



Carta - Versión Pública  
Trimestre I - 2021

# Resumen ejecutivo Q1 2021:



+15%<sub>('15-'20)</sub> | -3,81%<sub>(Q1'21)</sub>

Rentabilidad anualizada desde origen (entre los años '15-'20) | Rentabilidad durante el Q1 de 2021



## Video Q&A

Acceda al video pulsando sobre el icono. Recomendamos su visualización tras la lectura de la carta.



+44M & +3.300

+44 millones de euros en patrimonio bajo gestión y +3.300 partícipes que confían en Andromeda


## Estimado partícipe:

En el primer trimestre del año 2021 el resultado del fondo ha sido negativo en un 3.81%, frente al índice de referencia, el S&P 500 incluido dividendos, que ha obtenido una rentabilidad del 6.2%. Esto supone una diferencia de 10.01 puntos en nuestra contra. Debemos recordar que el objetivo del fondo es hacerlo mejor que dicho índice de referencia en el largo plazo.

Sin lugar a dudas este trimestre ha supuesto uno de los de mayor dispersión negativa del fondo respecto al índice. Y pese a que intentemos controlar todo lo posible las situaciones de mercado, siempre estamos en cierta medida sometidos a ellas.

Conviene recordar lo que comentamos en la carta del trimestre pasado donde claramente dijimos: *De hecho muchas veces internamente utilizamos el símil de un boxeador: hay momentos en los que toca golpear y momentos en los que hay que recibir para llevarse la victoria. Curiosamente nuestro trabajo es siempre el mismo, la búsqueda de valor y retornos para el partícipe desde una*



The background of the slide is an abstract composition of vibrant, wavy lines in shades of orange, yellow, green, blue, and purple. A white wireframe cube is positioned in the upper right quadrant, and a white circle is located in the lower right quadrant. The overall aesthetic is modern and dynamic.

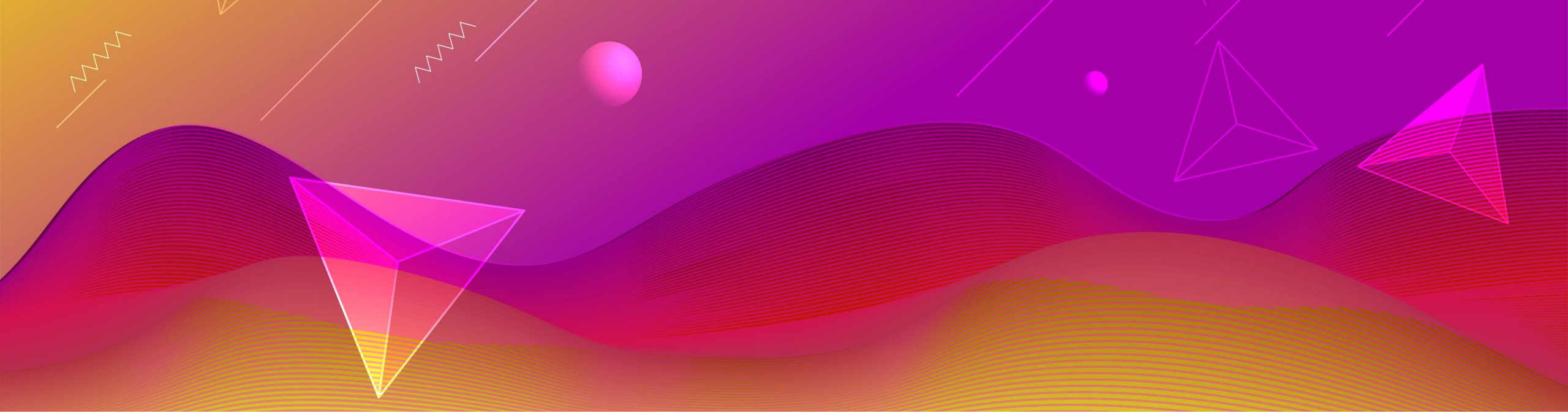
*gestión activa, pero es esclarecedor como en ocasiones trabajamos en las sombras mientras que en otras, se nos presta algo más de atención. Con ello queremos decir que por un lado es bueno el que se nos deje trabajar en las sombras, y que por otro hay cierta preocupación por nuestro lado respecto al repentino interés de inversores que jamás han trabajado en los sectores en los que nosotros nos sentimos más cómodos.*

La carta del Q4 2020 fue una antesala bastante buena de la compresión entre tecnología y mercado general que tocaba experimentar este trimestre. Esa es la parte más negativa, la parte positiva es que eso ya ha ocurrido y ahora los focos se deben trasladar al mercado general.

Igual que hace unos meses expresábamos las dificultades de encontrar negocios que nos interesasen a precios atractivos, ahora se ha revertido la tendencia, y encontramos más negocios atractivos a precios razonables (cosa que suele ser reflejo de una situación mucho más benigna). **Sin embargo, ello no implica que haya que ir corriendo a comprarlos.**

La razón estriba sencillamente en el mercado general. **En la**





actualidad encontramos una de las discrepancias riesgo/rentabilidad del mercado general más altas que hemos visto en nuestra historia de Andromeda. En otras palabras, pese a que estamos comprando negocios del tipo que normalmente solemos comprar, y del que somos especialistas, a precios correctos, estamos siendo prudentes en las velocidades debido a la situación del mercado general. Si el mercado general cae, nuestras compañías, pese a haber comprimido, todavía estarían expuestas a sufrir algún ajuste.

La dispersión en riesgo rentabilidad de la que hablamos iría de una capacidad de subida del 5% frente a una caída del 5%-15%. Son números aproximados, no hay que tomarlos

literalmente. Lo que queremos decir es que ahora mismo el binomio no está correctamente valorado, de ahí que el proceso de gestión de la liquidez se plantee de manera progresiva. Tampoco podemos decir cuánto tiempo se extenderá la situación: después de un mes complicado de marzo, lo normal es que el mercado ande algo relajado en el muy corto plazo, pero en algún punto la presión del entorno volverá.

En caso de experimentar tal presión, el “reseteo” del mercado general nos permitiría llevar la cartera al 100% de inversión. Debemos tener suficiente perspectiva y recordar que apuntamos al largo plazo y que por eso no es necesario ir

corriendo a la primera compración existente. Por lo pronto hemos sido capaces de asignar un 15% de liquidez a la cartera, pasando de un 40% del Q4 al 55% de inversión este trimestre.

Al igual que en el Q4 de 2020 nuestra preocupación se centraba en las valoraciones de las posiciones que teníamos en la cartera, ahora eso ya ha pasado y nuestra preocupación se ha trasladado al mercado general. De esta forma, como intentamos explicar, tenemos dos mundos: el nuestro, con compañías a precios correctos, y el general, “apretándose” cada vez más en valoración. Por este motivo, conviene comprar nuestro mundo pero a un ritmo tranquilo y con visión a largo plazo. **De hecho, en el resumen ejecutivo hemos destacado las rentabilidades desde origen para enfatizar que, con paciencia, conseguimos rentabilidades atractivas.**

Para finalizar, nos gustaría transmitir un mensaje positivo asociado con el proceso de vacunación, esperando que, en la medida de lo posible, y en tanto esto se produzca de manera extensiva, tanto sus familiares como ustedes se encuentren lo mejor posible. Será progresivo y también esperanzador.

## Compras

Debido a unas valoraciones más correctas hemos podido entrar en los siguientes negocios:

### Qualtrics y Medallia

Se tratan de compañías de software de extracción y análisis de datos a nivel experiencia de usuario, consumidor y, para el caso de Qualtrics, trabajadores. Medallia en este último segmento no está tan desarrollada.

A nivel de implantación empresarial, son el tipo de software que más necesidad y tracción están teniendo ahora mismo, en muchos casos como complemento al CRM (Customer Relationship Management) o HCM (Human Capital Management).

Por supuesto, en la ecuación debemos empezar a considerar la competencia de Microsoft, en este caso con su solución Viva. Sin embargo, destacamos en primer lugar lo sucedido con el caso de Slack para recordar cómo se desarrollan estas situaciones de competencia, y en segundo lugar, que la

profundidad en cuanto a funcionalidades de Viva todavía está muy lejos de Qualtrics y de Medallia.

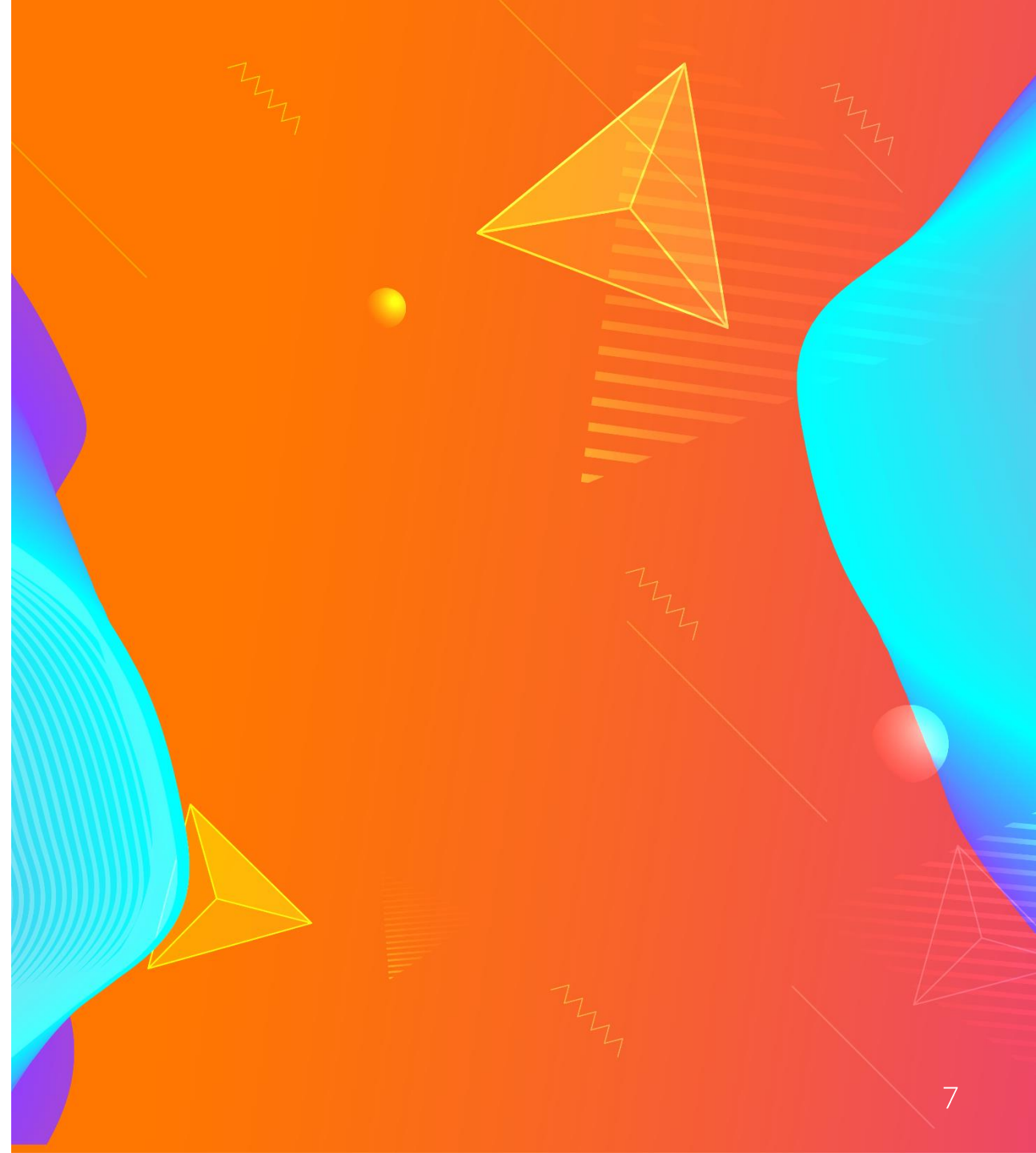
En nuestra opinión, Qualtrics es el líder, siendo Medallia una empresa que todavía no debe ser excluida y por ello hemos decidido ir con ambas ponderando pesos.

### Unity Software

Es el segundo motor de videojuegos a nivel internacional y el primero en móvil.

Hoy en día desarrollar motores de videojuegos es prácticamente una inversión innecesaria para estudios nuevos, aparte de la abultada complejidad que supone su desarrollo. Además, Unity no solo ofrece esto, sino un servicio *cloud* con la finalidad de cubrir todo el espectro de necesidades de los publicistas de videojuegos desde elementos online, a pruebas o gestión de publicidad.

En este último punto, descontamos que debido al IDFA por parte de Apple, toda la línea de videojuegos *free-to-play* (juegos gratuitos) se va a ver terriblemente afectada





produciéndose un trasvase de dinero de dicho segmento al gasto en otras divisiones con más juegos “monetizables”, aunque esto supondrá un impacto temporal.

### C3.ai

Explicado de una manera sencilla es la mejor antítesis a nuestra inversión en Alteryx. Ambas compañías son dos formas de entender el mundo de la analítica de datos desde prismas opuestos.

C3.ai, por su forma de desplegarse al cliente, supone contratos complejos y largos, aunque el “know-how” propio y penetración dentro del cliente lo hacen suficientemente interesante para que desde su óptica adquieran contratos de volumen alto. Un buen comparable sería Domo desde el punto de vista histórico y ahí tenemos las cifras de crecimiento.

Por supuesto, muchos inversores han centrado su atención en Palantir, pero desde nuestra óptica es comprar un equivalente a varias veces una menor valoración.

### Apple

Hemos regresado a Apple ya que en el mercado actual observamos que ciertas compañías de gran tamaño y beneficios claros están mostrando los mayores descuentos en el mercado. O al menos los mayores descuentos que la gente vaya a reconocer rápidamente. Ciertamente C3.ai tiene mayor descuento que Apple pero con la presión de los tipos de interés en los próximos meses nadie le va a reconocer su valor.

### ASML

Regresamos a ASML debido a los problemas en la oferta de chips. Hacen falta más máquinas y ASML tiene el monopolio de fabricación.

### Airbus

Realizamos una operación del tipo American Express o Raytheon.

Gracias a Raytheon, estamos observando que los aviones de



menor tamaño, como los de la gama inferior de Airbus, van a ser muy necesarios en el mercado de la aviación los próximos años, y contando que todavía falta algo de recuperación, y más en Europa, Airbus debería retornar a niveles algo más altos de los que cotiza. Es una operación transitoria, no creemos que permanezcamos mucho tiempo dentro del negocio.

### nCino

Software “vertical”, especializado en el sector bancario, sector al que llega con su *Bank Operating System*, construido sobre Salesforce, y cuyo desarrollo recuerda en cierto modo al de Veeva.

### Ventas

### Alphabet

La venta de Google ha sido para sustituirla por Apple y subir ligeramente el peso. También se lo hemos subido a Amazon, Adobe, Facebook o Microsoft.

Queremos hacer notar que hay un descuento de valoración en dichos negocios de gran tamaño, y beneficios predecibles, y Apple está más barata que Alphabet (Google).

### Splunk

El desarrollo del SIEM de Elastic como las mejoras en precio en la parte de “observabilidad” de la propia Elastic, o New Relic o Datadog hace que tenga más lógica que concentremos en las que ya llevamos en cartera que son Elastic y Datadog.

No es que Splunk esté fuera del mercado para siempre, pero debe reestructurar mejor la parte de los precios y mientras tanto no tiene mucha lógica mantener peso en ella y no darle más peso a Elastic.

### Disney

Consideramos que ha subido demasiado de precio. Preferimos en este punto concentrar en Netflix.

## Mastercard

Mastercard y Visa son inversiones no nucleares que también hemos desarrollado durante la pandemia. Hemos eliminado ya una. La siguiente la eliminaremos en el futuro cuando consideremos oportuno.

## Ubisoft

Hemos concentrado la inversión en las otras tres de videojuegos que tenemos: Activision, Take-Two y CD Projekt. Además, hicimos una buena lectura porque vendimos la posición antes de la caída que ha tenido lugar durante estas seis semanas. Sencillamente, cualquiera de los otros tres publicistas es mejor que Ubisoft.

## Valoración de mercado

Esta sección está exclusivamente dedicada a los inversores de Andromeda Value Capital. Si es inversor y todavía no recibe la carta íntegra, por favor, solicítenosla escribiéndonos a [info@andromedavaluecapital.com](mailto:info@andromedavaluecapital.com).

<TRY, THINK, LEARN>

Atentamente, a 20 de abril de 2021, el equipo de Andromeda Value Capital:

Flavio Muñoz  
Socio fundador

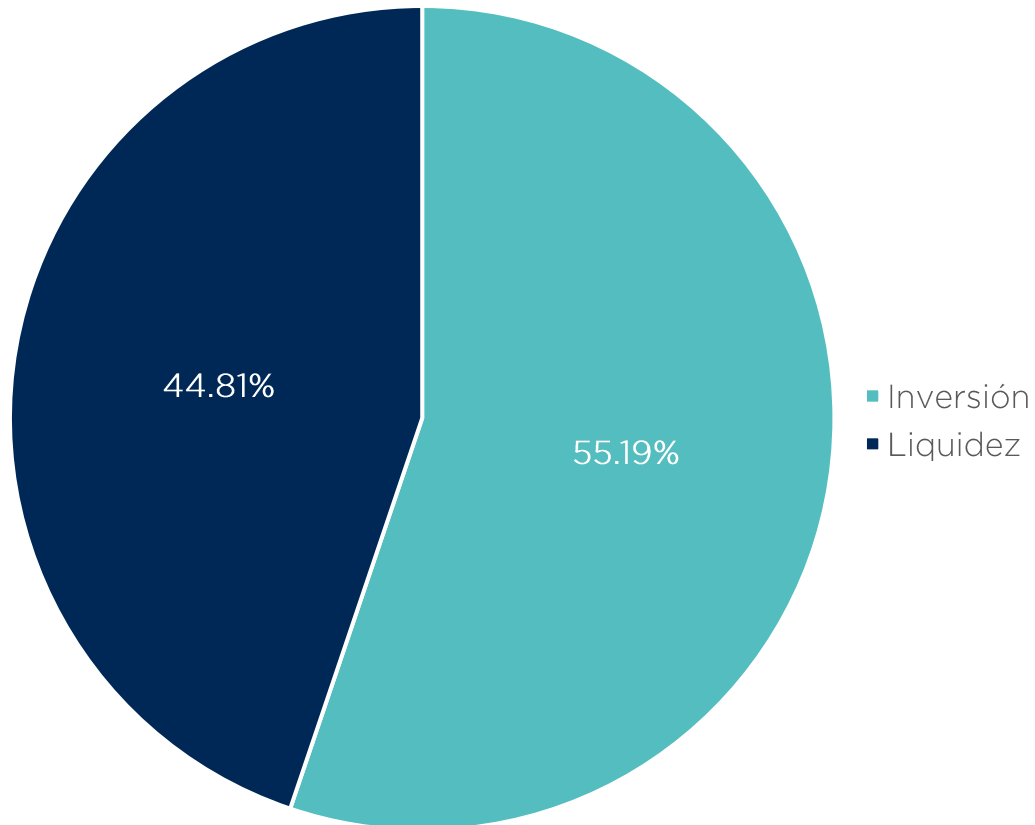


Juan de Dios Gómez  
Socio



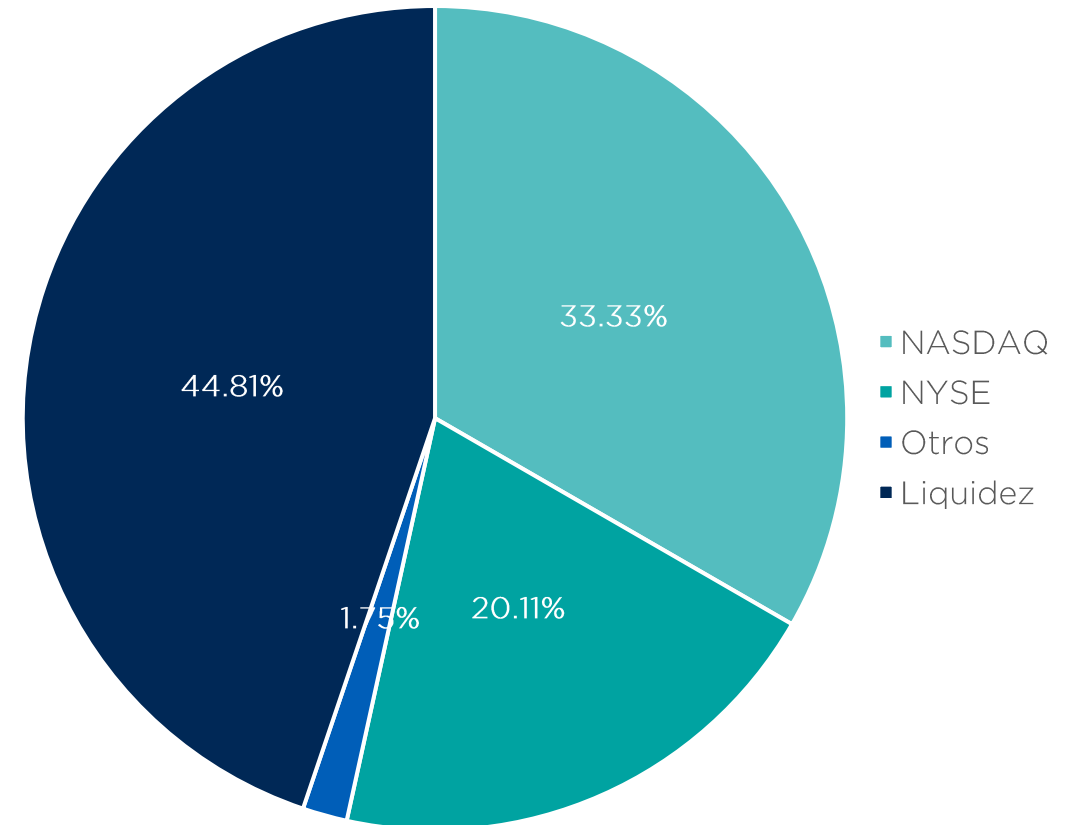
Distribución de cartera a cierre del primer trimestre de 2021:

Distribución de la cartera por tipo de activo



Nota: "Inversión" incluye renta variable y futuros. "Liquidez" incluye activos de renta fija española que Andromeda considera como liquidez a nivel operativo.

Distribución de la cartera por mercado



Nota: "NYSE" incluye futuros del VIX. "Liquidez" incluye activos de renta fija española que Andromeda considera como una aproximación a liquidez a nivel operativo.



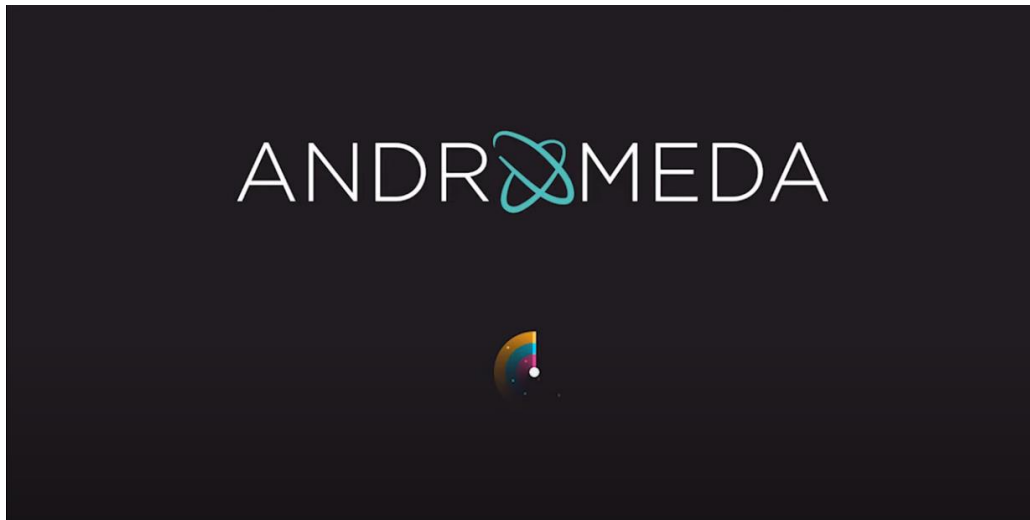
# Novedades



En nuestra sección de [novedades](#), queremos ofrecerles un avance de los proyectos e iniciativas del fondo, así como los hitos más importantes acontecidos en el último trimestre.

### [Video con sesión de preguntas y respuestas \(Q&A\) del primer trimestre de 2021](#)

Puede acceder al video haciendo pulsando en la siguiente imagen. Recuerde que recomendamos su visualización tras completar la lectura de la carta:



### [Noctua, el mejor podcast para estar informado](#)

Le invitamos a escuchar [Noctua](#), el podcast de Andromeda Value Capital.

Consta de dos formatos: [Noctua News](#), noticiario semanal sobre mercados, finanzas, “media”, videojuegos, tecnología, movilidad y seguridad, y [Noctua Talks](#), conversaciones con responsables de compañías destacadas y con expertos en distintas disciplinas relacionadas con los sectores comentados.

Puede escucharlos haciendo *click* en los siguientes hipervínculos: [YouTube](#), [Spotify](#), [Google Podcast](#), [Apple Podcast](#), [Anchor](#), [iVoox](#).

## Bienvenido a la comunidad de Andromeda

Andromeda Value Capital está presente en las principales redes, a las que puede acceder haciendo *click* en los siguientes hipervínculos:

- [Twitter](#) (@AndromedaValue)
- [Instagram](#) (@AndromedaValueCapital)
- [LinkedIn](#)
- [Facebook](#)
- [Slack](#): El canal de Slack es el **lugar de encuentro de la comunidad de Andromeda Value Capital**. Se trata de uno de los canales de comunicación más activos donde participan el equipo de Andromeda Value Capital, partícipes, o simplemente interesados en los sectores en los que nos especializamos. Si quiere estar al día, preguntar alguna duda o simplemente expresar tu opinión sobre un tema relacionado con Andromeda Value Capital o con Noctua, este es el lugar perfecto para hacerlo.

## Email de Andromeda Value Capital

¡Sí, también tenemos email!

A través del email [info@andromedavaluecapital.com](mailto:info@andromedavaluecapital.com) enviamos todas las comunicaciones oficiales de Andromeda Value Capital, como por ejemplo las cartas trimestrales o información de relevancia del fondo.

Es una de las mejores formas de conocer, de primera mano, la gestión que realizamos en el fondo.

¡No dude en escribirnos si tiene alguna duda sobre Andromeda, si no está recibiendo las cartas trimestrales en la actualidad, o simplemente para saludar al equipo!

¡Estaremos encantados de atenderle!



The background is a vibrant, abstract composition of organic, flowing shapes in shades of green, blue, purple, and orange. Overlaid on these are various geometric patterns, including concentric circles, triangles, and zig-zag lines, some in white and some in a light yellow-green color. The overall aesthetic is modern and dynamic.

# ANDROMEDA

VALUE CAPITAL