

Carta Anual 2022 de Robert Vinall: Por qué Carvana no fue una buena inversión

Hace unos días Robert Vinall, de RV Capital, publicó su carta anual 2022.

Como ya lo había dado a conocer en la [carta semestral de 2022](#), RV Capital terminó el año con pérdidas: con una rentabilidad del -47.6%. Desde que Rob fundó RV Capital en septiembre de 2008, 2022 fue el año con la mayor pérdida registrada para el fondo.

¿Por qué Rob tuvo esta enorme pérdida? Por su inversión en **Carvana [CVNA]**, que fue la posición en su [cartera](#) concentrada que más pérdidas se llevó, con -60%.

Por ello, Robert decidió publicar en su carta anual 2022 un [post-mortem](#) de Carvana.

En este resumen, podrás encontrar las reflexiones de Robert Vinall sobre su error de invertir en Carvana.

Carvana siempre ha sido una empresa que ha dividido opiniones. Por un lado, estaban los alcistas, que argumentaban la gran oportunidad sin explotar de vender coches online, la experiencia superior del cliente en comparación con la compra offline; y las ventajas competitivas potenciales para el *player online* dominante. Por otro lado, estaban los bajistas que argumentaban que las *unit economics* no funcionaban, que los García eran unos estafadores y que los informes financieros eran fraudulentos.

Dado el desplome del precio de las acciones, los bajistas estarán, con cierta justificación, felicitándose a sí mismos. Por si sirve de algo, no creo que éstas sean las razones de los problemas de Carvana. Las *unit economics* funciona como Carvana ha demostrado en sus mercados más maduros. Me reuní con Ernie García y el resto del equipo del management en diciembre; y sigo impresionado por su integridad, capacidad y energía. Si Carvana está destinada a fracasar, ellos ciertamente no recibieron el memorándum. Y, por último, parece poco probable que Carvana haya exagerado sus resultados financieros, ya que en ningún caso obtuvo beneficios GAAP.

Qué fue lo que salió mal con Carvana

Es difícil decirlo desde fuera, sobre todo porque la situación sigue evolucionando, pero mi sensación es que la empresa fue simplemente demasiado agresiva. Fue a toda velocidad en prácticamente todos los aspectos de su negocio. Esto es más evidente en su estructura financiera, donde utilizó demasiada deuda. También es evidente en sus operaciones: trató de tener casi todo tipo de coches en inventario, extendió su red logística a casi todos los rincones de EE.UU. y otorgó financiación para casi todo tipo de clientes. Como contrapunto, CarMax, en más de 30 años de operaciones sigue otorgando

financiación sólo a clientes de primera, subcontratando a terceros a clientes de segunda. Un enfoque más prudente habría sido empezar con una gama reducida de inventario, mercados y clientes y, una vez que se hubiera escalado de forma rentable en un nicho, expandirse poco a poco hacia el exterior.

En retrospectiva, una estrategia lenta de desarrollo de un mercado en ocasiones parece atractiva. Sin embargo, dadas las evidentes ventajas de escalar, es fácil imaginar escenarios en los que esto también podría haber llevado al fracaso. Si un *player* más agresivo hubiera escalado más rápido o si las *unit economics* positivas de los mercados individuales hubiera atraído a un gigante como Amazon antes de que se pudiera construir una ventaja suficiente, Carvana también habría fracasado. Por último, se trataba de encontrar el equilibrio adecuado, y Carvana parece no haberlo conseguido. Fue casi milagroso lo que consiguió, pero, por desgracia, en los mercados de capitales no hay premios para los que fallan por poco.

Qué podemos aprender de la caída de Carvana

La lección más obvia, que por desgracia no es nueva, es que hay que mantenerse alejado de las empresas con demasiada deuda. Era totalmente inapropiado que una empresa que tenía pérdidas y enormes desembolsos de capital por delante tuviera deudas. Lo que Carvana debería haber tenido era un enorme colchón de caja neta.

Otra lección es abordar las tasas de crecimiento astronómicas con una saludable dosis de escepticismo. El crecimiento con rendimientos aceptables de capital es fundamentalmente algo bueno. Sin embargo, también es un riesgo. El crecimiento ejerce una enorme presión sobre cualquier organización. Y, a mayor crecimiento, mayor riesgo. Incluso para las empresas con poco capital es difícil escalar rápidamente. Myspace finalmente fracasó porque no pudo seguir el ritmo del crecimiento de usuarios. Sin embargo, para las empresas que tienen infraestructura del mundo real, es un desafío aún mayor. Básicamente, escalar una red logística, un negocio de préstamos, una organización de ventas y múltiples centros de inspección y reacondicionamiento (“IRC”), todo en paralelo, probablemente resultó ser un desafío demasiado grande para Carvana.

La lección final es acercarse a las empresas con flujos de caja negativos con más cautela. El flujo de caja negativo puede ser algo bueno: muchas buenas oportunidades de inversión requieren la construcción de infraestructura y la contratación de personal antes de la demanda. Sin embargo, el flujo de caja negativo también puede ser resultado de la falta de disciplina operativa. Desde fuera, no siempre es fácil discernir cuál es el caso. Una característica de la caída del mercado de los últimos 12 meses es que muchas empresas cuyas pérdidas fueron supuestamente impulsadas por la inversión de crecimiento han visto aumentar las pérdidas, no disminuir, a medida que el crecimiento se ha desacelerado. Los costos resultaron ser más rígidos de lo esperado y, como resultado, la pérdida de ingresos fue directamente a los beneficios netos.

* * *