



Beste belegger,

Regelmatig krijg ik de vraag welke bedrijven profiteren van de vergrijzing. Daarom een beleggingsanalyse over de grootste cruisevaartmaatschappij ter wereld, Carnival Corporation. Deze analyse is gestoeld op mijn beleggingsfilosofie en deze wil ik dan ook graag kort delen.

Mijn beleggingsfilosofie is:

- ✓ koop sterke bedrijven met groeimogelijkheden
- ✓ aangestuurd door geweldig management
- ✓ betaal niet te veel
- ✓ wees geduldig

Voor meer informatie over mij verwijs ik u graag naar het einde van het rapport of naar de website. Bel of e-mail gerust voor vragen. Voor nu wens ik u veel lees plezier toe.

Ik geef ook regelmatig trainingen op het gebied van beleggen. Kijk voor het eerstvolgende evenement op mijn website onder het kopje 'evenementen'.

Met vriendelijke groet,

Rowan Nijboer

Eigenaar Nijboer Beleggingen

Meevaren op de vergrijzingsgolf?

Carnival Corporation	
Koers: \$ 52,19	Marktkapitalisatie: \$ 36,08 miljard
Beurs: New York Stock Exchange	Koers-winstverhouding: 11,8
ISIN code: PA1436583006	Enterprise Value/EBITDA: 8,7
Koers 52 weken (laag/hog): 45,64 / 67,69	Netto Schuld/EBITDA: 2,2
Website: http://www.carnivalcorp.com/	Dividendrendement: 3,8%
Datum analyse: 2-4-2019	Pay-out ratio: 46%

Het Amerikaanse bedrijf Carnival Corporation (CCL) is de grootste cruisevaartmaatschappij ter wereld en uitstekend gepositioneerd om van de vergrijzingstrend te profiteren. Cruisereizen worden steeds populairder in verschillende delen van de wereld.



Figuur 1: Het koersverloop van Carnival in de afgelopen 5 jaar

Carnival Corporation

Carnival is met 104 cruiseschepen in de vaart wereldwijd de grootste speler. Het is eigenaar van verschillende merken waaronder het voormalig Nederlandse Holland America Line. Het bedrijf vervoerde in 2018 12,4 miljoen passagiers. Het bedrijf heeft hiermee een sterke marktpositie omdat het in 2018 47,4% van alle cruise passagiers ter wereld vervoerde. Het omzetaandeel bedraagt 39,4%. Iets lager dan het marktaandeel op basis van passagiers, doordat Carnival zich in mindere mate focust op ultra luxe cruises. Het bedrijf is wereldwijd actief. De komende 5 jaar krijgt het bedrijf 17 nieuwe ultramoderne en zuinige schepen geleverd waardoor het aantal tickets met ongeveer 5% per jaar stijgt. De nieuwe schepen zijn bovendien 30% kostenefficiënter waardoor ze winstgevender zijn dan oudere schepen.



Luxeproducten

Cruises zijn typische luxeproducten. Gaat het met de economie minder, dan wordt als eerste bezuinigd op cruises. In Europa, de Verenigde Staten, en China doet de economie momenteel een stap terug. Dit heeft ongetwijfeld invloed op de vraag naar cruises. Op moment van schrijven zijn de boekingen bij Carnival nog sterk en lijkt het effect beperkt. Op de lange termijn verwachten wij een groei van de wereldeconomie en een daarbij horende nog sterkere groei van de vraag naar cruises. Een tijdelijke dip in de vraag naar cruises biedt juist kansen voor marktleiders. Vaak gaan namelijk eerst de kleinere spelers bij een teruglopende vraag failliet.

De cruisemarkt

Het afgelopen decennium is het aantal cruise passagiers wereldwijd met gemiddeld 5% per jaar gegroeid. Voor het komende decennium verwachten we in ieder geval een soortgelijke groei. In 2018 is er wereldwijd voor \$ 45,6 miljard gespendeerd aan cruises.

De markt is sterk geconsolideerd. Met name de twee grootste spelers, Carnival en Royal Caribbean Cruises (RCL), springen er met kop en schouders bovenuit. De twee koplopers vervoeren samen maar liefst 70,4% van alle passagiers. De derde speler met 9%, Norwegian Cruise Lines (NCLH), is een maatje kleiner. Met zijn drieën bezitten ze dus ongeveer 80% van de cruisemarkt.

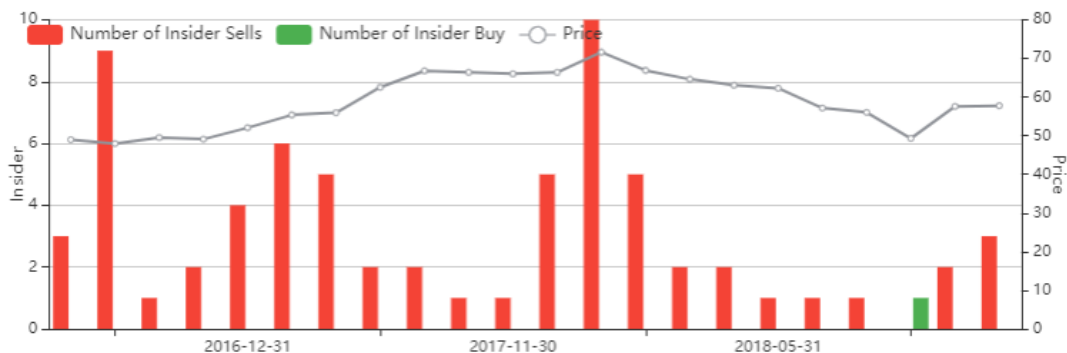
Een basisles economie leert ons dat wanneer een markt verdeeld is tussen een aantal grote spelers, de bedrijfswinsten bovengemiddeld zijn. De grote spelers hebben namelijk significante schaalvoordelen die kleine concurrenten of potentiële toetreders niet hebben. Een cruiseschip kost tegenwoordig ongeveer € 1 miljard om te maken, dus toetreding is alleen daarom al niet eenvoudig. Grote spelers hebben bovendien de infrastructuur en wereldwijde dekking, wat zorgt voor lastig overbrugbare barrières voor kleinere spelers. Bovendien geldt daarbij het recht van de sterkste. In het hoofdstuk financiën zien we dan ook dat Carnival de hoogste winstmarges van de gehele industrie heeft.

Management

CEO Donald Arnold is de opperkapitein van Carnival. Hij is de [baas sinds 2013](#) en weet sindsdien de rendementen op te voeren. Arnold bezit momenteel 505.000 aandelen Carnival. Dit vertegenwoordigt een waarde van maar liefst \$ 26,3 miljoen. De belangen tussen aandeelhouders en CEO zijn dus goed verenigd. Verenigde belangen zijn extra belangrijk bij

een kapitaalintensief bedrijf als Carnival. Mocht de CEO geen aandelen hebben is het voor hem persoonlijk veel aantrekkelijker om maar gewoon zoveel mogelijk schepen te bestellen zonder te kijken naar de rentabiliteit. Door de hoge aandelenpositie zou hij zichzelf hiermee in de vingers snijden.

Arnold maakte gebruik van de turbulentie op de beurzen in december 2018. Op 26 december, op het dieptepunt van de aandelenbeurzen, kocht hij namelijk 21.595 aandelen. Een sterk signaal dat hij gelooft in de toekomst van het bedrijf. Daar is verder ook alles mee gezegd. De afgelopen jaren werden er met uitzondering van bovenstaande aankoop, enkel aandelen verkocht door het management (zie de rode staven).



Figuur 2: aan- en verkopen insiders

Arnold is ervan overtuigd dat winsten en rendementen in de toekomst sterk zullen blijven. Onder meer door de aankoop van nieuwe schepen die 30% kostenefficiënter zijn. Hij zegt het volgende na een vraag van een analist op 26 maart 2019:

“We actually don't need things to be very different in order to deliver sustained double digit earnings growth. Even with minimal yield increases, the capacity we have coming online and the inherent efficiencies and scale advantages we gained from that capacity will help to contain costs and enable us to achieve double digit earnings growth and elevated return on invested capital.”

Financiën

De omzet en de verdeling daarvan over de verschillende werelddelen is in onderstaande tabel gegeven. Het merendeel, 53% van de omzet, komt uit Noord-Amerika. Een groot deel van de groei in de toekomst gaat uit China komen.

	Years Ended November 30,		
	2018	2017	2016
<i>(in millions)</i>			
North America	\$ 10,066	\$ 9,195	\$ 8,327
Europe	5,957	5,414	5,254
Australia and Asia	2,530	2,604	2,506
Other	327	297	302
	<u>\$ 18,881</u>	<u>\$ 17,510</u>	<u>\$ 16,389</u>

In onderstaande tabel is de ontwikkeling van de winst per aandeel en winstmarge over de afgelopen 10 jaar te zien. We kijken 10 jaar terug omdat het essentieel is om te weten in hoeverre de financiële crisis een invloed op het bedrijf heeft gehad. Zeker bij typische luxegoederen als cruisereizen mag je verwachten dat bij economische malaise de vraag sterk daalt. Het is dan ook knap dat ondanks de financiële crisis Carnival stevig winstgevend bleef in de jaren 2009-2010. Sterker nog, het bedrijf heeft sinds 1999, nog nooit verlies geleden en is dus, net als zijn schepen, wel bestand tegen een storm.

In de periode 2012-2014 kwam de klad er in door de ramp met de Costa Concordia en de hoge olieprijs. In de afgelopen 5 jaar is er een sterke groei van de winst per aandeel te zien. De oorzaak daarvoor is vijfledig:

- meer aanbod van cruise tickets (5% groei per jaar).
- de aanschaf van steeds grotere cruiseschepen met lagere kosten en hogere opbrengsten.
- een nog grotere stijging van de vraag naar cruises waardoor de prijzen goed zijn.
- een meer gematigde olieprijs.
- het aanwenden van de vrije kasstroom voor het inkopen van aandelen waardoor het aantal uitstaande aandelen is gedaald. Sinds 2015 is hier \$ 5 miljard aan uitgegeven.

Jaar	Winst per aandeel in US dollar	Nettowinstmarge
2009	2.24	16,4%
2010	2.47	16,2%
2011	2.42	14,3%
2012	1.67	10,7%
2013	1,36	8,5%
2014	1,56	13,0%
2015	2,26	20,0%
2016	3,72	19,0%
2017	3,59	15,8%
2018	4,44	17,3%

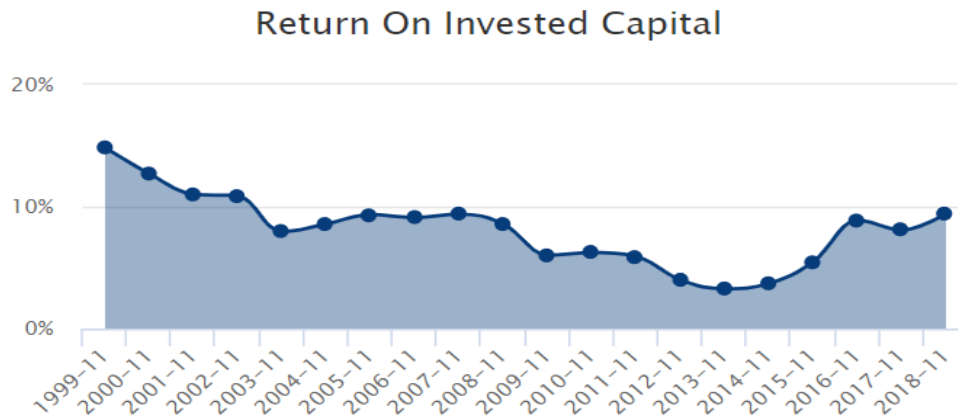
Opvallend zijn ook de hoge nettowinstmarges. Cruisereizen zijn duidelijk winstgevender dan de meeste andere bedrijven. Tevens zijn de winstmarges een stuk hoger dan bij concurrenten. Hierdoor moet Carnival wel een interessante belegging zijn? We kijken toch nog even verder.

Rendement op het geïnvesteerde vermogen (ROIC)

Misschien wel de belangrijkste maatstaf voor beleggers is het rendement op het geïnvesteerde vermogen (ROIC). Een langjarig ROIC van 12% of hoger wijst vaak op een sterk competitief voordeel en een hoge toetredingsdrempel. Bij Carnival bedroeg de ROIC 9,4% over 2018. Ruim boven de mediaan van 6,0% over de afgelopen 10 jaar. Een mediaan van 6,0% is laag. Het komt erop neer dat er hierdoor bij Carnival geen sprake is van een duurzaam

competitief voordeel. Het bedrijf heeft daardoor in de afgelopen 10 jaar geen waarde gecreëerd. Een dikke rode vlag. Of toch niet?

Misschien waren de afgelopen 10 jaar, door de financiële crisis, hoge olieprijsen en ramp met de Costa Concordia een perfecte storm voor Carnival. Voor de zekerheid kijken we daarom verder terug. In onderstaande grafiek zien we de ROIC vanaf 1999. De ROIC is in de jaren 1999-2008 weliswaar beter dan de afgelopen 10 jaar maar nog steeds met gemiddeld ongeveer 10% laag. We hanteren zelf een rendementseis van 12%, Carnival ligt hier dus duidelijk onder.



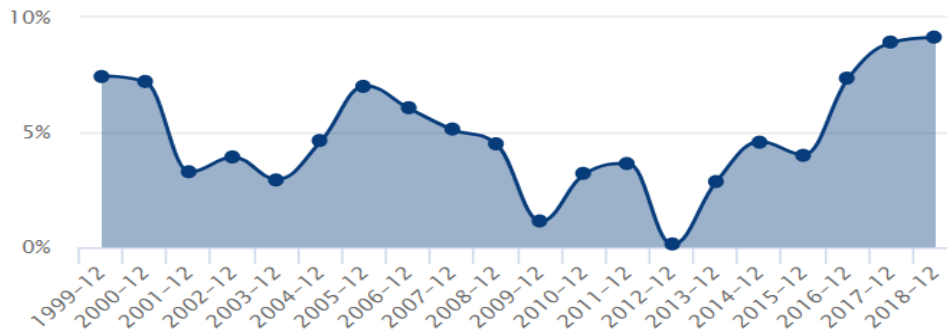
Figuur 3: Carnival Corporation

Hoe komt het dat het rendement op het geïnvesteerde vermogen zo laag is? Dit heeft alles te maken met de torenhoge investeringen. Een nieuw cruiseschip bestellen kost al snel € 1 miljard. Zie dat maar eens rendabel terug te verdienen. In dit licht is de cruise-industrie gelijk aan de vliegtuigindustrie. Hoge investeringsuitgaven dragen bij aan lage rendementen voor de industrie als geheel.

Hoe zit dit bij concurrenten?

Het zou kunnen dat Carnival een slecht aangestuurd bedrijf is waardoor de ROIC minder is dan bij concurrenten. In dat geval zou een wisseling van het management al kunnen voldoen om de rendementen te verhogen. Helaas, bij de grote concurrent, Royal Caribbean Cruises (RCL), is het langjarig rendement op het geïnvesteerde vermogen zelfs nog lager (zie onderstaande grafiek).

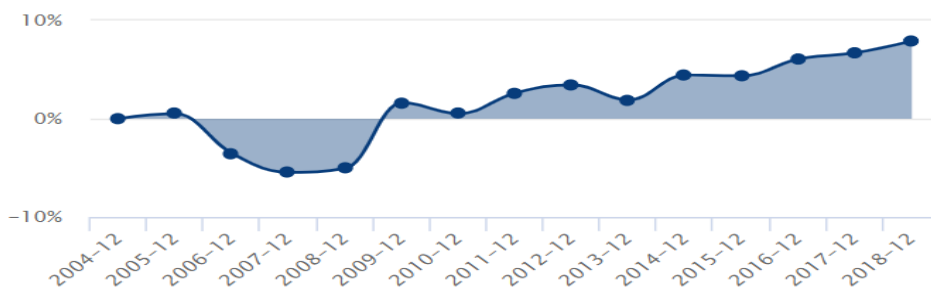
Return On Invested Capital



Figuur 4: Royal Carribean Cruises

Tot slot, de derde speler, Norwegian Cruise Line. Norwegian scoort helemaal dramatisch (zie onderstaande grafiek). Dit betekent dat de industrie als geheel marginaal rendabel is. Dit is opmerkelijk, gezien de structuur van de industrie, met de hoge marktaandelen voor de topspelers. Nogmaals, het uitgangspunt bij economie is dat bij een oligopolie (marktform met een paar spelers) normaal gesproken hoge rendementen behaald worden. Hier is, op basis van het verleden, in de cruise-industrie geen sprake van. Blijkbaar is de marktmacht van de gevestigde partijen toch lager, of de concurrentie toch hoger, dan je in eerste instantie zou inschatten.

Return On Invested Capital



Figuur 5: Norwegian Cruise Line

Waardering

Een belangrijke vraag is, hoeveel betaal je voor wat je krijgt, kortom de waardering. De koers-winstverhouding bedraagt op basis van de laatste 12 maanden 11,8. Over de afgelopen 13 jaar bedroeg de mediaan koers-winstverhouding 17. Ten opzichte van de historie is Carnival laag gewaardeerd.

Een koers-winstverhouding van 11,8 is aan de ene kant laag voor een bedrijf met zo'n sterke marktpositie en groeikansen in de toekomst. Aan de andere kant, als we ons aan de top van de economische cyclus bevinden, en de winsten gaan dalen, kan het ook een klassieke value-trap zijn. De conclusie is niet eenduidig. Het aandeel lijkt in ieder geval niet spotgoedkoop.

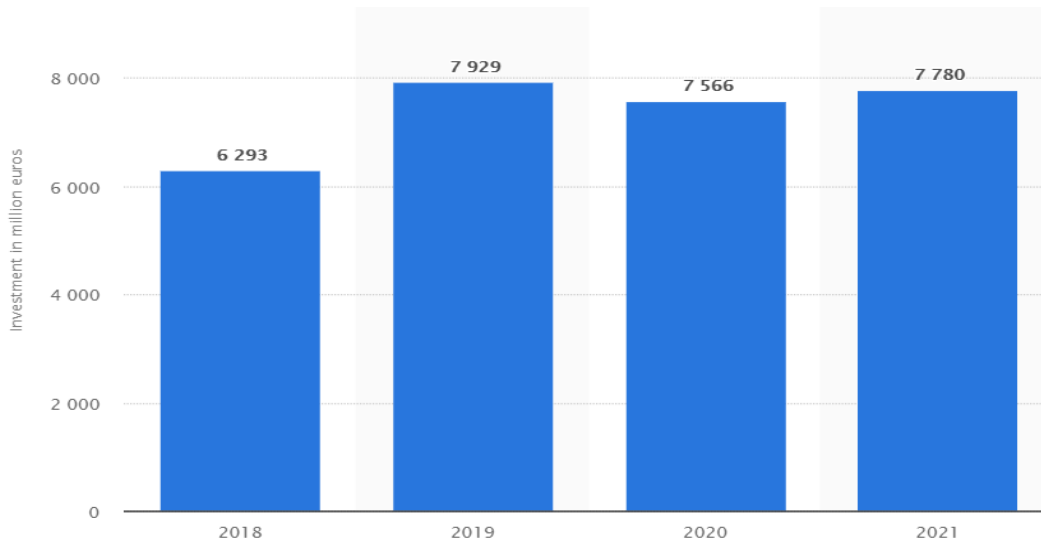
Risico's

Overcapaciteit

In kapitaalintensieve sectoren loert altijd het gevaar van overcapaciteit. Momenteel speelt dit op de Europese luchtvaartmarkt. Teveel spelers hebben teveel vliegtuigen besteld waardoor het aanbod harder is gegroeid dan de vraag. Om de vliegtuigen te vullen worden tickets verkocht beneden de kostprijs. Het gevolg is dat degene met de zwakste balans als eerste het loodje leggen. In het afgelopen [halfjaar zijn hierdoor](#) 5 Europese vliegmaatschappijen failliet gaan.

Momenteel gaat het goed in de cruise-industrie en de winsten zijn hoog. Een bijkomend nadeel hiervan is dat CEO's (te) optimistisch zijn en teveel nieuwe schepen bestellen. De cruise-industrie kent echter twee voordelen die overcapaciteit tegengaan ten opzichte van bijvoorbeeld de vliegmaatschappij industrie:

- Minder productiemogelijkheden: het bouwen van cruiseschepen is tamelijk ingewikkeld. Een geheel traject kan zo 4 jaar in beslag nemen. Vrijwel alle cruiseschepen komen van [drie werven](#): Meyer Werft ([net over de grens](#) in Duitsland in Papenburg, verzorgen indrukwekkende rondleidingen), STX Europe en het beursgenoteerde Italiaanse Fincantieri. Door het beperkte aanbod en de lange wachtlijsten is de kans op significante overcapaciteit gering. Dit zien we ook in onderstaande grafiek, waarin de totale investeringen in de bouw van nieuwe cruiseschepen zijn weergegeven. Het neemt toe, maar het is niet extreem.



- Minder spelers: Op de Cruisemarkt zijn slechts een aantal grote spelers en toetreding is lastig. Dit leidt tot een gematigder (en daarbij winstgevender) groei van de capaciteit. Waarom zou je elkaar immers kapot maken?

Olieprijzen

Brandstof is goed voor 10 à 20% van de operationele kosten. Een forse stijging van de olieprijs zorgt voor hogere kostprijzen. Uiteraard hebben concurrerende vormen van vrijetijdsbesteding zoals vlieguren hier ook last van.

Costa Concordia

Wie kent hem niet, Schettino, de laffe kapitein die, na zijn eigen fout, als eerste het schip verliet. 32 mensen kwamen om het leven bij deze ramp in 2012. De [Costa Concordia](#) was onderdeel van Carnival. De beurskoers kreeg die week enorme klappen. Niet vanwege de schade aan het schip, daar zijn verzekeringen voor, maar vooral door gemiste opbrengsten door potentiële klanten die afhaken. De winst heeft in de jaren 2012-2014 dan ook een flinke opdonder gehad. Met het schrijven van deze analyse kwam op [23 maart](#) nog het cruiseschip Viking Sky van rederij Viking Ocean Cruises in de problemen door te weinig olie aan boord. Een nieuwe ramp kan altijd weer gebeuren.

Waarom Carnival?

Carnival is de grootste speler en daardoor minder risicovol. Mocht er met een schip iets misgaan, dan kan dat eenvoudig worden opgevangen. Bovendien is Carnival wereldwijd gediversifieerder dan concurrenten. Mocht er economische malaise of een terroristische aanslag in een bepaald deel van de wereld zijn, dan kan Carnival deze klappen beter opvangen dan concurrenten.

Carnival heeft bovendien een lagere schuldpositie dan concurrenten. De schuld/EBITDA ratio bedraagt 2,2 momenteel. Voor de grote concurrent Royal Caribbean bedraagt deze 3,4, voor de derde speler Norwegian draagt de schuldratio zelfs 3,6. De concurrenten zeilen hiermee scherper aan de wind. Mocht de wereldeconomie tegen een ijsberg opvaren, dan zinken de concurrenten als eerste door de hogere schuldpositie.

Carnival verhoogt bovendien al jaren het dividend. Het afgelopen jaar werd \$ 2 per aandeel aan dividend uitbetaald. Hiermee bedroeg de pay-out ratio 46%. Het dividendrendement bedraagt bij de huidige beurskoers 3,8%. Grote concurrent Royal Caribbean betaalt slechts 30% van de winst uit als dividend, het bijbehorende dividendrendement is 2,4%. Tot slot, concurrent Norwegian betaalt helemaal geen dividend.

Conclusie

Carnival is marktleider in een markt die op de lange termijn waarschijnlijk fors zal groeien. Het heeft het beste management in de industrie dat vriendelijk voor de aandeelhouders is. De waardering zit ruim onder het historisch gemiddelde, waardoor het aandeel optisch goedkoop lijkt. Ook ten opzichte van concurrenten is Carnival lager gewaardeerd. Carnival is daarmee duidelijk het beste jongetje van de klas. Maar hoe goed is deze klas?

Wij vinden dat de klas (de industrie) verkouden is. Dit komt door het lage rendement op het geïnvesteerde vermogen van 6% over de afgelopen 10 jaar. Door dit lage rendement wordt er

te weinig waarde gecreëerd voor de aandeelhouders. We hanteren zelf een rendementseis van 12%. Wanneer je de aandelen koopt haal je op de lange termijn een hoger rendement dan op een spaarrekening maar voor ons is dit onvoldoende.

Het zou kunnen dat de afgelopen 10 jaar een ramp voor de industrie waren, (financiële crisis, hoge olieprijs, Costa Concordia) en dat dit heeft gezorgd voor lage rendementen. Misschien worden de komende 10 jaar een stuk beter door het ontbreken van zulke negatieve evenementen. Bovendien kan het gebruik van grotere en daardoor winstgevendere schepen de komende jaren het rendement opstomen. Wij varen liever een voorzigtiger koers. Bij twijfel, niet kopen.

Disclaimer: we bezitten zelf of voor klanten geen aandelen Carnival Corporation. Deze analyse is enkel onze visie op een mogelijke belegging. Aan deze informatie kunnen op geen enkele wijze rechten worden ontleend. Denk zelf na voordat je aandelen koopt.

Ik geef ook regelmatig trainingen op het gebied van beleggen. Kijk voor het eerstvolgende evenement op mijn website onder het kopje 'evenementen'.

OVER DE AUTEUR

Ik heb een grote passie voor beleggen. Al op 15 jarige leeftijd volgde ik de aandelenkoersen (toen nog) op Teletekst. Gefascineerd keek ik naar de schommelingen van de beurskoersen. Langzaam ben ik toen begonnen om mij te verdiepen in beleggen. Tijdens mijn studie bedrijfseconomie heb ik zelf mijn eerste geld geïnvesteerd. Een zeer ongunstige tijd vanwege de crisis, die mij dan ook hard trof. Een wijze leermeester die crisis.

Ondertussen bleef ik mij verdiepen in beleggen. Uiteindelijk merkte ik dat waardebeleggen (Value Investing) daarbij de richting is die voor mij als manier van beleggen eruit sprong. De interesse in beleggen schemerde ook door in mijn studiekeuze. Een dubbele master in International Finance en International Economics & Business, die ik cum laude heb afgerond, met een scriptie over waardebeleggen. Hiermee was voor mij ook het goed begrijpen van bedrijven, de jaarverslagen en alle financiële geldstromen en ratio's, compleet.

Als mens, maar ook als belegger moet je jezelf blijven ontwikkelen. Inmiddels dompel ik mij nu al meer dan 10 jaar onder in de wereld van waardebeleggen. Mijn grote inspiratie hierin is Warren Buffett. In recentere jaren heb ik mijn inspiratie ook gehaald uit andere topbeleggers, zoals Howard Marks, Mohnish Pabrai, Guy Spier, Carl Icahn, Joel Greenblatt, etc.

Ik kan nu zeggen dat ik vergevorderd ben in mijn begrip van beleggen en waardebeleggen en door continue te leren van andere beleggers en goeroes, heb ik mijn eigen beleggingsfilosofie ontwikkeld. Hierdoor heb ik de afgelopen acht jaar een gemiddeld jaarlijks rendement van 13,6% gehaald. Bel of e-mail gerust voor vragen

Met vriendelijke groet,

Rowan Nijboer

06-30372684

