

Resumen de la Carta Anual 2021 de Robert Vinall

Recién salió del horno la carta anual 2021 de Robert Vinall, uno de los *value investors* europeos más destacados. Rob es fundador y *managing director* de RV Capital.

En la carta 2021, Robert dedica la mayoría de su carta a su **tesis de inversión de Carvana**, la mayor plataforma de *ecommerce* de venta y compra de autos usados en EE. UU.

Antes de continuar con el resumen, la tabla de sus retornos: tasa compuesta anual del 19.1% vs. 7.9% del índice de referencia, batiendo al mercado por 11.2% en 13 años.

<u>Year</u>	<u>Annual % Change in Business Owner (1)</u>	<u>Annual % change in the Dax (2)</u>	<u>Relative Results (1-2)</u>
2008 (3 months)	-13.4%	-17.5%	4.1%
2009	31.1%	23.8%	7.3%
2010	27.0%	16.1%	10.9%
2011	6.5%	-14.7%	21.2%
2012	18.4%	29.1%	-10.7%
2013	31.9%	25.5%	6.4%
2014	24.9%	2.7%	22.2%
2015	46.7%	9.6%	37.1%
2016	-1.1%	6.9%	-8.0%
2017	28.5%	12.5%	16.0%
2018	1.6%	-18.3%	19.9%
2019	31.2%	25.5%	5.7%
2020	17.3%	3.5%	13.7%
2021	15.1%	15.8%	-0.7%
Compounded Annual Gain 2008 - 2021	19.1%	7.9%	11.2%
Overall Gain Sep 2008 - 2021	911.6%	172.4%	739.2%

A continuación, encontrarás un resumen de las partes más importantes de la carta anual de Robert Vinall.

Resumen de la tesis de inversión en Carvana

- Robert Vinall estima que en 2021 Carvana venderá 400k automóviles al por menor. Las ventas totales de autos usados en EE. UU. rondan las 40mm de unidades al año. Carvana tiene un market share del 1%
- El objetivo de Carvana es dar una mejor propuesta de valor enfocándose en tres pilares: **valor, selección y experiencia del cliente.**
- Ha ido construyendo su propia infraestructura en toda la cadena de valor de vehículos usados: sitio web amigable donde los clientes compra y venden sus autos, obtienen financiamiento y compran otros productos complementarios, como seguros para sus autos.
- Ofrecen un recorrido virtual del auto para que los clientes lo vean antes de comprarlo; tienen centros de inspección y reacondicionamiento; tienen una red logística propia para la entrega de los autos y máquinas expendedoras. También han desarrollado un negocio de préstamos.
- A diferencia de sus competidores, Carvana intenta integrarse verticalmente en todas las partes de su cadena de valor, sin tener que depender de distribuidores que agregan su inventario y lo vendan como un *marketplace*.
- Pueden vender autos hasta US\$1k más baratos que sus competidores.
- Pueden entregar el vehículo al día siguiente en algunos mercados y tienen una gran variedad de autos.
- Su fundador y CEO, Ernie García, es un excelente capitán: ha regalado parte de su participación accionaria de la empresa a sus empleados; junto con otros directivos de Carvana, crearon un fondo para apoyar al personal con horas reducidas de trabajo durante la primera cuarentena del COVID-19 en 2020.
- **Moats:** escala, marca, y cultura empresarial.
- **Escala:** inventario más amplio, red logística densa, entrega más rápida y recopilar datos para optimizar cada parte del negocio.
- **Marca:** Aunque todavía le falta por crecer, la marca Carvana es sinónimo de confianza, una compra agradable, rápida, y más barata que la compra tradicional de automóviles, que es lenta, desagradable y costosa para los clientes.
- **Cultura empresarial:** abordan un problema difícil: cómo vender autos online. Para hacerlo, deben escalar en su inventario, capacidad de reacondicionamiento, expansión de su red logística, inversión en publicidad, etc. Estos retos atraen a los mejores empleados.
- **Resumen de la valoración:** múltiplo de 20x que da un valor intrínseco de US\$96 mil millones vs. un *market cap* actual de US\$25 mil millones.
- *Market share* estimado en el futuro de Carvana poco más del 5%
- Mercado minorista de automóviles históricamente fragmentado. CarMax, el distribuidor de autos usados más grande de EE. UU., tiene aproximadamente el 2.5% de *market share* después de 30 años operando.

La importancia de las personas

Los emprendedores dan mucha más importancia a las personas que los inversores. Nunca he conocido a un emprendedor que no crea que el éxito de cualquier empresa se deba principalmente a las personas que la dirigen. Los

inversores, por otro lado, rara vez basan su caso de inversión en personas y, a veces, se saltan el tema por completo. Es por eso que la “gente” es mi primer criterio de inversión (aunque no el único). En parte se debe a que es importante, pero también a que es más probable que sea una fuente de ineficiencia del mercado en la medida en que otros inversores le presten menos atención.

La ejecución es importante

Otra área en la que sospecho que existe una brecha entre los emprendedores y los inversores en Bolsa es la importancia que le dan a la ejecución.

Los emprendedores ven la ejecución como absolutamente central.

Los inversores, por el contrario, tienden a ver la ejecución como algo subordinado a la ventaja competitiva. Michael Porter fue el primer defensor de la centralidad de la ventaja competitiva [...] Describe la eficacia operativa como una condición necesaria pero no suficiente para el éxito.

La ejecución lo es todo

Nunca me he sentido cómodo con la idea de que la excelencia operativa es menos importante que una ventaja competitiva, ya que está reñida con mi experiencia de inversión directa. Las mejores compañías con las que me encuentro se diferencian al hacer pequeñas mejoras incrementales en su negocio todos los días en lugar de estar aisladas de la competencia a través de un *moat*.

Trupanion está tratando permanentemente de mejorar los detalles del negocio, como pronosticar las tasas de pérdida, aumentar la retención de clientes e invertir más capital en la adquisición de clientes.

El moat es un resultado

El resultado son múltiples ventajas competitivas, como economías de escala, marcas fuertes y efectos red de datos. Sin embargo, estas ventajas competitivas son las formas del éxito, no la causa. Es como observar a un empresario exitoso que conduce un Ferrari y argumentar que tiene éxito porque posee un Ferrari.

Enfrentar problemas difíciles

Enfrentar problemas difíciles o complejos es un candidato para ese principio rector. Requiere un enfoque singular en la ejecución. Además, cuanto más difícil sea resolver el problema, más ancho será el *moat*. Como principio rector, resuelve la tensión entre el *moat* y la ejecución de una manera que no lo hace un enfoque singular en la construcción de una ventaja competitiva.

La importancia de los problemas difíciles

La conclusión es que no es suficiente simplemente tener un *moat*. Las empresas también deben tener muchos problemas difíciles por resolver. Solo así podrán seguir atrayendo a personas ambiciosas. Solo así se ven obligados a mejorar cada día su ejecución. Y solo entonces podrán ampliar aún más su *moat*. Una compañía que ha resuelto el problema del cliente es un blanco fácil en la mira de la próxima innovación tecnológica, independientemente de cuán amplio sea su *moat* en la actualidad.

* * *