, and at the same time, to drive our evolution and adapt to the changes required in new times.

La nueva cúpula directiva pretende dar continuidad al estilo único que nos caracteriza sin perder los valores y el perfil que han diferenciado a EDM y, a la vez, impulsar la evolución para adaptarnos a los cambios que los nuevos tiempos exigen.

El lector de esta memoria observará que también ha habido cambios en nuestra estructura de gobierno corporativo. Antonio Sagnier, vicepresidente, cede su puesto a Eusebio Díaz-Morera, tras una larga trayectoria de apoyo a EDM y lealtad a las personas, que agradeceremos siempre. Asimismo, Rodrigo Achirica deja el Consejo Asesor para incorporarse al Consejo de Administración.

Hemos dado un paso hacia la simplificación al suprimir el Consejo Asesor compuesto por Santiago Armada (presidente), Rodrigo Achirica, Ricardo Iglesias y Juan Torras, cuyo apoyo durante estos meses tan intensos agradezco sinceramente.

Asimismo, queremos señalar que el Comité de Dirección, formalmente constituido ahora con carácter ejecutivo, es el motor de la empresa y el impulsor de muchos proyectos de los que iremos dando cuenta en los próximos meses. Doy la bienvenida a Alejandro Alba (director de Wealth Management), Maribel Gómez-Arevalillo (COO) y Andrea García (directora de RR. HH.), que se han incorporado a la plantilla hace poco.

The new leadership intends, on the one hand, to bring continuity to our company's unique style, without losing the values and profile that make EDM different, and at the same time, to drive our evolution and adapt to the changes required in new times.

The reader of this report will see that there have also been changes in our corporate governance structure. Antonio Sagnier, vice-chairman, stepped down in favour of Eusebio Díaz-Morera, after a long history of support for EDM and loyalty, for which we will always be thankful. Rodrigo Achirica also left the Advisory Board to join the Board of Directors.

We have simplified things by eliminating the Advisory Board composed of Santiago Armada (chairman), Rodrigo Achirica, Ricardo Iglesias and Juan Torras, who have my sincere thanks for their support during these intense months.

Finally, the Management Committee, formally established now with executive powers, is the company's engine and the driver of many projects that we will be reporting on in the coming months. I welcome Alejandro Alba (Head of Wealth Management), Maribel Gómez-Arevalillo (COO) and Andrea García (Head of HR), who have recently joined.

## María Díaz-Morera




Todos estos cambios son el testimonio de un intenso trabajo durante un ejercicio marcado por uno de los peores mercados bajistas, tanto de la renta variable como de la renta fija.

Como queda explicado en otro apartado de esta memoria, el entorno actual anuncia un cambio de época definido por mayor inseguridad y riesgos geopolíticos, así como la vuelta de la inflación, prácticamente desaparecida durante las últimas décadas. Las implicaciones de este retorno a la normalidad son muy importantes y determinarán la evolución de los mercados durante los próximos años.

En este nuevo contexto, los méritos individuales de los activos en los que invertimos las carteras de nuestros clientes serán, si cabe, más determinantes que nunca. Esto me induce a manifestar mi confianza en nuestro equipo de análisis y gestión de carteras.

Este año ha sido de gran dureza para nuestro equipo de profesionales, integrado por 86 personas que han trabajado con entusiasmo y dedicación. Y, en particular, quisiera reconocer a nuestros 4.120 clientes la confianza que nos han otorgado en un año tan difícil.

A unos y otros, les manifiesto mi profundo agradecimiento.

So many changes reflect our hard work over a year that has seen one of the worst bear markets, both in equity and fixed income.

As explained in another section of this report, the current environment announces a change of era, defined by greater insecurity and geopolitical risks, as well as the return of inflation, which had virtually disappeared in recent decades. The implications of this return to normal are very important and will determine the evolution of the markets over the coming years.

In this new context, the individual merits of the assets in which we invest our clients' portfolios will, if possible, be more decisive than ever, which leads me to express my confidence in our portfolio analysis and management team.

This has been a year of great hardship for our professional team of 86 people, who worked with enthusiasm and dedication. And, in particular, I would like to recognise our 4,120 clients for the trust they have placed in us in such a difficult year.

I thank them all wholeheartedly.

A black and white photograph of a rose branch. The branch enters from the bottom left and extends towards the top right. It features several dark, textured leaves with prominent veins. At the top right, a large, dark rose bud is in focus. The background is a plain, light color, creating a high-contrast scene.

01

---

LOS MERCADOS  
EN 2022

*The markets in 2022*



¿Qué ha ocurrido en las Bolsas? 20  
What happened in the stock markets?

---

El *annus horribilis* de la renta fija 22  
An *annus horribilis* for fixed income

El año 2022 ha sido uno de los peores de los mercados financieros, con pérdidas de valoración generalizadas que han afectado a los precios de las acciones y también de los bonos.

De hecho, el resultado de una cartera invertida al 60 % en renta variable y el 40 % en renta fija, estructura tradicionalmente considerada prudente, ha registrado el segundo peor resultado en décadas. Así lo indica el Gráfico 1.

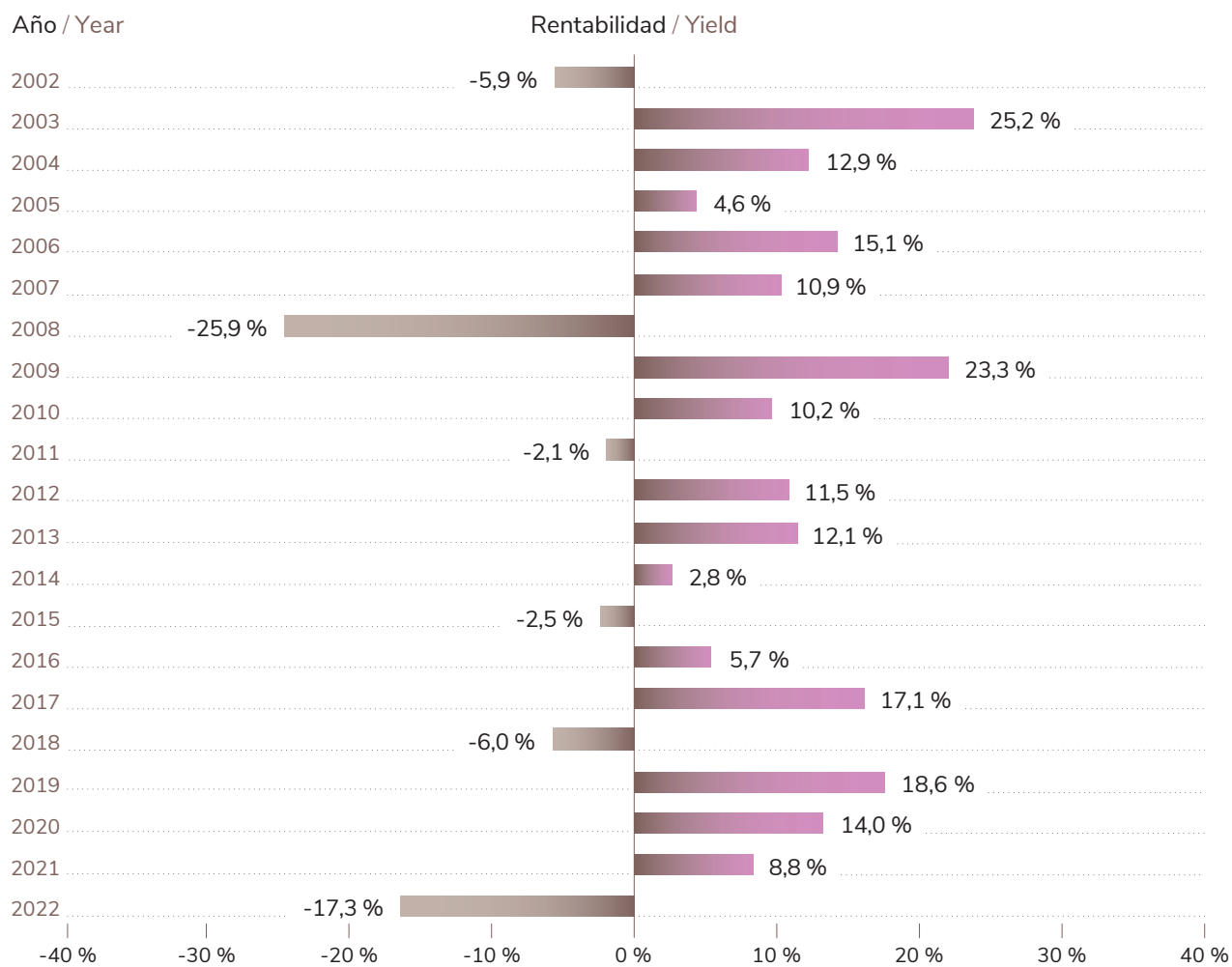
---

2022 was one of the worst in the financial markets, with widespread valuation losses, which affected share prices and also bonds.

In fact, a portfolio invested 60 % in equity and 40 % in fixed income, a structure traditionally considered prudent, has recorded the second worst returns in decades, as shown in Figure 1.



Gráfico 1 / Figure 1



Resultados en USD desde el 1 de enero de 2002 hasta el 31 de diciembre de 2022 basados en una inversión hipotética en un 60 % en el MSCI All Country World Index (dividendos netos reinvertidos), 40 % en el Bloomberg Global Aggregate Total Return Index rebalanceado mensualmente.  
 Results in USD terms from 1 January 2002 to 31 December 2022 based on a Hypothetical investment in 60 % MSCI All Country World Index (net dividends reinvested), 40 % Bloomberg Global Aggregate Total Return Index rebalanced monthly.

## ¿Qué ha ocurrido?

### Tres factores explican esta evolución:

- El drástico giro de la política monetaria
- La invasión de Ucrania
- El temor a una recesión mundial

## 01. Los Bancos Centrales toman el mando

Tras un año 2021 en el que los Bancos Centrales insistieron una y otra vez en que la inflación, como secuela del encarecimiento de las materias primas y las cadenas de suministro, era “transitoria”, cambiaron su actitud. Ante el temor de perder su credibilidad antiinflacionista, han aplicado el rigor monetario más intenso desde 1983.

Los tipos de interés oficiales han subido 4,25 puntos porcentuales en EE. UU. y 2,5 en Europa, afectando los múltiplos (PER) de la renta variable y provocando también caídas del precio de la deuda pública y otros bonos de elevada calidad.

## What happened?

### Three factors explain this turn of events:

- The drastic shift in monetary policy
- The invasion of Ukraine
- The fear of a global recession

## 01. The Central Banks take command

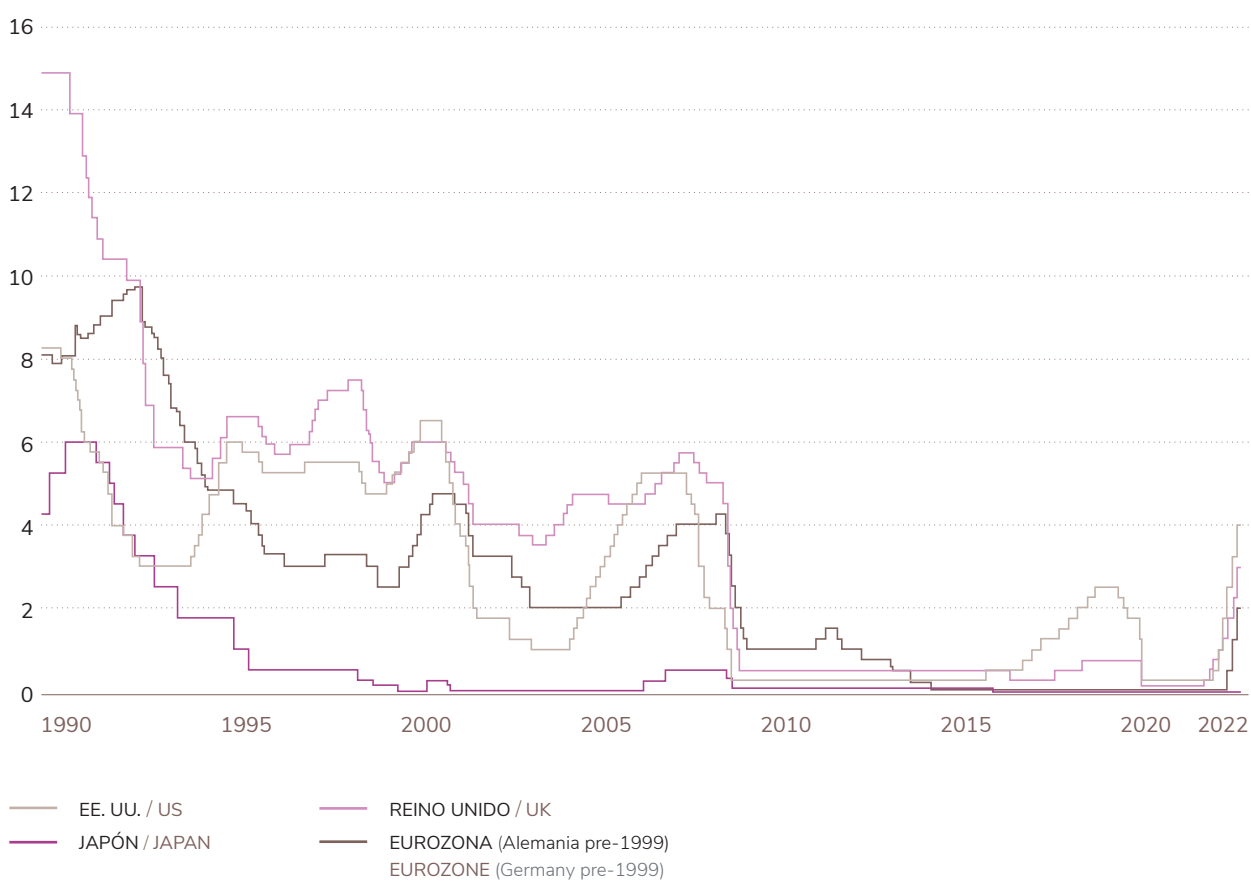
After a year 2021 in which Central Banks insisted time and time again that inflation, resulting from the increase in the price of raw materials and supply chains, was “transitory”, they changed course and, fearful of losing their anti-inflationary credibility, applied the most intense monetary policy since 1983.

Official interest rates rose by 4.25 percentage points in the US and 2.5 in Europe, affecting equity multiples (PER) and also causing drops in the price of public debt and other high-quality bonds.

Gráfico 2 / Figure 2

## Tipos de interés del Banco Central (%)

### Central Bank policy rates



**A la hora de escribir esta memoria, dos escenarios se abren de cara al futuro. El más probable es una desaceleración generalizada pero no una recesión, al menos en 2023.**

## 02. La invasión de Ucrania

La invasión de Ucrania en febrero tuvo un efecto directo en los precios de la energía y contribuyó especialmente en la inflación en la Unión Europea, entidad geopolítica que depende en gran medida del petróleo y del gas ruso.

Adicionalmente, este conflicto y sus potenciales ramificaciones han generado una vuelta a un mundo constituido por bloques enfrentados. Ante los riesgos geopolíticos incrementados, los inversores han exigido una prima de riesgo más elevada.

## 03. Una potencial recesión mundial

Los dos factores anteriores anticipaban un ciclo económico orientado hacia la recesión o, como mínimo, hacia una desaceleración. La "recesión que no fue" es uno de los hechos destacados de 2022, pero cuyo impacto en el ánimo de los inversores alcanzó su clímax en septiembre.

A la hora de escribir esta memoria, dos escenarios se abren de cara al futuro. El más probable es una desaceleración generalizada pero no una recesión, al menos en 2023.

## 02. The invasion of Ukraine

The invasion of Ukraine in February had a direct effect on energy prices, particularly contributing to inflation in the European Union, an economic block that relies heavily on Russian oil and gas.

In addition, this conflict and its potential ramifications have led to a return to a world made up of opposed blocks. In view of increased geopolitical risks, investors demanded a higher risk premium.

## 03. A potential global recession

The two factors above anticipated an economic cycle geared towards recession or at least towards a slowdown. The 'would-be recession' is one of the highlights of 2022, but the impact on investors' moods reached its climax in September.

At the time of this report, two scenarios are open for the future. The most probable is a general slowdown but not a recession, at least in 2023.

At the time of this report, two scenarios are open for the future. The most probable is a general slowdown but not a recession, at least in 2023.



## ¿QUÉ HA OCURRIDO EN LAS BOLSAS?

## WHAT HAPPENED IN THE STOCK MARKETS?

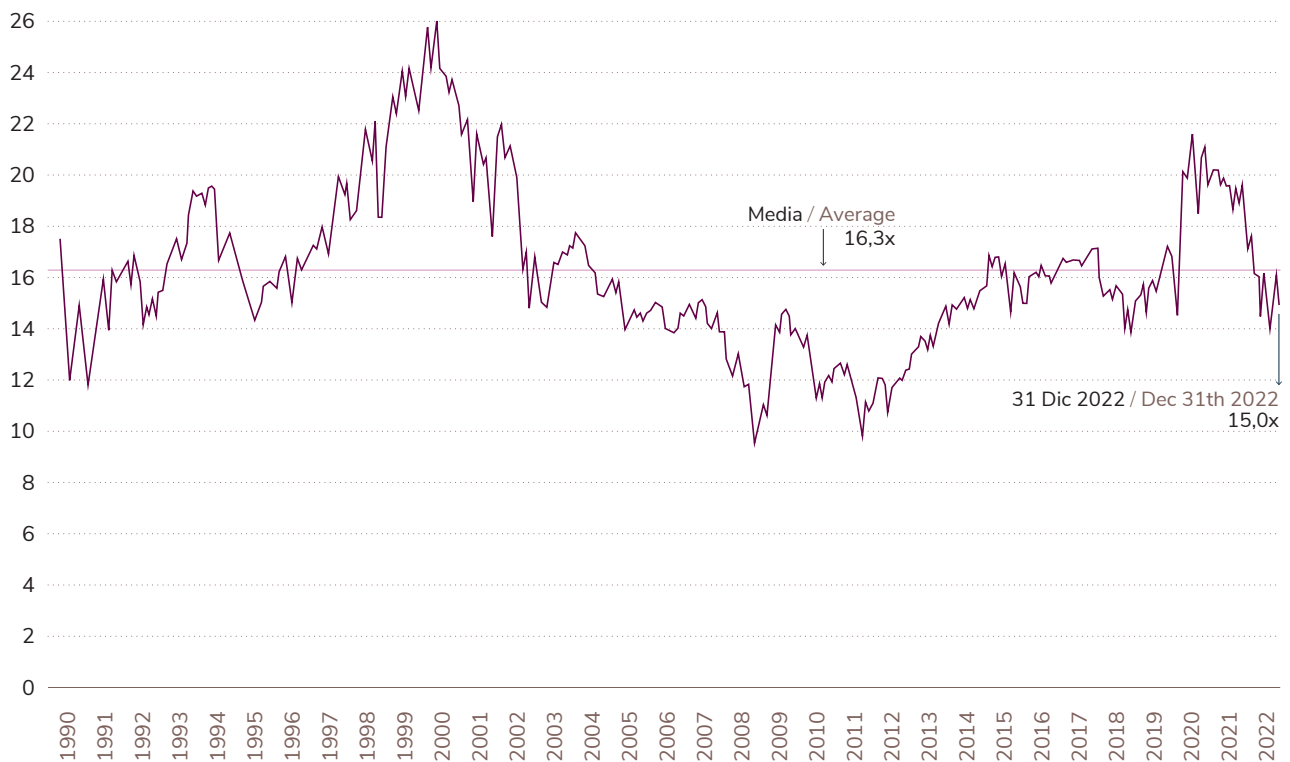
Durante los últimos meses se ha producido una desconexión entre el crecimiento de beneficios por acción, que han registrado un récord, y las cotizaciones. La consecuencia es una brutal contracción de los múltiplos PER, como muestra el Gráfico 3.

In recent months, there has been a disconnect between the growth of earnings per share, which have reached record values, and share price. The result has been a brutal contraction of P/E ratios, as shown in Figure 3.

Gráfico 3 / Figure 3

### MSCI World PER Forward MSCI World Forward P/E ratio

x, multiple



FUENTE / SOURCE: IBES, Refinitive Datastream; JPM Guide to markets

En realidad, lo ocurrido refleja un “cambio de régimen” que cierra un periodo de baja inflación, inundación de dinero y tipos de interés bajos o negativos. La contracción de múltiplos que ilustra el Gráfico 3 es la responsable de las pérdidas de valoración. Tras las correcciones, las acciones cotizadas se valoran razonablemente, recogiendo el cambio de entorno financiero.

Una vuelta a los múltiplos anteriores parece, hoy por hoy, poco probable.

In fact, what happened reflects a ‘change in regime’ that has put an end to a period of low inflation, expanding money supply and low or negative interest rates. The multiple contraction illustrated in Figure 3 is responsible for the valuation losses. After adjustments, listed shares are reasonably measured, reflecting the change in financial environment.

A return to the previous multiples seems unlikely today.



## EL ANNUS HORRIBILIS DE LA RENTA FIJA

## AN ANNUS HORRIBILIS FOR FIXED INCOME

La renta fija, la clase de activo tradicionalmente preferida por los inversores conservadores, ha registrado en 2022 el peor resultado ¡de los últimos 100 años!

El resultado total de una inversión en renta fija se compone del interés pactado con los inversores en el momento de la emisión, a lo que es preciso añadir o sustraer la evolución de su precio en el mercado. Los precios son el regulador de la rentabilidad exigida a un bono en función de la realidad monetaria durante la vida de la emisión, que es habitualmente cambiante.

En definitiva, los tipos de interés recogen la remuneración exigida por el inversor: a mayor riesgo percibido, mayor rentabilidad exigida. Los bonos emitidos hace un tiempo y que devengaban cupones por debajo de los tipos de interés vigentes actualmente en el mercado perdieron valor y, por lo tanto, su cotización cayó por debajo del precio de emisión, como se recoge en el Gráfico 4.

Fixed income, the asset class traditionally preferred by conservative investors, had the worst performance in 2022 of the last 100 years!

The total returns from a fixed income investment consist of the interest agreed with investors at the time of issue, from which we have to add or subtract the evolution of its market price. Prices therefore regulate the profitability of a bond based on the monetary landscape during its lifetime, which is usually ever-changing.

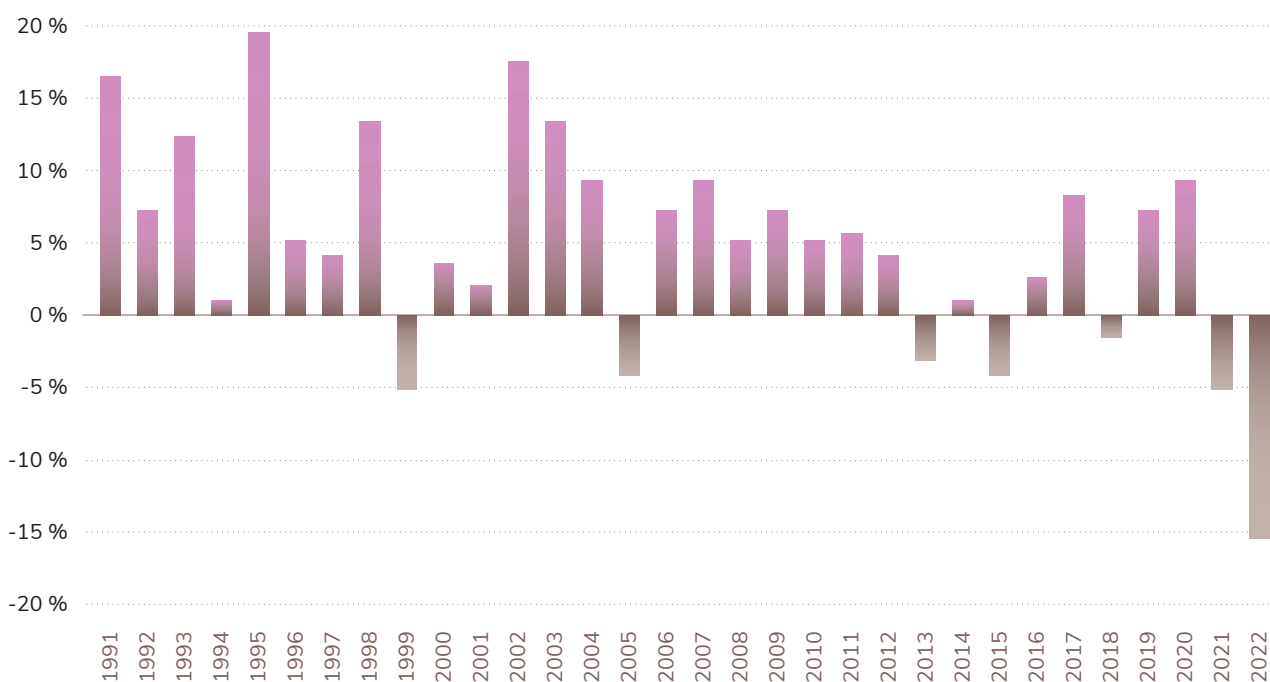
In short, interest rates reflect the remuneration required by the investor: the higher the perceived risk, the higher the return has to be. Bonds issued a while ago that accrued coupons below the interest rates currently prevailing in the market lost value, and therefore, their price fell below the issue price, as shown in Figure 4.



Gráfico 4 / Figure 4

## Rentabilidad anual del índice agregado global de Bloomberg (%)

### Bloomberg global aggregate annual return index



FUENTE / SOURCE: Bloomberg

Estas caídas de precio, por dolorosas que sean, contienen, sin embargo, un mensaje positivo: la normalización al alza de los tipos de interés tras una década de rendimientos muy bajos o, incluso, negativos.

These price drops, however painful, also contain a positive message: the normalisation of interest rates, which have been raised after a decade of very low or even negative returns.



02

---

IDEAS PARA  
INVERSORES

*Ideas for investors*

¿El fin de una anomalía? 26  
The end of an abnormal situation?

---

El crecimiento es estructural 28  
Growth is structural

---

¿Es posible anticipar el comportamiento de los mercados? 34  
Is it possible to anticipate market behaviour?

---

Los negocios de elevado crecimiento y su valoración 38  
High-growth businesses and their valuation

---

2022: ¡Año récord de beneficios! 41  
2022: A record year of profits!

## ¿EL FIN DE UNA ANORMALIDAD?

### THE END OF AN ABNORMAL SITUATION?

El efecto combinado de la Gran Crisis Financiera (GCF), la pandemia COVID y, por último, el conflicto geopolítico nos ha traído un decenio en el que la política monetaria ha sido anormalmente laxa, mezclando tipos de interés reales negativos y una inundación de liquidez gracias a las compras de deuda por los Bancos Centrales (QE).

El resultado ha sido una inflación calificada inicialmente de transitoria, para luego ser bautizada de persistente, propiciando un cambio radical de la política monetaria.

Pero, más allá de factores cíclicos, muchos anticipan para los próximos años una inflación más elevada que en el pasado, en base a factores estructurales. De confirmarse, ello implicaría un nuevo escenario económico y financiero, determinante para las decisiones de los inversores.

Los argumentos para pasar página al decenio anterior son sólidos, aunque de difícil cuantificación:

- Aumento de las tensiones y conflictos geopolíticos que elevan las primas de riesgo para toda clase de activos.
- Retorno a un nuevo intervencionismo del Estado, resucitando la antigua política industrial.
- Paulatino descenso de la globalización para proceder a un retorno (*onshoring*) de las inversiones a localizaciones próximas al consumo, en búsqueda de mayor seguridad.
- Mayor influencia sindical debido a las presiones sociales para reducir la desigualdad entre las rentas del capital y del trabajo.
- Aumento importante de las inversiones necesarias para abordar la transición energética.

The combined effects of the Global Financial Crisis (GFC), the COVID pandemic and, finally, geopolitical conflict have brought a decade in which monetary policy has been abnormally lax, mixing negative real interest rates and liquidity flooding through debt purchases by Central Banks (QE).

The result was initially considered a transitional inflation, later declared persistent, which has led to a radical change in monetary policy.

But beyond cyclical factors many anticipate higher inflation for the coming years than in the past, based on structural factors. If confirmed, this would entail a new economic and financial landscape, which will be decisive for investors' decisions.

The arguments for turning to the previous decade are sound, although difficult to quantify:

- Heightened geopolitical tensions and conflicts that increase risk premiums for all types of assets.
- Return to a new kind of state interventionism, resurrecting the old industrial policy.
- Gradual decrease in globalisation (*onshoring*), bringing investments closer to the consumer in search of greater certainty.
- Increased union influence due to social pressures to reduce inequality between capital and labour income.
- Significant increase in investments needed to address the energy transition.

En mayor o menor grado, es preciso coincidir en ese cambio de régimen del entorno monetario. Los Bancos Centrales se esfuerzan por retornar a su objetivo de inflación a largo plazo (2 %).

Algunos, sin embargo, dudan de que ello sea posible. En primer lugar, algunos economistas, encabezados desde hace tiempo por Olivier Blanchard, defienden un objetivo más elevado para tener mayor flexibilidad al alza y a la baja de la política monetaria.

Adicionalmente, en los últimos años los gobiernos han ido acumulando endeudamientos (deuda/PIB) que rondan o superan el 100 % del PIB para amortiguar los efectos del COVID. La historia acredita que su repago depende del crecimiento y de la inflación, pues esta última favorece a los deudores. Por ello, cabe albergar una duda razonable sobre si los Bancos Centrales van a mantener un rigor monetario extremo, que elevaría el coste medio de la deuda y/o precipitaría una recesión.

Esa es la duda que planea sobre el futuro próximo.

To a greater or lesser degree, we must coincide in this change in the monetary environment. Central Banks are striving to return to their long-term inflation target (2 %).

Some, however, doubt whether this is possible. First, some economists, led by Olivier Blanchard, have long advocated for a higher target to have greater upward and downward flexibility in monetary policy.

In addition, in recent years governments have been accumulating debt (debt/GDP ratios, which are around or above 100 % GDP) to cushion the effects of COVID. History shows that repaying such debts depends on growth and inflation, as the latter favours debtors. Therefore, there can be reasonable doubt as to whether the central banks will maintain an extreme monetary policy, which would increase the average cost of debt and/or precipitate a recession.

That is the doubt hovering over the near future.

## EL CRECIMIENTO ES ESTRUCTURAL

## GROWTH IS STRUCTURAL

El 2022 ha confirmado, pues, un cambio de régimen en la economía y en los mercados financieros. Tras la pandemia COVID y su más visible consecuencia – la inflación – se ocultan otras más significativas.

Varias décadas de inflación bajo mínimos y políticas monetarias súper laxas han convivido con un enfoque muy liberal de nuestro sistema económico, que había delegado en los mercados la tarea de controlar sus propios excesos.

Desde el punto de vista de EDM y de sus clientes, la consecuencia del nuevo entorno más exigente es una mayor volatilidad, un coste del capital más elevado y, probablemente, una inflación más persistente superando el tradicional objetivo de los Bancos Centrales (2 %).

¿Debe este nuevo escenario modificar nuestro estilo de inversión basado en la estricta selección de los activos de renta fija y variable que componen las carteras de inversión? En nuestra opinión, la respuesta a esta pregunta es no. Por el contrario, nuestra vocación de *business pickers* en búsqueda de compañías de máxima calidad, solvencia y crecimiento estructural constituye la mejor estrategia para la obtención de resultados que superen la inflación, el primer y primordial objetivo de los inversores.

Los Gráficos 5-8 muestran cuatro ejemplos de compañías europeas que hemos seleccionado. En ellos se observa cómo la línea rosa muestra el crecimiento de su beneficio por acción (BPA) en los últimos diez años. Esta evolución refleja el “crecimiento estructural” que nos gusta y que es, salvo accidentes como el de 2022, el motor del valor de estas empresas.

2022 has therefore confirmed a change of regime in the economy and in financial markets. The aftermath of the COVID pandemic and its most visible consequence – inflation – hides more significant ones.

Several decades of low inflation and incredibly lax monetary policy have coincided with a very liberal approach to our economic system, which had delegated the task of controlling its own excesses to the markets.

From EDM's and its clients' point of view, this new more demanding environment brings greater volatility, higher cost of capital and, probably, more persistent inflation exceeding the traditional target of the Central Banks (2 %).

Should this new scenario change our investment style based on the strict selection of fixed and equity assets for our investment portfolios? In our opinion, the answer to this question is no. On the contrary, our business pickers' vocation, searching for companies with top quality, solvency and structural growth, is the best strategy for obtaining returns that exceed inflation, which is investors' first and foremost objective.

Figures 5-8 show four examples of European companies that we have selected. The pink line shows the growth of its earnings per share (EPS) over the last ten years. This evolution reflects the 'structural growth' we like and that is, except for blips such as 2022, the driver of these companies' value.

Gráfico 5 / Figure 5

**Accenture (USD)**



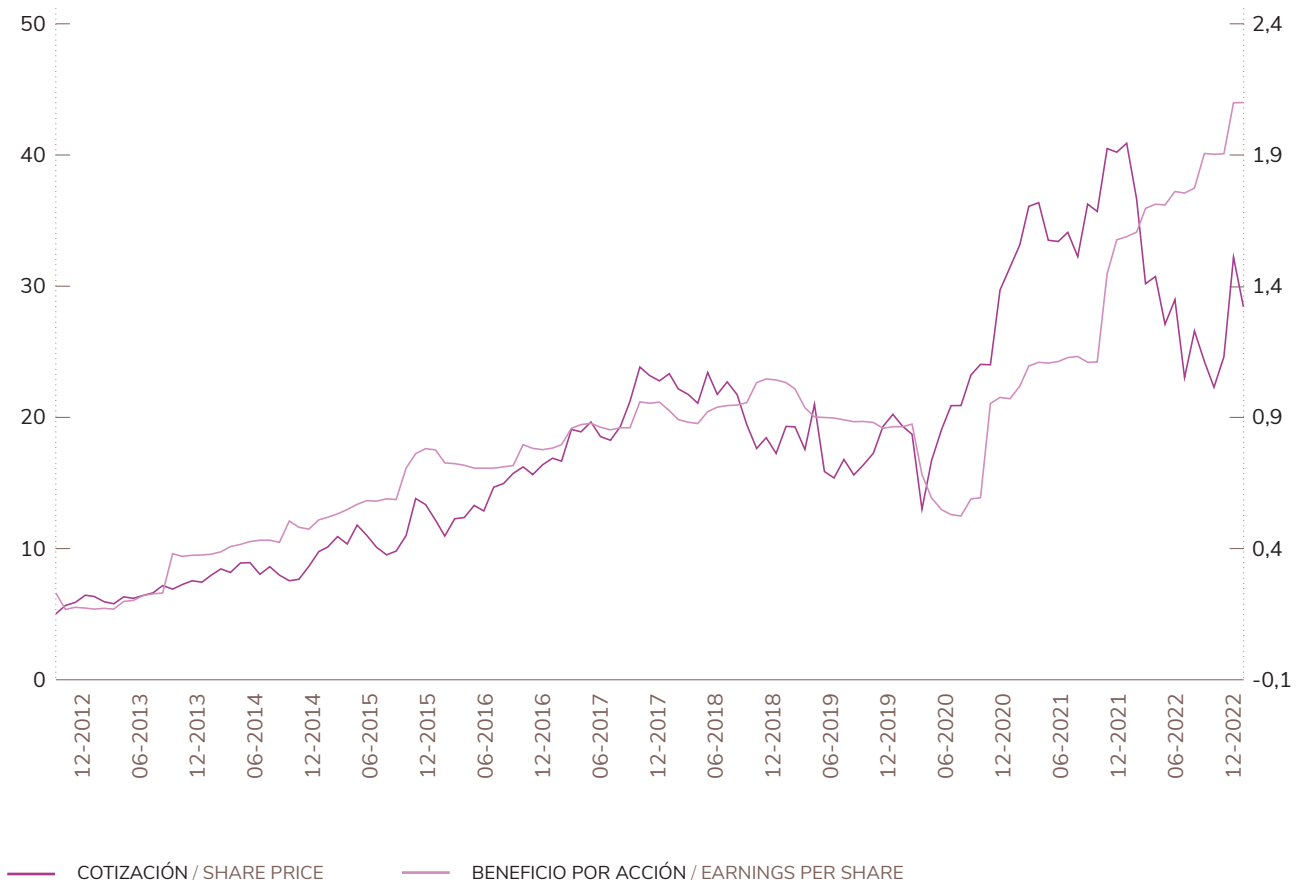
FUENTE / SOURCE: Bloomberg

Gráfico 6 / Figure 6

**Infineon (EUR)**

Cotización / Share price

Beneficio por acción / Earnings per share



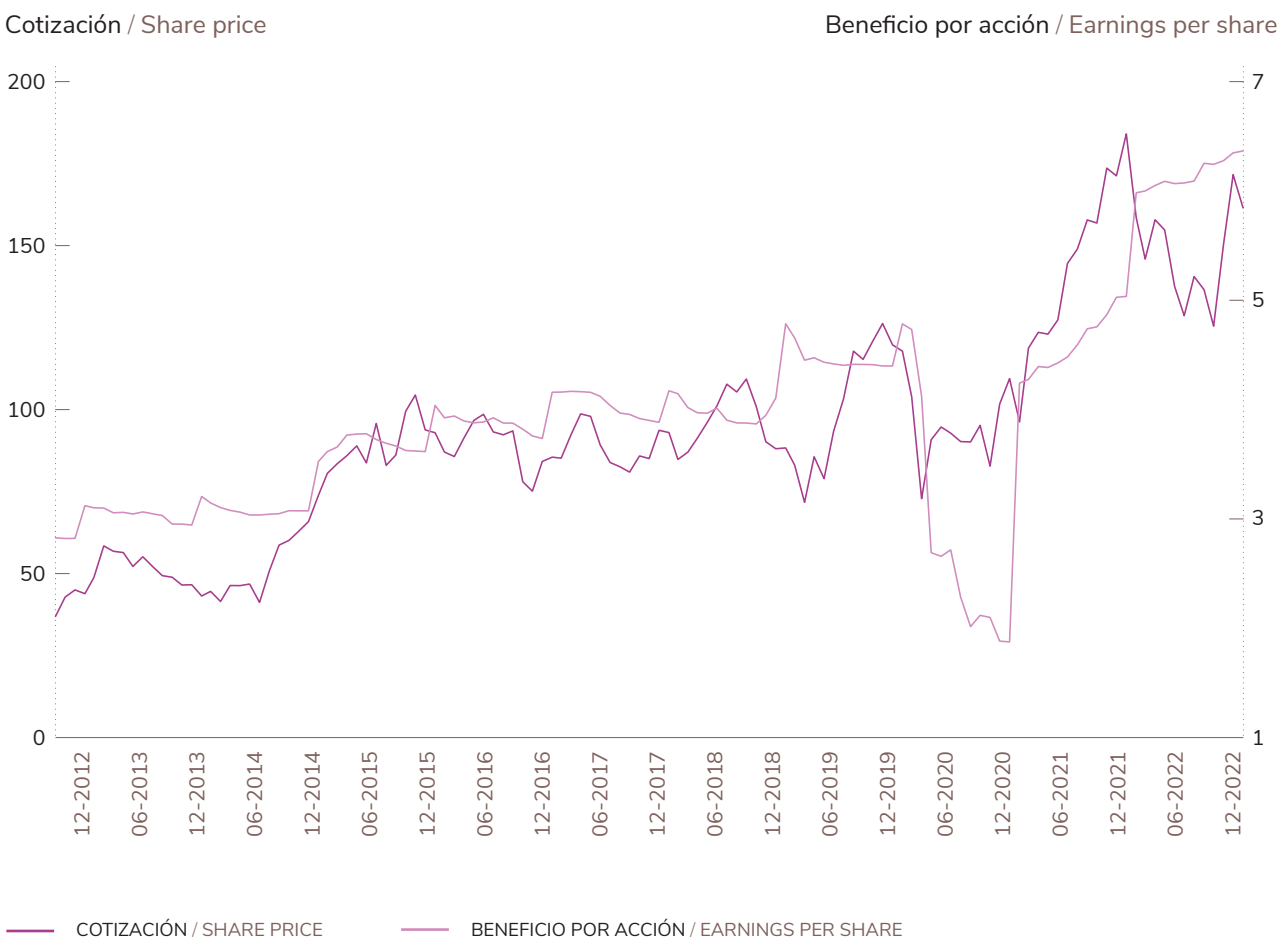
FUENTE / SOURCE: Bloomberg

**En estos gráficos se observa claramente cómo la cotización sigue la senda del crecimiento de beneficios a largo palzo, que es lo que en EDM perseguimos con nuestra selección de compañías de calidad.**



Gráfico 7 / Figure 7

**Essilorluxottica (EUR)**

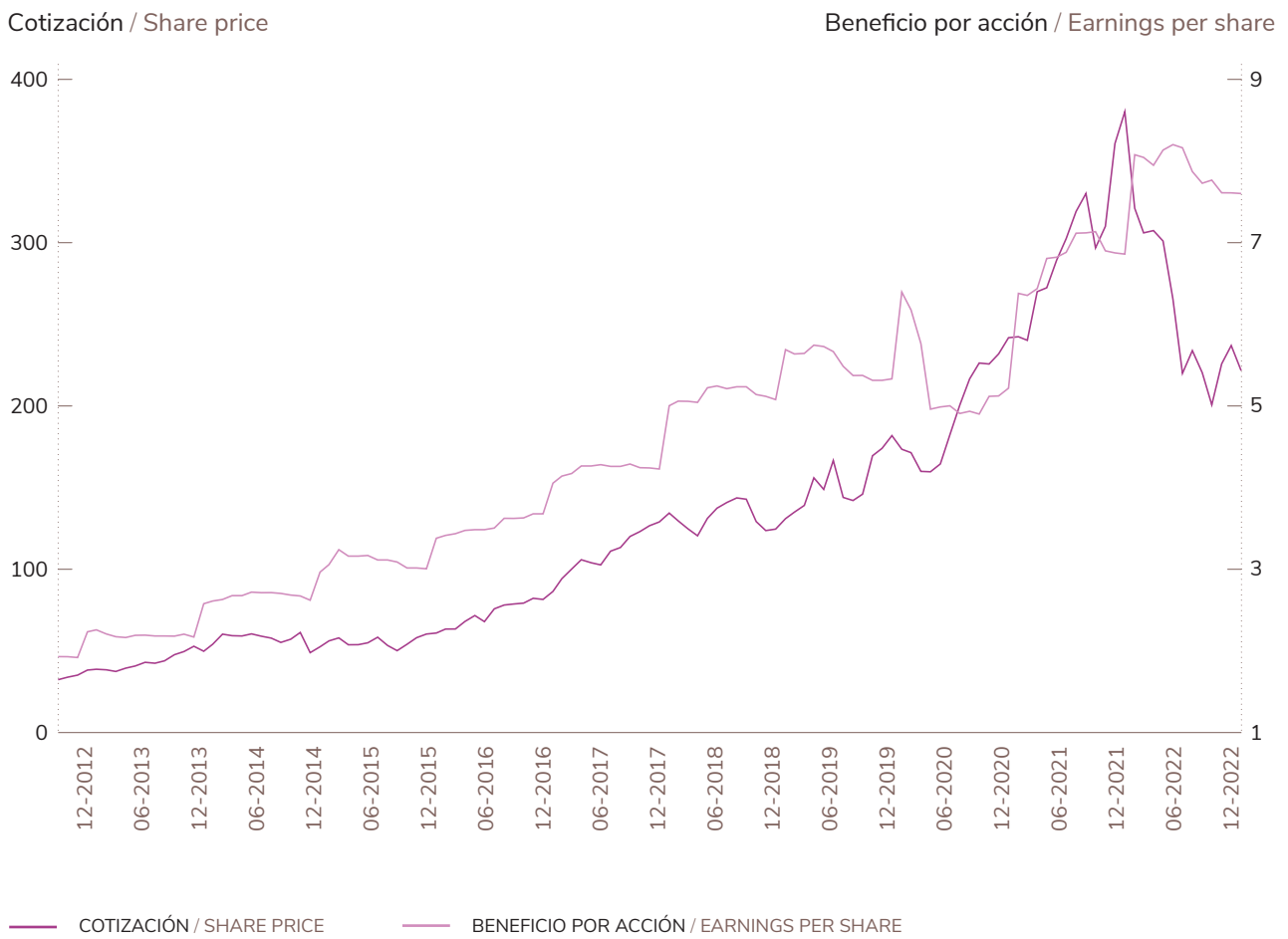


FUENTE / SOURCE: Bloomberg

It is clear from these charts how the share price follows the path of long-term earnings growth, which is what EDM pursues with the selection of quality stocks.

Gráfico 8 / Figure 8

**Sika (CHF)**



FUENTE / SOURCE: Bloomberg



La selectividad retorna como el pilar básico para alcanzar retornos positivos a largo plazo. Menos valorada en el anterior entorno, en el que la inundación de dinero ha permitido menor rigor analítico y mayor endeudamiento, se convierte ahora en esencial para transitar en un mundo que pondrá a prueba las empresas más frágiles.

En definitiva, los factores fundamentales de la inversión, siempre presentes, se harán en adelante más necesarios, y estamos firmemente convencidos de que la calidad se verá recompensada.

Selectiveness is back as the basic pillar to achieve positive long-term returns. Less appreciated in the previous environment, in which money flooding allowed less analytical rigour and greater debt, it has now become essential to navigate a world that will test the most fragile companies.

Ultimately, the fundamental investment factors, always present will now be more necessary than ever and we strongly believe that quality will be rewarded.

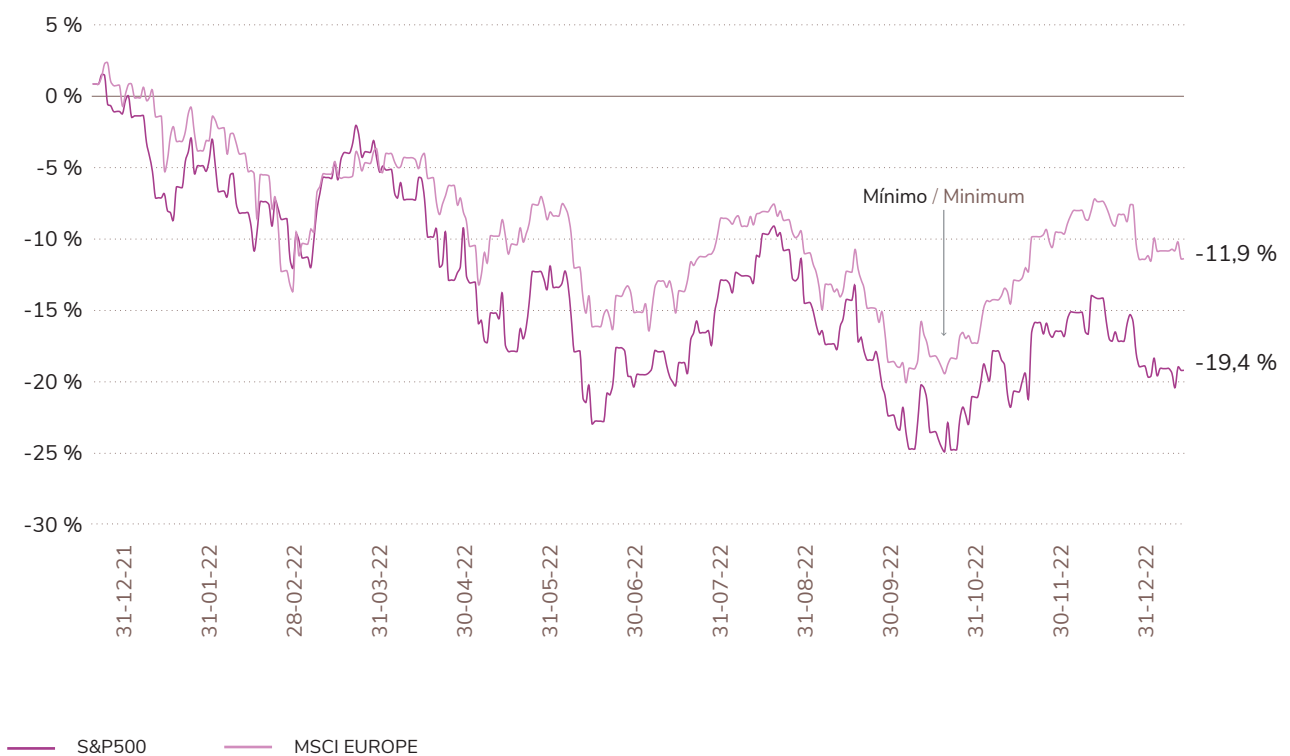
# ¿ES POSIBLE ANTICIPAR EL COMPORTAMIENTO DE LOS MERCADOS?

## IS IT POSSIBLE TO ANTICIPATE MARKET BEHAVIOUR?

En el momento de redactar esta memoria, los mercados de renta fija y renta variable protagonizan un rally cuya continuidad es de difícil anticipación y, aunque de manera retrospectiva, parece que el mercado bajista puede haber quedado atrás (Gráfico 9), es importante poner de manifiesto la dificultad de anticiparse al mercado.

When writing this report, the fixed income and equity markets are leading a rally, the progress of which is difficult to anticipate. And although, retrospectively, it seems that the bear market may have been left behind (Figure 9), it is important to highlight the difficulty of anticipating market trends.

Gráfico 9 / Figure 9



FUENTE / SOURCE: Bloomberg

En 2022 hemos vivido un estado de ánimo tóxico inundado de un pesimismo catastrofista que se ha visto amplificado por las redes sociales y la velocidad de las comunicaciones, y ha impregnado el comportamiento de los inversores. Estos se han visto saturados de datos cambiantes y, en general, muy negativos sobre el futuro macroeconómico.

Las previsiones macroeconómicas se basan en modelos que, con matices, son compartidos por la mayoría de los economistas que profesionalmente los aplican. La gestión táctica basada en un intento de "conocer el futuro" promueve un comportamiento especulativo y cortoplacista que domina el mundo de la inversión.

Para añadir problemas a este enfoque, señalemos que, de forma aparentemente contradictoria, los mercados financieros reaccionan más sobre las expectativas que sobre los datos publicados que pertenecen, por definición, al pasado y no al futuro. Es preciso insistir que el futuro siempre ha sido incierto, de modo que invocar la incertidumbre respecto al futuro para justificar la inacción nunca ha sido argumento suficiente.

El año 2022 ha dado la razón, una vez más, a quienes gestionan el valor y no los precios. La volatilidad de los precios en los mercados no se corresponde con la volatilidad de los negocios (ver Gráficos 5-8).

In 2022 we experienced a toxic mood flooded with catastrophic pessimism that, amplified by social networks and the speed of communications, has pervaded investor behaviour, saturated with changing (generally very negative) data on the macroeconomic future.

Macroeconomic forecasts are based on models that are largely shared by the majority of professional economists. Tactical management based on an attempt to 'know the future' promotes speculative and short-term behaviour that dominates the world of investment.

Adding to this problematic approach, we point out that, in an apparently contradictory manner, financial markets react more to expectations than to published data that belong, by definition, to the past and not to the future. It must be stressed that the future has always been uncertain, so that invoking uncertainty regarding the future to justify inaction has never been a sufficient argument.

The year 2022 once again gave validation to those who manage value instead of prices. Market price volatility does not correlate to business volatility (see Figures 5-8).

Desde el 30 de septiembre hasta el fin de año, los índices bursátiles han tenido el comportamiento que se recoge en el Cuadro 1:

From 30 September to the end of the year, stock indices behaved as set out in Table 1:

Cuadro 1 / Table 1

Ibex 35	+11,71 %
MSCI Europe	+9,25 %
S&P500 (*)	+7,08 %

FUENTE / SOURCE: Bloomberg

(\*) Datos en USD. / USD data.

## ¿Cuántos inversores que vendieron en el 2T 2022 han aprovechado esta importante recuperación?

How many investors who sold in Q2 2022 took advantage of this significant recovery?



## LOS NEGOCIOS DE ELEVADO CRECIMIENTO Y SU VALORACIÓN

### HIGH-GROWTH BUSINESSES AND THEIR VALUATION

En las carteras de renta variable de EDM se incluyen compañías europeas y norteamericanas de fuerte crecimiento de ventas y beneficios, cuyas cotizaciones han sufrido más en 2022. ¿Por qué?

El valor fundamental de una empresa y de cualquier activo refleja el valor presente o actual de sus beneficios futuros (definidos de múltiples maneras). Cuanto (1) mayor es el crecimiento esperado de estos y (2) mayor es la confianza en su continuidad a largo plazo, más elevado es el valor de una empresa. Esto explica que las empresas de alto crecimiento esperado coticen a múltiplos PER elevados.

Para formular un juicio razonado sobre el valor de una empresa, se exige un conocimiento profundo y detallado de la misma y de los factores que le han de dar continuidad. En otras palabras, obliga a formular un juicio sobre el futuro de su negocio. No es tarea fácil, pero es similar a tomar decisiones de inversión en cualquier negocio y en su valoración, cotizado o no. El hecho de que el mercado nos dé una cotización cada segundo no debería distraernos de lo fundamental: el valor de la empresa.

EDM's equity portfolios include European and North American companies with strong sales and profit growth: they have suffered the most in 2022. Why?

The fundamental value of a company and any asset reflects the present or current value of its future profits (defined in multiple ways). The (1) higher the expected growth and (2) the greater the confidence in its long-term continuity, the higher the value of a company will be. This explains why the expected high growth companies have high P/E ratios.

To make a reasoned judgement on a company's value, you need a thorough and detailed knowledge of the company and the factors that will ensure its continuity. In other words, you have to make a judgement on the future of its business. It is not an easy task, but it is similar to making investment decisions in any business and its valuation, whether listed or not. The fact that the market gives us a price every second should not distract us from what is fundamental: the company's value.

**Creemos que invertir en este tipo de compañías nos ofrece la mayor oportunidad de rentabilidad a largo plazo con un riesgo razonable.**



Cuando los tipos de interés suben, también lo hacen los tipos de descuento (o actualización) de los beneficios futuros. En otras palabras, el valor presente de los beneficios futuros baja cuando la tasa de descuento sube y esta tiene por componente básico los tipos de interés vigentes en cada momento.

Por el contrario, las compañías cuyos negocios tienen escaso crecimiento estructural, es decir que su futuro a largo plazo no tiene gran visibilidad, cotizan a múltiplos bajos y su valoración está menos influida por los tipos de interés. En general, son negocios maduros que han dejado atrás su etapa de crecimiento.

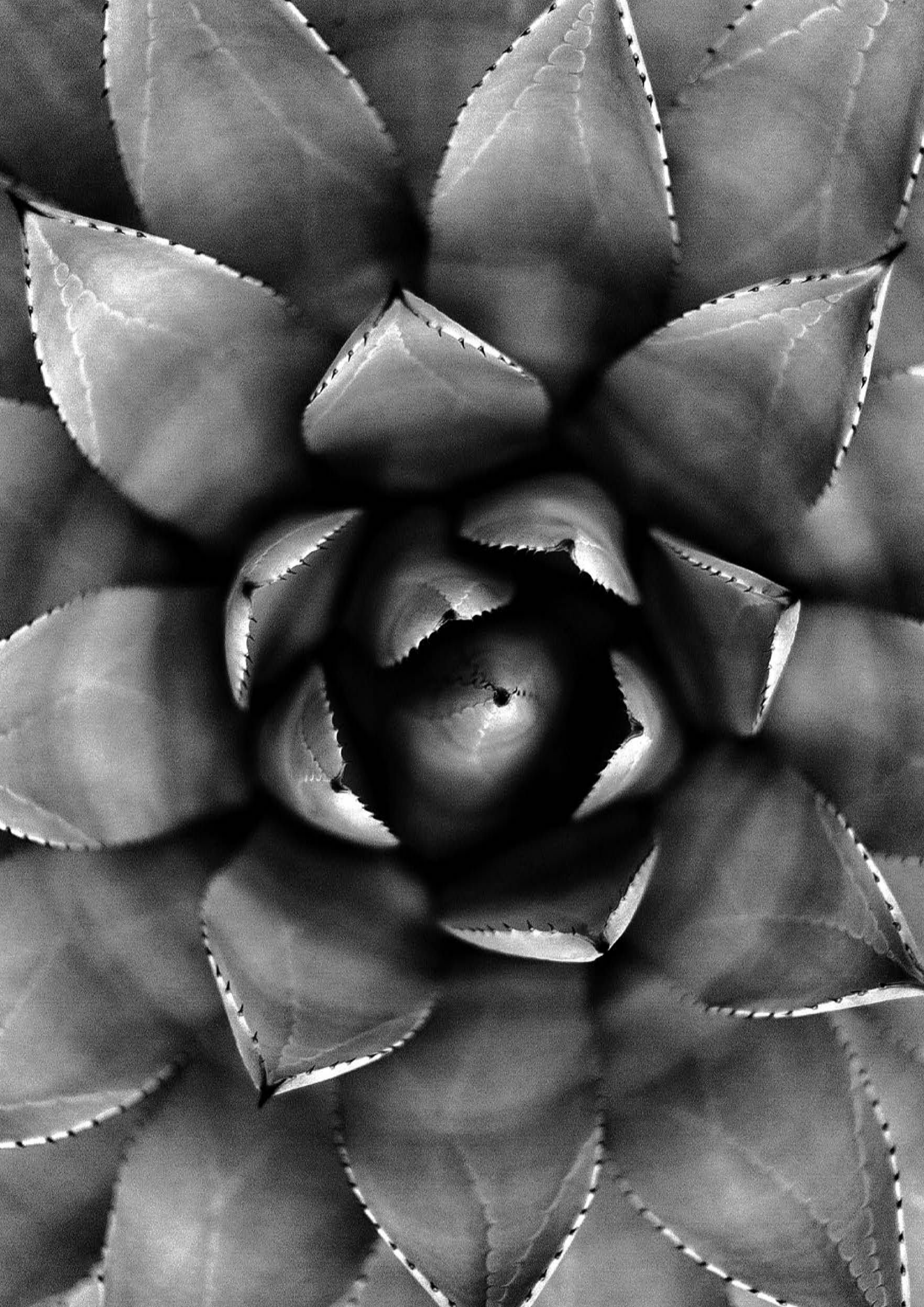
EDM se esfuerza por construir sus carteras de renta variable en base a compañías con crecimiento estructural de beneficios, algunas de elevado crecimiento (superior al 15 % anual) y otras de crecimiento medio (alrededor del 10 % anual). Todas de indudable calidad. Creemos que invertir en este tipo de compañías nos ofrece la mayor oportunidad de rentabilidad a largo plazo con un riesgo razonable.

When interest rates rise, so do discount rates for future profits. In other words, the current value of future profits goes down when the discount rate increases, and a basic component of the discount rate is the interest rate at the time.

However, companies with low structural growth, i.e. their long-term future is unclear, are listed at low multiples and their valuation is less influenced by interest rates. They are generally mature businesses that have left their growth stage behind.

EDM strives to build its equity portfolios based on companies with structural profit growth, some with high growth (above 15 % annually) and others with average growth (around 10 % annually). All of undoubted quality. We believe that investing in these types of companies offers us the greatest opportunity to gain long-term returns with a reasonable risk.

We believe that investing in these types of companies offers us the greatest opportunity to gain long-term returns with a reasonable risk.



## 2022: ¡AÑO RÉCORD DE BENEFICIOS!

## 2022: A RECORD YEAR OF PROFITS!

Para muchos, el título de esta sección puede ser una sorpresa, pero el Cuadro 2 certifica que el crecimiento del BPA (beneficio por acción) ha sido el mejor de la historia de EDM.

The title of this section may surprise many, but the Table 2 shows that EPS (earnings per share) growth was the best in EDM's history.

Cuadro 2 / Table 2

	Bolsa Stock Exchange	▲ BPA 2022 ▲ 2022 EPS
EDM Inversión	España / Spain	+43,2 %
EDM Strategy	Europa / Europe	+18,2 %
EDM American Growth	EE.UU. / USA	+46,4 %
EDM Pointer	Europa / Europe	+13,0 %

Así pues, la caída de cotizaciones no se ha debido a un retroceso de los beneficios empresariales, sino a lo que pagan los inversores por esos beneficios, es decir, el múltiplo PER.

El estelar crecimiento de los beneficios por acción (BPA), especialmente las grandes empresas globales de domicilio europeo, se debe al concurso de tres factores:

- a.** Crecimiento orgánico como consecuencia de la recuperación de ventas físicas artificialmente deprimidas debido al COVID.
- b.** Aumentos de precios para protegerse de los incrementos de costes y, en algunos casos, superando estos, lo que ha generado un incremento de los márgenes.
- c.** Por tratarse de compañías globales, muchas tienen negocios fuera del ámbito europeo donde las ventas se facturan en dólares, por lo que su apreciación se traduce en mayor cantidad de euros.

¿Podrá mantenerse este ritmo en 2023? En la selección de EDM estamos anticipando un menor crecimiento porcentual, como se puede ver en el Cuadro 3, lo cual sigue siendo una buena noticia tras los fenomenales crecimientos (también porcentuales) de 2021.

Therefore, the drop in prices was due not to a decline in business profits, but to what investors pay for these profits, i.e. P/E ratio.

The stellar growth in earnings per share (EPS), especially of large global companies with registered offices in Europe, is due to three factors:

- a.** Organic growth as a result of the recovery of artificially depressed physical sales due to COVID.
- b.** Price increases to protect against cost increases and, in some cases exceeding these, which has led to an increase in margins.
- c.** Since these are global companies, many have business outside Europe where sales are invoiced in dollars, translating into more euros.

Will this trend continue in 2023? At EDM we are anticipating lower percentage growth, as shown in Table 3, which is still good news after the phenomenal (also percentage) growth of 2021.

Cuadro 3 / Table 3

▲ BPAe 2023  
▲ 2023 eEPS

EDM Inversión	+8,6 %
EDM Strategy	+10,9 %
EDM American Growth	+7,3 %
EDM Pointer	+10,0 %

El crecimiento de beneficios proseguirá a pesar de la desaceleración de 2023. Hay que recordar que el factor más determinante del resultado de la inversión en acciones cotizadas es el crecimiento del BPA (beneficio por acción). Buena noticia para los inversores a largo plazo.

Earnings growth will continue despite the 2023 slowdown. It should be noted that the most decisive factor in the performance of the investments in listed shares is the growth of EPS (earnings per share). Good news for long-term investors.

03

---

EL AÑO 2022  
PARA EDM

2022 for EDM

Los resultados de gestión  
de IIC y SICAV a largo plazo 46  
Long-term IIC and SICAV  
management performance

---

Los Foros de Inversores EDM 48  
EDM Invertors' Forum

---

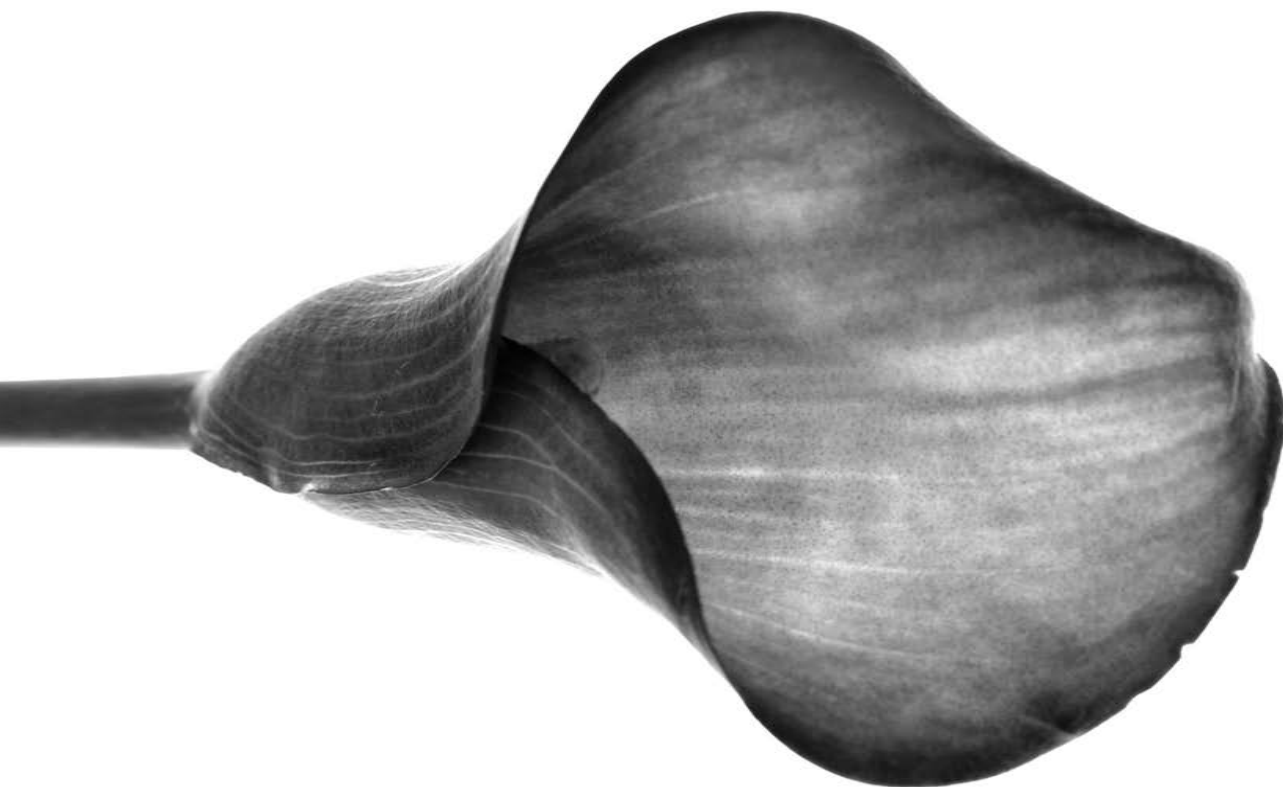
El año en cifras 51  
The year in figures

## LOS RESULTADOS DE GESTIÓN DE IIC Y SICAV A LARGO PLAZO

### LONG-TERM IIC AND SICAV MANAGEMENT PERFORMANCE

Nuestro énfasis en los resultados a largo plazo de la inversión nos anima a recoger en el Cuadro 4 los datos al respecto. Sin embargo, las caídas de valoración de 2022 han impactado negativamente en los retornos a largo plazo. Afortunadamente, la volatilidad es negativa y positiva.

Our emphasis on the long-term returns on investment encourages us to include this data in Table 4. However, the valuation drops of 2022 have negatively impacted long-term returns. Fortunately, volatility is negative and positive.





Cuadro 4 / Table 4

FONDOS EDM / EDM FUNDS	2022	(*) 10 años TIR 10 years CAGR
<b>Renta fija / Fixed Income</b>		
EDM Ahorro Clase L	-4,08 %	1,07 %
EDM Renta Clase L	0,07 %	-0,04 %
EDM High Yield Short Duration Clase R €	-7,69 %	0,12 %
EDM Credit Portfolio Clase R €	-15,13 %	1,09 %
<b>Mixtos / Mixed</b>		
EDM Cartera Clase L	-16,28 %	4,30 %
<b>Renta variable / Equity</b>		
EDM Inversión Clase L	-12,12 %	6,23 %
EDM Strategy Clase L €	-17,81 %	5,18 %
EDM Latin American Equity Clase L €	11,17 %	ND
EDM American Growth Clase L €	-43,38 %	10,47 %
<b>Fondos de pensiones / Pension Funds</b>		
Fondomutua Pensiones Uno, F.P.	-8,16 %	1,08 %
Fondomutua Pensiones Dos, F.P.	-20,56 %	ND
<b>Inflación / Inflation</b>		
IPC / CPI	5,70 %	1,53 %

FUENTE / SOURCE: EDM / INE

(\*) TIR: Tasa compuesta anual acumulativa / CAGR: Compounded annual growth rate.

## LOS FOROS DE INVERSORES EDM

### EDM INVERTORS' FORUM

Un año más, EDM celebró el Foro de Inversores anual, que tuvo lugar en noviembre. En Barcelona con carácter presencial y telemático, y en Madrid de forma presencial.

Los foros han contado este año como invitados con la presencia de Eloi Planes, presidente de Fluidra (Madrid), así como de Íñigo Mendieta, Head of Investor Relations de Vidrala (Barcelona), y de Ana Callol, Chief Public Affairs, Communications and Sustainability Officer de Coca-Cola Europacific Partners (en ambos foros).

One more year, EDM held the annual Investors' Forum in November, both in a hybrid format in Barcelona and in person only in Madrid.

The Forums this year had guests like Eloi Planes, CEO of Fluidra (Madrid), as well as Íñigo Mendieta, Head of Investor Relations of Vidrala (Barcelona), and Ana Callol, Chief Public Affairs, Communications and Sustainability Officer of Coca-Cola Europacific Partners (in both forums).



# Barcelona



## Madrid



## EL AÑO EN CIFRAS

## THE YEAR IN FIGURES

Como cada año, el Cuadro 5 recoge algunos datos significativos de los estados financieros consolidados de EDM con una evolución histórica de los últimos años.

Como puede observarse, la dureza del ejercicio que comentamos ha castigado los resultados de 2022, pero al mismo tiempo destaca la fortaleza del modelo de negocio de EDM.

As every year, Table 5 includes some significant data from EDM's consolidated financial statements, with a historical evolution of recent years.

As can be seen, this difficult year has affected performance in 2022, but at the same time highlighting the strength of EDM's business model.

Cuadro 5 / Table 5

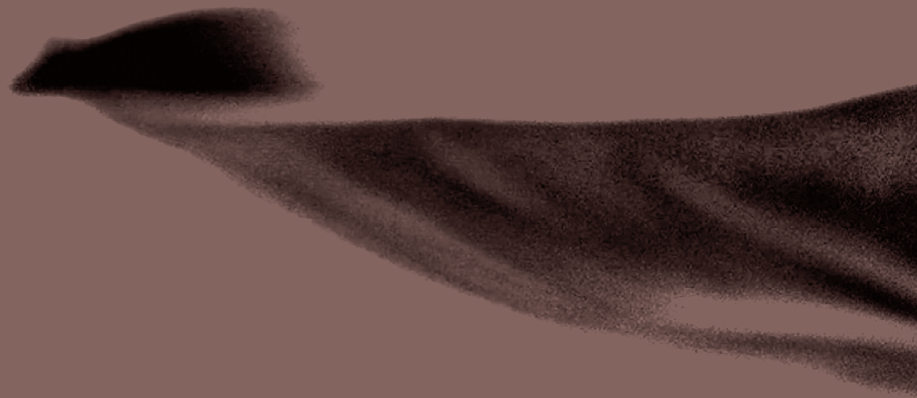
	2022	2021	2020	2019	2018
Número de clientes Number of clients	4.120	3.735	3.444	3.832	2.787
Número de empleados Number of employees	86	83	81	80	75
Activos bajo gestión (M €) AUM (€ M)	3.457	4.288	3.671	3.927	3.546
Ingresos totales (M €) Revenues (€ M)	25,3	31,9	24,4	27,0	28,4
Resultado operativo (M €) EBITDA (€ M)	8,6	15,7	12,8	13,9	14,0





# Memoria Anual 2022

Annual Report  
edm.es



EDM

