

**Zeitschrift:** ASMZ : Sicherheit Schweiz : Allgemeine schweizerische  
Militärzeitschrift

**Herausgeber:** Schweizerische Offiziersgesellschaft

**Band:** 167 (2001)

**Heft:** 9

**Artikel:** Europäische Rüstungstitel hinken hinter der US-Konkurrenz her

**Autor:** Gattiker-Ericsson, Christian

**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-67356>

### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. [Siehe Rechtliche Hinweise.](#)

### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. [Voir Informations légales.](#)

### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. [See Legal notice.](#)

**Download PDF:** 03.05.2025

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

# Europäische Rüstungstitel hinken hinter der US-Konkurrenz her

## Die Zukunftsaussichten der europäischen Rüstungsindustrie

Konzentrationen und Bereinigungen sind in der Rüstungsindustrie der USA weitgehend abgeschlossen. Ab 2011 dürfte diese Industrie auf dem Weltmarkt nur noch einen Kampfflugzeugtyp anbieten. Dies könnte nach der definitiven Ausscheidung des Konkurrenten der Joint Strike Fighter von Boeing oder jener von Lockheed Martin sein. In Europa ist der Zusammenschluss der Rüstungsindustrie noch nicht so weit gediehen. Abgesehen von EADS und British Aerospace Systems wird die Zusammenarbeit zwischen den verschiedenen europäischen Rüstungsfirmen in der Regel immer noch durch Kooperationsabkommen geregelt. Des Weiteren wird die Konkurrenzfähigkeit der europäischen Rüstungsindustrie auch durch die Beteiligungen der betreffenden Staaten behindert, die aus nationalen Gründen ihre Industrie unter ihrer Kontrolle behalten möchten.

Die Zersplitterung der europäischen Rüstungsindustrie widerspiegelt sich auch in der Typenvielfalt der angebotenen Kampfflugzeuge. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt stehen folgende europäische Kampfflugzeuge in direkter Konkurrenz: Typhoon des europäischen Konsortiums, Gripen von Saab und BAE Systems und Rafale von Dassault. Diese Vielfalt und Uneinigkeit wirkt sich auf die Erwartungen der Börse an den Absatz und das Wachstum der europäischen Rüstungsindustrie negativ aus. Dies wiederum beeinflusst dementsprechend die Aktienkurse dieser Unternehmen.

A. St.

Christian Gattiker-Ericsson

- Im europäischen Rüstungssektor stagniert der Auftragseingang weiterhin.
- Ein höheres US-Verteidigungsbudget für 2001 und die Wahl eines republikanischen Präsidenten haben die Stimmung im US-Rüstungssektor markant verbessert.
- Auch im Aerospace & Defense-Sektor geht der Trend in Richtung Hightech mit

höheren Margen sowie einer langsamen Konsolidierung.

■ Als Top-picks sind zurzeit Rolls-Royce, Thomson CSF und Northrop-Grumman zu sehen.

Der Sektor «Aerospace & Defense» ist in die Bereiche Zivilluftfahrt und Rüstungsindustrie unterteilt. In der Folge wird vor allem der militärische Bereich betrachtet. Die Rüstungsindustrie litt in den 90er-

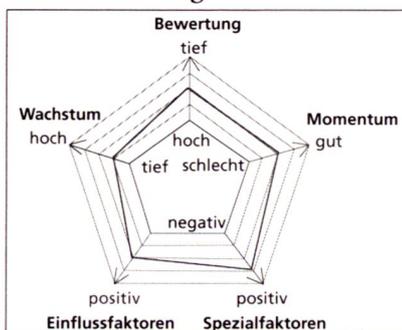
Dieser Beitrag dient nur zu Informationszwecken. Er bedeutet kein Angebot und keine Aufforderung seitens der Credit Suisse Private Banking<sup>1</sup> zum Kauf oder Verkauf von Wertschriften. Hinweise auf die frühere Performance garantieren nicht notwendigerweise positive Entwicklungen in der Zukunft. Die Analysen und Schlussfolgerungen in diesem Beitrag wurden durch die Credit Suisse Private Banking<sup>1</sup> erarbeitet und könnten vor ihrer Weitergabe an die Kunden von Credit Suisse Private Banking<sup>1</sup> bereits für Transaktionen von Gesellschaften der Credit Suisse Group verwendet worden sein. Die in diesem Beitrag vertretenen Ansichten sind diejenigen von der Credit Suisse Group zum Zeitpunkt der Drucklegung.

<sup>1</sup> Credit Suisse Private Banking ist eine Geschäftseinheit der Credit Suisse, einer Schweizer Bank.

Jahren unter den sinkenden Militärausgaben in den Industrieländern und unter den fehlenden Fusionsmöglichkeiten angesichts nationaler Sicherheitsinteressen. Obwohl einzelne Länder ihre restriktive Ausgabenpolitik etwas mildern dürften, gibt es im Rüstungsbereich langfristig wenig Wachstumspotenzial – abgesehen von Spezialsektoren wie z. B. der Elektronik und IT.

Von Anfang 1998 bis Mai 2000 war der Luft-/Raumfahrt- und Rüstungsbereich (Aerospace & Defense) weltweit eine Enttäuschung für die Investoren. Der Standard & Poor's 500 Aerospace & Defense-Index verlor in diesem Zeitraum insgesamt 12,4%, während der Gesamtindex 49,5% zulegte. Im Rüstungsbereich ist die enttäuschende Performance vor allem auf die tiefen Rüstungsausgaben in den 90er-Jahren zurückzuführen.

### Sektorbewertung



**Interpretation:** je weiter am Rand, desto positiver für den Sektor

**Bewertung:** basierend auf P/E, EV/EBITDA

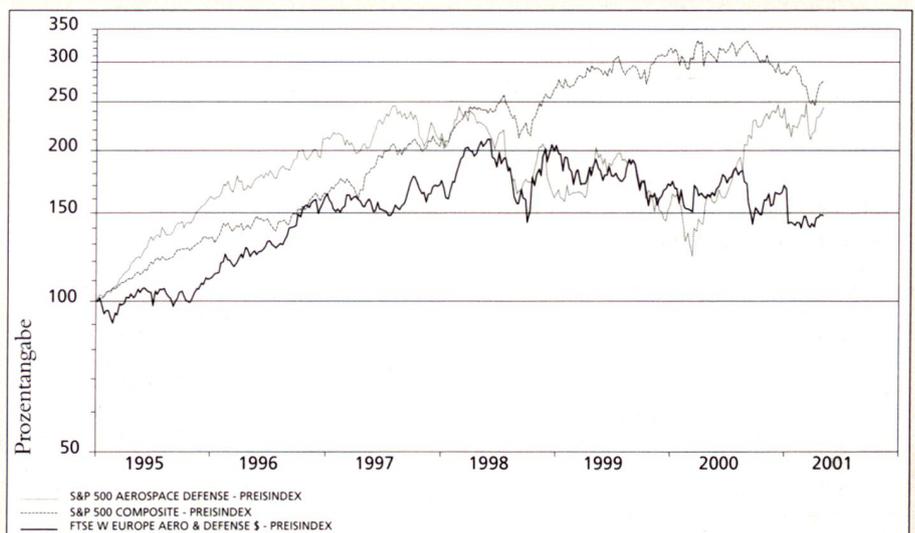
**Momentum:** Kursentwicklung in den letzten Wochen

**Spezialfaktoren:** sektorspezifisch, hier Konsolidierung

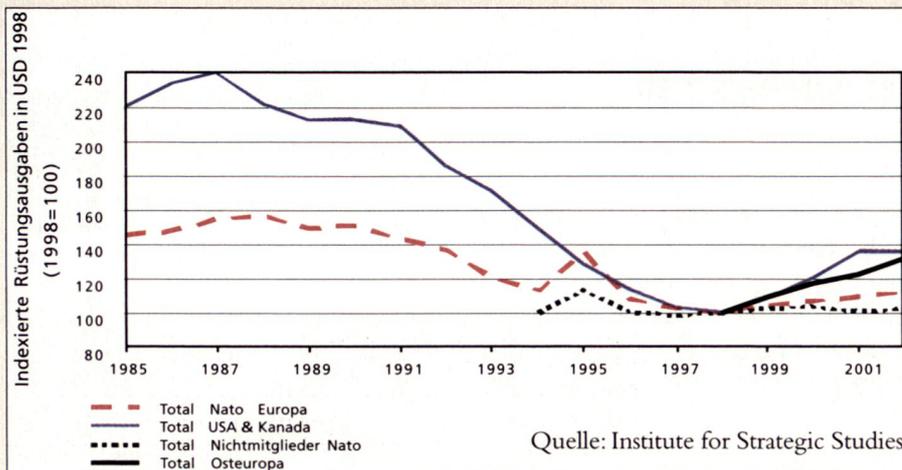
**Einflussfaktoren:** Werttreiber für den Sektor

**Wachstum:** Umsatz- und Gewinnwachstum

### Aerospace & Defense-Sektor in Europa hinkt deutlich hinter dem US-Markt her



## Rückläufiger Auftragseingang für die Rüstungsindustrie seit Beginn der 90er-Jahre



## Rüstungsindustrie – die grosse Depression Mitte der 90er-Jahre

Nach dem Zusammenbruch des Warschauer Pakts war in den westlichen Ländern von einer eigentlichen Friedensdividende die Rede. Den hoch verschuldeten Industriestaaten kam die Möglichkeit gelegen, zur Reduktion der öffentlichen Defizite die Verteidigungsausgaben drastisch zu reduzieren. Die Folge war ein geringerer Etat und damit ein eigentliches Schrumpfen des Rüstungsgeschäfts (s. Grafik). Zahlreiche Auslandsätze – wie am Anfang des Jahrzehnts im Irak und am Ende im Kosovo – untermauerten den militärischen Vorsprung des Westens. Für Rüstung musste man also nicht mehr aufwenden als nötig.

## Komplexe Strukturen in der europäischen Rüstungsindustrie

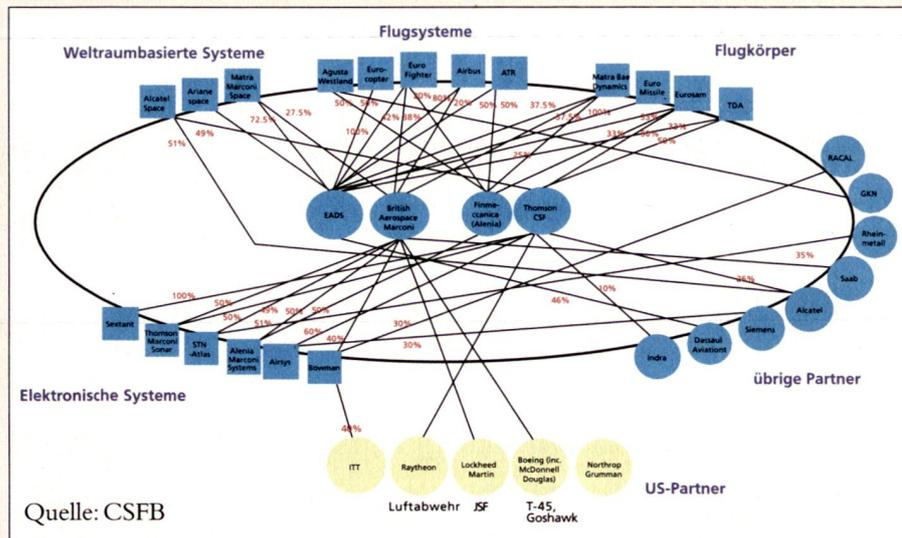
Eine Besonderheit des Sektors ist die angesprochene Nachfragestruktur. Da die

Kunden im Wesentlichen die Verteidigungsministerien sind, ist die Rüstungsindustrie den üblichen Ausgabezyklen bzw. der Ausgabenpolitik der Regierungen ausgesetzt, wie manch andere auf die öffentliche Hand ausgerichtete Industrie auch. Besonders ist hier der Sicherheitsaspekt, was das technische Know-how angeht. Kein Staat will neue Technologien aus der Hand geben. Dies hat zwei direkte Folgen:

- Die Unternehmen können ihre Produkte nicht beliebig auf ausländische Märkte ausdehnen, weil sie auf Sicherheitsaspekte Rücksicht nehmen müssen.
- Unternehmenszusammenschlüsse sind nicht ohne weiteres möglich, da nationale Interessen nicht jede industriell logische Kombination zulassen.

Durch fehlende Konsolidierungsmöglichkeiten hat sich in der Branche ein Geflecht von zahlreichen produktspezifischen Jointventures gebildet, die den Sektor relativ unübersichtlich werden lassen.

## Mangelnde Mergermöglichkeiten führen zu komplexer Struktur des Rüstungssektors



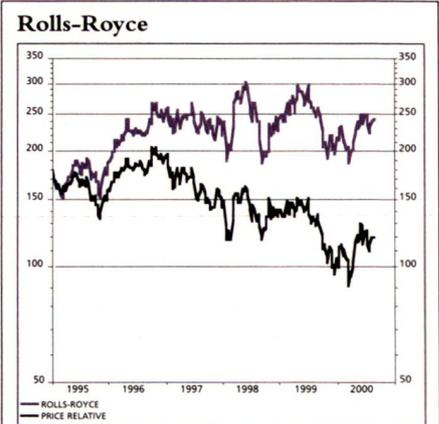
## Rüstungstitel: Kurzfristiges Aufholpotenzial in Europa – längerfristig schwächeres Wachstum

Angesichts dieser komplexen Strukturen sind Titel der Rüstungsindustrie bezüglich Transparenz gegenüber konsolidierten Sektoren vor allem in Europa ins Hintertreffen geraten. In den USA haben die Rüstungstitel dank positiven Neuigkeiten von Budgetseite (Militärbudget 2001: +20 Mrd. US-\$ auf 288 Mrd. US-\$) und dank der Wahl eines republikanischen und damit traditionell «rüstungsfreundlicheren» Präsidenten ihren Rückstand bereits weitgehend aufgeholt. In Europa stehen die Chancen dagegen weniger gut. Kurzfristig ist jedoch noch einiges an Aufholpotenzial vorhanden. Dafür sprechen tiefe Bewertungen im Sektor und eine relativ hohe Sichtbarkeit der Erträge. Diese beiden Charakterzüge der Rüstungstitel sind in einem konjunkturellen Abschwung und bei hohen Volatilitäten an den Finanzmärkten nicht zu unterschätzen.

## Investment-Konklusion

Insgesamt ist vor allem die amerikanische Rüstungsindustrie positiv zu sehen, da sie angesichts der tiefen Bewertungen und erhöhter Verteidigungsausgaben in den USA attraktiv erscheint. In Europa wären vor allem Titel mit Tech-Appeal (Elektronik) interessant, da in diesem Bereich mit Wachstum zu rechnen ist.

## Top-picks



- Technologieführer im Bau von Flugzeugmotoren
- Grösste Produktpalette in der Industrie und damit einziger Lieferant der neuen B777- und A340-Triebwerke
- Grosse Restrukturierungen zur Kostenreduktion über Outsourcing im Gange
- Verbesserung des Produktmix mit einem steigenden Anteil am Ersatzteilgeschäft
- Gegenwärtig noch Skepsis am Finanzmarkt, ob die prognostizierten 10% EPS-Wachstum tatsächlich erreicht werden können

# INFORMS International: Asymmetrischer Krieg – Ratlosigkeit der Experten

Die diesjährige internationale Tagung von INFORMS (Institute for Operations Research and the Management Sciences) auf Maui, USA, vom 17. bis 20. Juni war u. a. auch verschiedenen Themen des Military Operations Research gewidmet, wie:

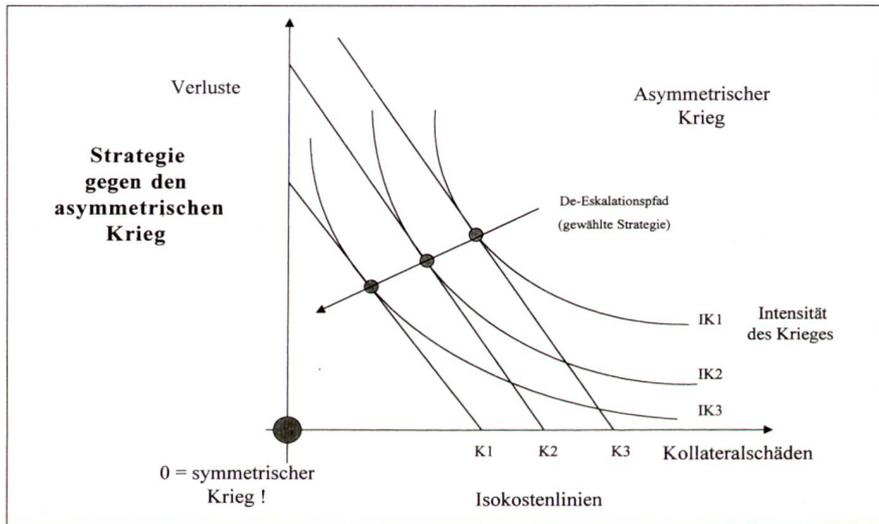
- the Strategy of Asymmetric Warfare
- Quality Impact on Mission Effectiveness
- Models to Capture Nonlinearity, Intangibles and Co-Evolution

Intensiv befassen sich in den USA die Army und das Marine Corps mit dem asymmetrischen Krieg. Das Ziel der verschiedenen Analysen ist die Formulierung einer Strategie gegenüber dieser Art der

Kriegführung. Der asymmetrische Krieg, in dem eine militärisch unterlegene Macht gegen die Führung und Streitkräfte einer Grossmacht sämtliche Mittel der indirekten Strategie einsetzt, um diese zu verunsichern oder gar zu lähmen, weist gegenüber dem klassischen Krieg keine Gravitationszentren auf. Demzufolge kann dieser Krieg auch nicht als System erfasst werden. Bei der Vielzahl der Ziele muss eine Grossmacht bei der Bekämpfung des Gegners entweder durch den Einsatz massiver Mittel wie die Bomber B-52 Kollateralschäden oder durch Infanterieeinsätze den Verlust eigener Soldaten in Kauf nehmen. Da der asymmetrische Krieg in seinem Wesen ein Abnutzungskrieg ist, kann die «No-Loss»-Strate-

gie nicht durchgesetzt werden. Demzufolge bleibt einer Grossmacht nur die Wahl zwischen zwei Übeln: durch massive Bombardierungen Kollateralschäden zu bewirken oder eigene Soldaten zu verlieren. Die NATO-Operation Allied Force stellt den Versuch dar, eigene Verluste und gleichzeitig Kollateralschäden zu vermeiden. Genaue Analysen des Krieges lassen aber erkennen, dass die gewählte Strategie zu Kollateralschäden führte.

Die beschriebene Entscheidungsfindung einer Grossmacht in einem asymmetrischen Krieg kann als Hyperbel (Abbildung) dargestellt werden. Der asymmetrische Krieg wird als das Produkt der eigenen Verluste und der Kollateralschäden beim Gegner dargestellt. Auf einer bestimmten Ebene des Krieges bleibt nur die Substituierung zwischen den eigenen Verlusten und den Kollateralschäden. Die einzige Möglichkeit, die der Grossmacht offen bleibt, ist durch das Hinunterfahren der Intensität des Krieges (De-Eskalation) den asymmetrischen Krieg einem symmetrischen Krieg anzunähern und damit die No-Loss-Strategie mit so geringen Kollateralschäden als möglich zu verwirklichen. Dieser De-Eskalationspfad wird durch das Senken der eigenen und der gegnerischen Kosten erreicht. Mit Hilfe einer niedrigeren Kostenfunktion (Isokostenlinien) gilt es, ein neues Optimum zu erreichen. Eine wirkliche No-Loss-Strategie – dies würde der Nullpunkt sein – dürfte nie erreicht werden. Die zuletzt erreichte Strategie wird nur suboptimal sein. Allein mit dem Einsatz von High-Tech kann der asymmetrische Krieg nicht gewonnen werden. Die Grossmacht muss wie Odysseus zwischen Skylla und Charybdis wählen und zwischen den eigenen Verlusten und den Kollateralschäden substituieren. A. A. Stahel



## Thomson CSF



- Hoher Anteil an Elektronik im Rüstungsgeschäft sichert Wachstum in den nächsten Jahren
- Starke Marktposition als führender Anbieter in Europa
- Hoher Auftragsbestand (EUR 15 Mrd.) und 10% organisches Wachstum 2000–03
- Steigende Exporte ins Ausland und höheres franz. Verteidigungsbudget verbessern die Aussichten für den Titel
- Das neue Management hat ein Restrukturierungsprogramm lanciert, um die Profitabilität zu erhöhen

## Northrop-Grumman



- Nach Abschluss des B2-Programms vorübergehender Umsatz- und Gewinnrückgang Ende 2000, Know-how aus dem Projekt sollte sich aber ab 2001 positiv in Marktanteilen niederschlagen
- Ab 2001 Wachstumstitel infolge Fokus auf Hightech und Informationstechnologie
- Günstige Bewertung mit 10% Discount (auf EV/EBITDA-Basis) gegenüber Sektor



**Christian Gattiker-Ericsson, lic. rer. pol., Aktienanalyst bei der CREDIT SUISSE PRIVATE BANKING, Postfach 500, 8070 Zürich.**