

Een vliegtuig bouwen is geen sinecure

Het valt niet mee om een goed vliegtuig te bouwen. Het is een project met veel risico's, zowel op financieel als technologisch gebied. Een vliegtuig moet aan uiterst strenge veiligheidseisen voldoen en het moet minimaal 20 jaar inzetbaar zijn. Als een nieuw prototype niet aanslaat, dan kan dit voor de producent uiterst kostbaar zijn. Een bedrijf investeert heel veel miljarden in de hoop enkele duizenden toestellen van een bepaald prototype aan de man te brengen.

Die grote aantallen zijn nodig om uiteindelijk winst te maken. Zoals gezegd, de aanloopinvesteringen in bijvoorbeeld R&D zijn enorm. Die lopen gemiddeld op tot bijna 80% van de jaaromzet van een bedrijf als Boeing. Dan zijn er nog de indirecte kosten die de neiging hebben om alsmaar op te lopen. Daarvoor is het nodig dat producenten in staat zijn om over een lange periode een leercurve te doorlopen bedoeld om de kosten in de hand te houden en omlaag te drukken. Daarbij is het goedkoper om nieuwe varianten op een bestaand type te produceren en naar de markt te brengen, dan een totaal nieuw concept te ontwerpen. De verbeterde versies zijn ook eerder winstgevend. Gemiddeld genomen duurde het tot aan het begin van deze eeuw dat Airbus en Boeing hun winstgevendheid zagen toenemen. Die stijgende winstgevendheid ging echter gepaard met sterk stijgende kosten voor R&D die ongelukkigerwijs niet uitmondde in de productie van winstgevend types. De A380 en de Boeing 787 gingen gebukt onder behoorlijke verliezen in de jaren na de aflevering van de eerste toestellen. Margeverbetering bleef derhalve achterwege en dat lag niet in de lijn van de verwachtingen. Er is immers sprake van een feitelijk duopolie in deze sector. De onderliggende lessen van de laatste decennia zijn, dat vliegtuigbouwers schaal moeten hebben en een brede productielijn. Er moet een soort van familie van vliegtuigen zijn. Ontbreken die twee ingrediënten dan wordt het heel moeilijk om over een langere periode redelijk winstgevend te zijn. Een tweede les is, dat de goedlopende types de fondsen moeten genereren om een nieuwe generatie toestellen te kunnen ontwikkelen. Investerings in vernieuwing zijn hoog en hebben een lange tijdsduur. De belangrijkste les is misschien wel om de kans op mislukking zo klein mogelijk te maken. Mislukkingen zijn vaak kostbaarder dan de winst op het beste meest succesvolle types.



Figuur 1 Boeing

Schaal betekent dat er aan verschillende types tegelijk gewerkt moet worden. Dat kost zoveel aan investeringen dat staatssteun onontkoombaar is. Boeing kreeg dat in de vorm van een bestelling van honderden 707's voor het Amerikaanse leger en kon zodoende de investeringen ophoesten voor de

747. Dat pakte goed en winstgevend uit. Voor Airbus was dit het teken om vol in te zetten op de ontwikkeling van de A300. Ook dat project werd een financieel succes. Het heeft echter zeker nog 25 jaar geduurd voordat Airbus de schaal en de volwassenheid bereikte om winstgevend te worden en te blijven. Dat kon alleen, omdat overheden bereid waren met vele honderden miljoenen bij te springen. Om een gezonde marktstructuur te krijgen is het tenslotte nodig dat er evenwicht bestaat in de concurrentie. Die er pas sinds het midden van het eerste decennium van deze eeuw, sinds het duopolie van Airbus en Boeing een feit is geworden. Dat mondde echter niet uit in de verwachte verbetering van marges en de winst. Beide bedrijven noteerden in deze jaren kostbare ontwikkelingsproblemen met respectievelijk de A380 en Boeing 787.

Ondanks alle problemen en weinig overtuigende winstcijfers hebben de aandelen het goed gedaan. Over de afgelopen 20 jaar hebben de aandelen het beter gedaan dan de S&P 500 in elk jaar dat het luchtverkeer geen daling liet zien. De verklaring daarvoor is dat de sector constant harder gegroeid is dan het bruto binnenlands product (BBP). Die mooie prestatie heeft zich echter niet vertaald in een stijging van de marge. De afgelopen 40 jaar bedroeg de marge gemiddeld 8%, R&D niet meegerekend. Gebeurt dat wel dan blijft er een magere 3% over. De beste manier om marges wat op te krikken is de ontwikkeling van een type, dat lang meegaat, dat geen bijzondere ontwikkelingsproblemen kent en dat de mogelijkheid biedt voor nieuwe versies of varianten. In dat opzicht voelt de nabije toekomst bijna weldadig aan. Zowel Airbus als Boeing gaan gebukt onder de uit de hand gelopen kosten voor respectievelijk de A380 en Boeing 787. Die kosten zijn zo hoog opgelopen dat plannen voor nieuwe toesteltypen voorlopig de tekentafel niet zullen verlaten. Beide bedrijven hebben ervoor gekozen bestaande types te renoveren en moderniseren. De voordelen zijn duidelijk. De ontwikkeltijd is korter, de R&D kosten zijn lager en de toestellen kunnen sneller gebouwd worden op bestaande productielijnen waardoor ze sneller op de markt kunnen verschijnen. De verwachtingen zijn dan ook hooggespannen en niet alleen bij de industrie, maar ook op Wall Street.



Figuur 2 Airbus

ER Capital heeft een Koopadvies op Boeing. Het aandeel is opgenomen in de modelportefeuille. Voor Airbus geldt een Houdenadvies.