

D+ INVESTMENTKRITIK

Rüstungsaktien: Warum sie für langfristige Investoren ein No-Go sind

Volle Auftragsbücher, steigende Kurse – und trotzdem kein gutes Investment? Fondsmanager Dominikus Wagner erklärt, warum er nicht in Rheinmetall, Hensoldt & Co. investiert.



Rüstungsaktien glänzen nur auf den ersten Blick, meint Gastautor Dominikus Wagner. | Bildquelle: Maria Lentz mit Midjourney

Von Dominikus Wagner | Gastautor

Aktualisiert am: 9. Dezember 2025

Seit Beginn des Ukrainekriegs boomt die Rüstungsbranche. Firmen wie Hensoldt, Renk und Rheinmetall oder der KI-Drohnenhersteller Helsing melden prall gefüllte Auftragsbücher, hohe Investitionen und starke Wachstumsprognosen. Kein Wunder, dass Bankanalysten sie empfehlen und Anleger zugreifen. Wer investiert hat, konnte sich über hohe Kursgewinne freuen. So funktioniert die Börse – kurz- und mittelfristig.

Wir haben nicht investiert und werden es auch nicht tun. Warum? Weil der vermeintlich klare Investment Case langfristig nicht trägt. Uns ist klar: Der Nachrüstungsbedarf ist hoch. Die Sicherheitslage bleibt angespannt – so deprimierend das auch ist. Die Rüstungsindustrie wird weiter boomen.

Was den Unternehmenswert wirklich bestimmt

Doch hohe Umsätze bedeuten nicht automatisch steigende Unternehmenswerte und damit langfristig steigende Aktienkurse. Auf Dauer bestimmen weder Umsatzwachstum noch Nettogewinn den Unternehmenswert. Entscheidend ist der freie Barmittelzufluss.

Dieser echte Gewinn und dessen Wachstum hängen maßgeblich ab von: Kapitalintensität und Skaleneffekten, Wettbewerbsintensität, dem Burggraben des Geschäftsmodells wie Preissetzungsmacht, Marken und Patenten sowie der Bilanzqualität.

Das strukturelle Problem der Rüstungsfirmen

Genau hier liegt das strukturelle Problem der Rüstungsfirmen: Trotz glänzender Auftragslage bleibt die Profitabilität bescheiden. Wegen ihrer extrem hohen Kapitalintensität verfügen die Firmen geschäftsmodellbedingt selbst in der für sie besten aller Welten nur über begrenztes Margenpotenzial.

Am deutlichsten zeigt sich das beim freien Barmittelzufluss. Die vollen Auftragsbücher erfordern massive Investitionen in Produktionskapazitäten und Lagerbestände. Das kostet und bindet Kapital. Es drückt die Free-Cashflow-

Margen, die selbst bei moderat steigenden, aber insgesamt sehr überschaubaren Skaleneffekten chronisch schwach bleiben. Hinzu kommt die Abhängigkeit von wenigen Großkunden – meist Staaten. Diese bestimmen die Preise, während die Aktionäre das Risiko politischer Entscheidungen und regulatorischer Eingriffe tragen.

Kurz: Selbst in der besten aller Welten verdient die Branche unterdurchschnittlich. Mehr Rüstungsaufträge bedeuten auch mehr Kapitalbindung, mehr Investitionen, höhere Schulden und Fixkosten – das genaue Gegenteil unternehmerischer Qualität. Der hohe Kapitalbedarf und die anhaltend schwachen freien Barmittelzuflüsse dürften den bereits hohen Verschuldungsgrad weiter erhöhen.

Bewertungen ignorieren die strukturelle Realität

Und die Bewertung? Hensoldt, Rheinmetall & Co. häufen mit ihren unprofitablen, bestenfalls mäßig profitablen Geschäften erhebliche Schulden an. Sie erzielen nur eine geringe Rendite auf das eingesetzte Kapital. Dennoch werden diese Rüstungsfirmen zu absurd hohen Enterprise Value-Niveaus gehandelt, die noch nicht einmal hochprofitable Digitalkonzerne wie Alphabet oder Microsoft ansatzweise erreichen.

Firmen, deren Geschäftsmodell auf Staatsnachfrage basiert und operativ kaum wachsende Margen zulässt, rechtfertigen auf Dauer keine derart hohe Bewertung. Hensoldt etwa wird mit einem Enterprise Value gehandelt, der dem 100-fachen freien Barmittelzufluss entspricht.

Kurz: Die Bewertungen ignorieren die strukturelle Realität. Sie spiegeln stattdessen eine Mischung aus politischer Unsicherheit, medialem Druck und trendorientiertem Anlegen wider. Langfristig taugt das kaum als solides Fundament für ein Investment.

Fallbeispiel Hensoldt: Schwächen des Geschäftsmodells

Im Geschäftsjahr 2025 legte Hensoldt beim Umsatz kräftig zu: In den ersten neun Monaten stieg er um 11,5 Prozent auf 1,5 Milliarden Euro. Bis Jahresende sollen es 2,5 Milliarden Euro werden – eine Verdopplung in nur fünf Jahren. Die Geschäftslage ist angesichts der geopolitischen Spannungen und eines Auftragsbestands von 7,1 Milliarden Euro prächtig. Doch aus unternehmerischer Sicht enttäuschen die Zahlen – angesichts des Geschäftsmodells wenig überraschend.

Die operative Marge erreichte in den ersten drei Quartalen karge 3,1 Prozent. Noch düsterer sieht es beim echten Unternehmensgewinn aus: Der freie Barmittelzufluss lag bei minus 213 Millionen Euro. Pro Euro Umsatz verbrannte Hensoldt 14 Cent.

Selbst ohne den hohen Lageraufbau schafft Hensoldt nur knapp einen minimal positiven freien Barmittelzufluss. Warum die Firma auf bereinigte Kennzahlen wie das Ebitda von 211 Millionen Euro bei einer Marge von 13,7 Prozent verweist, liegt auf der Hand. Der freie Barmittelzufluss wird geschönt dargestellt, indem viele unternehmerisch relevante Kosten als Sondereffekte ausgeklammert werden – etwa Investitionen in die IT-Umstellung.

Hochverschuldet und margenschwach

Die geringe Profitabilität steht in keinem Verhältnis zum Kapitaleinsatz: Die Nettoschulden inklusive Pensionsverpflichtungen und Net Working Capital liegen bei rund 1,4 Milliarden Euro. Die Eigenkapitalquote beträgt magere 17 Prozent. Hensoldt ist also hochverschuldet und margenschwach zugleich. Zudem begrenzen die vielen technischen Speziallösungen Skaleneffekte in der Produktion. Hensoldt muss und will in neue Kapazitäten investieren. Wegen der geschäftsmodellbedingt chronisch schwachen Cash-Generierung dürfte dies nur über noch höhere Schulden gelingen.

Hensoldt: Unternehmerisch relevante Finanzkennzahlen 9M 2025

Umsatz	1,5 Mrd. Euro	Nettoschulden (inkl. NWC u. Penisonsverpfl.)	1,4 Mrd. Euro
Umsatzwachstum	11,5%	Eigenkapital	843 Mio. Euro
Operative Marge	3,1%	Eigenkapitalquote	16,9%
Free Cash Flow (FCF)	-213 Mio. Euro	Kapitalverzinsung (RoCe)	negativ / sehr niedrig
Free Cash Flow-Marge	-14,0%	Enterprise Value	~ 100x FCF2025e

Quelle: Hensoldt Geschäftsbericht; Berechnungen Wagner & Florack; Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für zukünftige Entwicklungen. Stand: 30.11.2025

Bildquelle: Wagner & Florack

>>> Grafik vergrößern

Die strukturellen Probleme treten klar zutage: Mit einer Kapitalrendite im bestenfalls tiefen einstelligen Prozentbereich bleibt Hensoldt meilenweit davon entfernt, die Kapitalkosten zu decken. Der Enterprise Value erreicht das Hundertfache oder mehr des erwarteten freien Barmittelzuflusses 2025. Das zeigt, wie stark die Ikarus-Bewertung von der Gewinnrealität abgekoppelt ist.

Für ein zyklisches Unternehmen, das von wenigen, meist staatlichen Kunden abhängt und nur schwer kalkulierbare Gewinne erzielt, ist das äußerst bedenklich. Wer in Rüstung investiert, investiert zwangsläufig auch in politische Unberechenbarkeit.

Kein Investment für die lange Sicht

Trotz steigender Wehretats bleibt die Branche strukturell schwach. Die Firmen arbeiten kapitalintensiv, hängen von der Politik ab, sind kaum skalierbar und schaffen es trotz voller Auftragsbücher kaum, freie Barmittelzuflüsse zu erzielen.

Für langfristig unternehmerisch denkende Investoren, die Wert legen auf robuste, skalierbare und profitabel wachsende Geschäftsmodelle mit überschaubaren Risiken, gilt deshalb: Rüstungsaktien bleiben ein No-Go. Umsatzwachstum allein macht kein gutes Geschäftsmodell aus. Entscheidend sind geringer Kapitaleinsatz, Profitabilität, Skalierbarkeit und ein starker Cashflow.

Hinzu kommen die hohen Bewertungen der Rüstungsfirmen. Zwar können die Kurse und Bewertungen noch weiter steigen – nicht nur kurzfristig, sondern vielleicht über längere Zeit. Doch irgendwann werden sich die Gesetze der Ökonomie und Mathematik wieder durchsetzen.

Über den Autor:

Dominikus Wagner gründete 2003 zusammen mit Christian Florack die Bonner Wagner & Florack Vermögensverwaltung. Der gelernte Bankkaufmann und Diplom-Kaufmann ist zusammen mit Dirk Schmitt für das Portfoliomanagement der Vermögensverwaltung sowie das Management des Wagner & Florack Unternehmerfonds und des Unternehmerfonds flex verantwortlich.