

Valuation Briefing November 2025

Schwunglose Konjunktur und geopolitische Risiken, begleitet von Rekord-Börsenbewertungen: Verkehrte Welt?

Bewertung in unruhigen Zeiten

Die guten Nachrichten zuerst: Internationale Aktienindizes erreichen derzeit laufend neue Rekordstände und selbst der ATX verfehlte jüngst nur um Haaresbreite sein Allzeithoch aus 2007. In der Eurozone überschreitet der Einkaufsmanagerindex der Industrieproduktion im August nach mehr als drei Jahren erstmals wieder (leicht) die 50-Punkte-Marke: Eine Grenze, die allgemein als Expansionsschwelle gilt.

Während sich das österreichische Pendant dieses Stimmungsbarmeters weiterhin im rezessiven Terrain befindet, erleben wir auch in der Eurozone bisher nur einen verhaltenen konjunkturellen Aufschwung. Zu schwer wiegen strukturelle Belastungen, geopolitische Wirren und nicht zuletzt die deutlich angehobenen Zölle durch den engsten Handelspartner der EU: den USA. Hinzu kommt, dass die Staatsverschuldung stärker in den Mittelpunkt rückt und – im Unterschied zu vergangenen Krisen – diesmal der Spielraum für größere fiskalpolitische Impulse fehlt, zumal auch die Niedrigzinsphase der Vergangenheit angehört. Positive konjunkturelle Impulse werden unterdessen von der gelockerten Schuldenbremse in Deutschland erwartet.

Die Einordnung und Berücksichtigung dieser teils widersprüchlichen und sich dynamisch entwickelnden wirtschaftlichen Großwetterlage stellt im Rahmen der diesjährigen Bewertungsarbeiten zweifellos eine besondere Herausforderung dar.

Ihr Deloitte-Bewertungsteam freut sich darauf, Sie bei diesen anspruchsvollen Bewertungsaufgaben zu unterstützen.



Bernhard Hudernik
Partner | Valuation Services



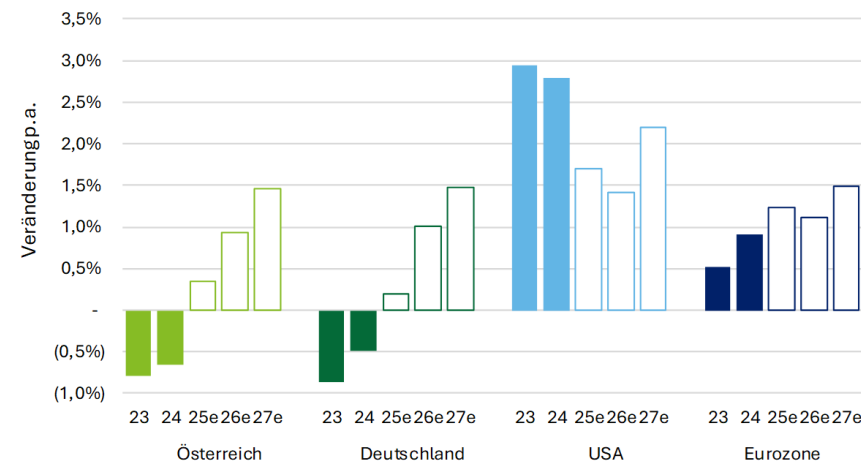
Christian Hickel
Partner | Valuation Services



Andreas Stieglbauer
Director | Valuation Services

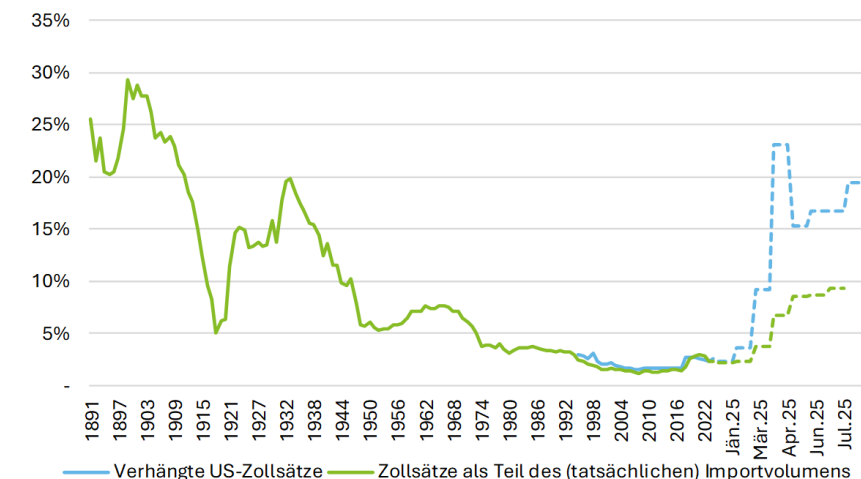
Die Konjunkturerholung in Europa verläuft bisweilen schleppend und wird durch die US-Zölle zusätzlich belastet. Vorlaufindikatoren weisen zunehmend auf eine Stimmungsaufhellung hin.

BIP-Entwicklung (real)



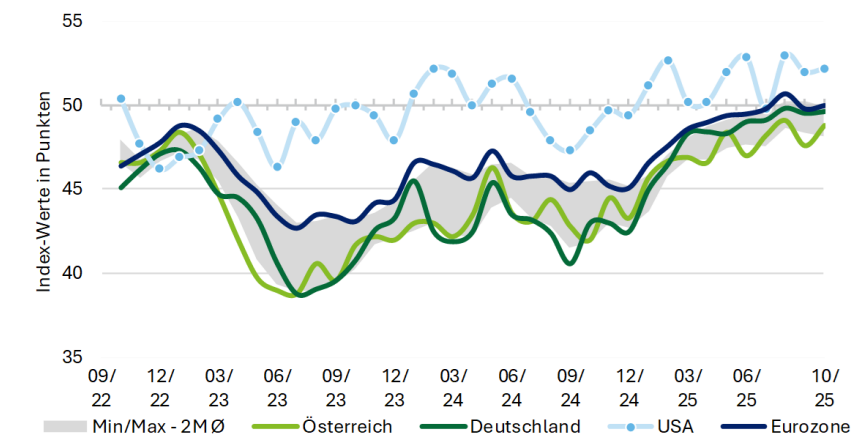
Quelle: Economist Intelligence Unit

Entwicklung US-Zolltarife



Quelle: OECD (2025), OECD Economic Outlook, Interim Report September 2025: Finding the Right Balance in Uncertain Times

Einkaufsmanagerindex Manufacturing



Quelle: Refinitiv

Nach zwei Jahren Rezession, wird 2025 für Deutschland und Österreich ein positives BIP-Wachstum erwartet. Der anhaltend inflationsbedingte Kostendruck bremst die Erholung. Hinzu kommen seit dem Frühjahr 2025 Belastungen durch die Zollpolitik der USA.

AT
0,3% (2025)

US
1,7% (2025)

DE
0,2% (2025)

Eurozone
1,2% (2025)

Seit 20. Jänner 2025 ist US-Präsident Donald Trump (wieder) im Amt und binnen weniger Tage wurden erste Zölle gegenüber teils engen Handelspartnern und Nachbarstaaten angekündigt und verhängt. Oft kurzfristige Änderungen dieser Zölle erhöhen die Verunsicherung zusätzlich.

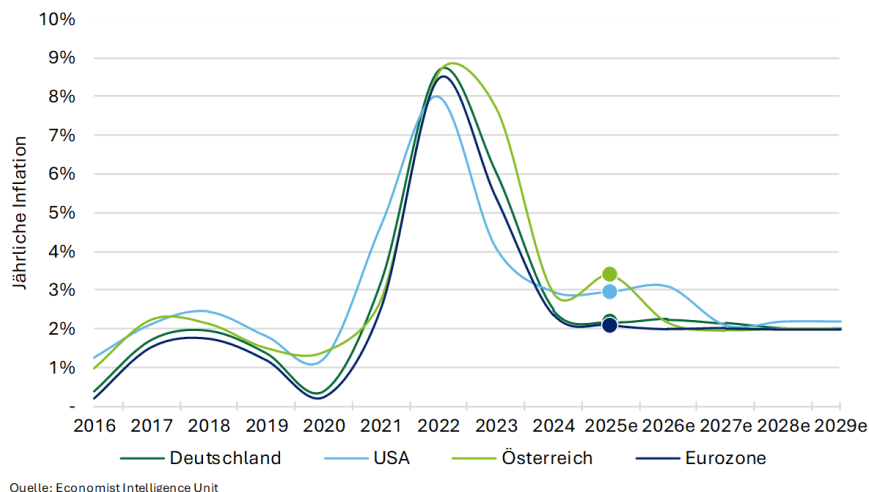
Für die meisten Importe aus der EU bringt die USA aktuell einen 15%igen Zollsatz zur Anwendung (Stahl & Aluminium: 50%)

Der Einkaufsmanager-Index (PMI) misst die wirtschaftliche Aktivität in zahlreichen Ländern und gilt als wichtiger Frühindikator. Er wird monatlich mittels Befragung von 5.000 Industrie- und Dienstleistungsunternehmen erhoben.

Im August lag der PMI für die Industrieproduktion in der Eurozone erstmals seit mehr als drei Jahren wieder über der Expansionsschwelle von 50 Punkten. In Deutschland und Österreich wird auf eine solche Stimmungsaufhellung bisweilen noch gewartet. Überraschend positive Signale kamen jüngst vom PMI des Dienstleistungsbereichs in Deutschland.

Die Inflationsrate der Eurozone konnte stabilisiert werden, auch wenn einzelne Länder ausscheren. Börsenindizes erzielten zuletzt weltweit neue Höchststände und führten zu insgesamt erhöhten Multiplikatoren.

Inflationsentwicklung



Die Inflationsrate in der Eurozone befindet sich im Wesentlichen seit Ende 2024 auf Höhe des EZB-Inflationsziels. Im Unterschied dazu, lag die unterjährige Inflation in Österreich im August noch bei 4,1%. In den USA sorgt unterdessen die zunehmende Weitergabe der Zölle an Konsumenten für eine beharrliche Inflation bei rd. 3%.

AT

~3,4% (25e)

~2,2% (26e)

US

~3,0% (25e)

~3,1% (26e)

DE

~2,2% (25e)

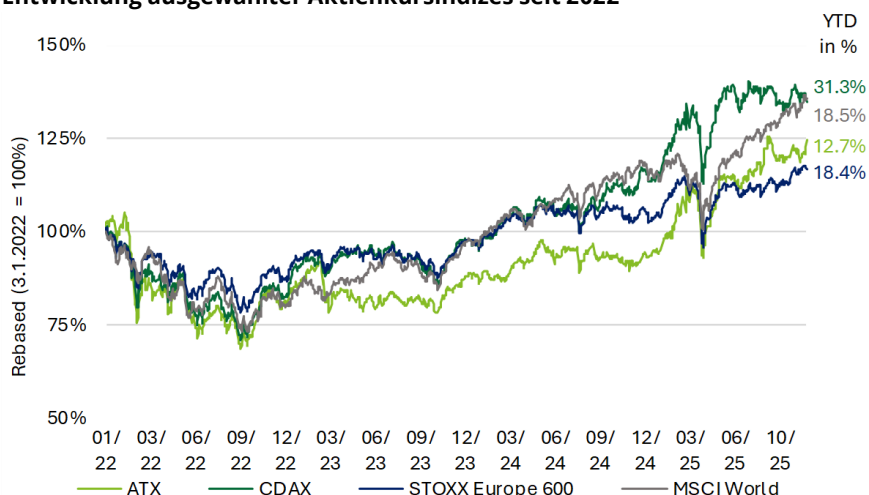
~2,2% (26e)

Eurozone

~2,1% (25e)

~2,0% (26e)

Entwicklung ausgewählter Aktienkursindizes seit 2022



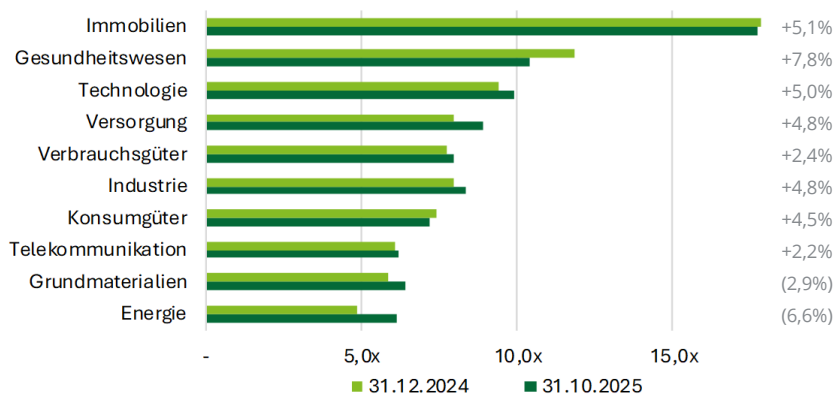
Aktienindizes markierten in 2025 bereits mehrfach Allzeit-Rekordstände. Der ytd-Kursanstieg des S&P 500 ist dabei zum überwiegenden Teil (>50%) auf die sog. „Magnificent 7“ zurückzuführen.

Das global positive Marktsentiment wurde zuletzt insbesondere von erwarteten US-Leitzinssenkungen, aber auch einer soliden Ertragssituation geprägt. So erwarten Analysten für 19 DAX-Unternehmen – dank internationalen Footprints – für das Jahr 2025 Konzerngewinne in Rekordhöhe.

Europäische Trading EV/EBITDA-Forward-Multiples seit 01/2025*



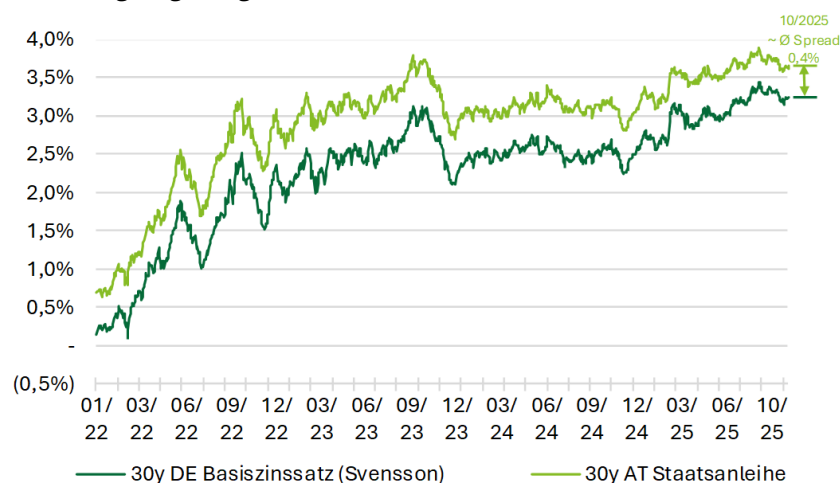
**



Auf Basis des EV/EBITDA-Multiples ist in den ersten 10 Monaten 2025 ein teils deutlicher Anstieg der Multiplikatoren zu verzeichnen (Ausnahme: Immobilien, Gesundheitswesen und Konsumgüter). Darin spiegelt sich primär die – im Vergleich zur EBITDA-Erwartung des Folgejahres – überproportional gestiegene Marktkapitalisierung wider.

Bewegung im Diskontierungszinssatz: Der Basiszinssatz stieg zuletzt auf das höchste Niveau seit Sommer 2011. Gleichzeitig sind die impliziten Marktrenditen sowie die ratingbasierten Credit-Spreads im Rückgang begriffen.

Entwicklung langfristiger Staatsanleihen (DE vs. AT)



Quelle: Deutsche Bundesbank, Refinitiv

Der für Bewertungen wichtige Basiszinssatz auf Basis der deutschen Zinsstrukturkurve (30y) lag seit Ende 2024 bei rd. 2,5%, ehe die Lockerung der Schuldenbremse im März 2025 sowie die absehbaren weiteren Finanzierungsbedarfe zahlreicher Staaten zu deutlichen Anstiegen führte. Im September 2025 erreichte der Basiszinssatz das höchste Niveau seit Sommer 2011.

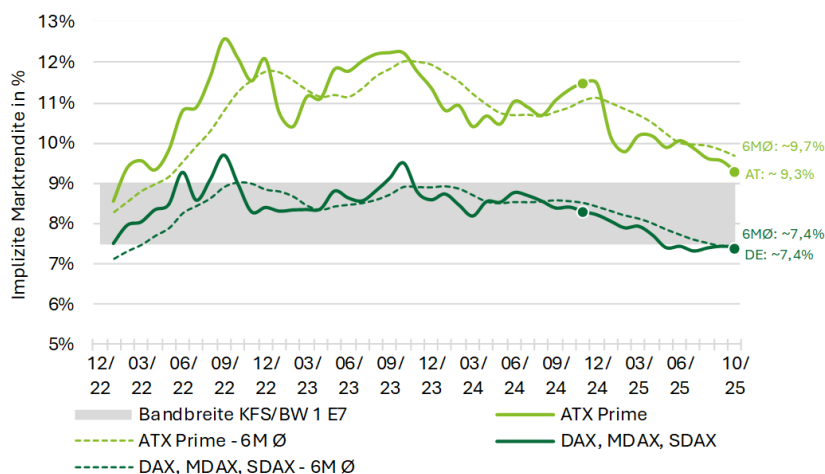
AT

2,86% (12/23)
3,09% (12/24)
3,65% (10/25)

DE

2,22% (12/23)
2,59% (12/24)
3,25% (10/25)

Entwicklung der impliziten Marktrendite unterschiedlicher Indizes

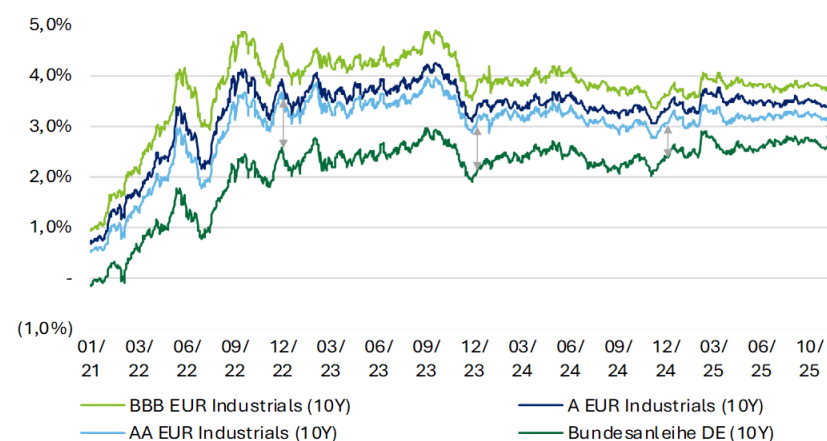


Quelle: S&P Global Market Intelligence LLC, Deloitte

Die Marktrisikoprämie ist aus den impliziten Marktrenditen abzuleiten, wobei sich der österreichische Aktienmarkt aufgrund der Größe und der Branchenstruktur nicht eignet.

Eine Analyse des deutschen Aktienmarktes weist auf einen kontinuierlichen Rückgang der Marktrendite seit Jahresbeginn hin.

Entwicklung Industrial Bond Yields seit 2022



Quelle: Refinitiv

Vor allem durch den Anstieg der zehnjährigen Benchmark-Yield sind auch in 2025 (ytd) rückläufige Credit Spreads zu beobachten. Damit findet ein Ende 2022 begonnener Trend seine Fortsetzung.

DE (10y)

2,03% (12/23)
2,36% (12/24)
2,64% (10/25)

AA

2,97% (12/23)
3,04% (12/24)
3,15% (10/25)

A

3,20% (12/23)
3,32% (12/24)
3,40% (10/25)

BBB

3,65% (12/23)
3,59% (12/24)
3,76% (10/25)



Deloitte bezieht sich auf Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), dessen globales Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und deren verbundene Unternehmen innerhalb der „Deloitte Organisation“. DTTL („Deloitte Global“), jedes ihrer Mitgliedsunternehmen und die mit ihnen verbundenen Unternehmen sind rechtlich selbstständige, unabhängige Unternehmen, die sich gegenüber Dritten nicht gegenseitig verpflichten oder binden können. DTTL, jedes DTTL Mitgliedsunternehmen und die mit ihnen verbundenen Unternehmen haften nur für ihre eigenen Handlungen und Unterlassungen. DTTL erbringt keine Dienstleistungen für Kundinnen und Kunden. Weitere Informationen finden Sie unter www.deloitte.com/about.

Deloitte Legal bezieht sich auf die ständige Kooperation mit Jank Weiler Operenyi, der österreichischen Rechtsanwaltskanzlei im internationalen Deloitte Legal-Netzwerk.

Deloitte ist ein global führender Anbieter von Dienstleistungen aus den Bereichen Audit & Assurance, Tax, Strategy, Risk & Transactions und Technology & Transformation. Mit einem weltweiten Netzwerk von Mitgliedsunternehmen und den mit ihnen verbundenen Unternehmen innerhalb der „Deloitte Organisation“ in mehr als 150 Ländern und Regionen betreuen wir vier von fünf Fortune Global 500® Unternehmen. „Making an impact that matters“ – ca. 470.000 Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter von Deloitte teilen dieses gemeinsame Verständnis für den Beitrag, den wir als Unternehmen stetig für unsere Klientinnen und Klienten, Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter sowie die Gesellschaft erbringen. Mehr Information finden Sie unter www.deloitte.com.

Diese Kommunikation enthält lediglich allgemeine Informationen, die eine Beratung im Einzelfall nicht ersetzen können. Deloitte Touche Tohmatsu Limited („DTTL“), dessen globales Netzwerk an Mitgliedsunternehmen oder mit ihnen verbundene Unternehmen innerhalb der „Deloitte Organisation“ bieten im Rahmen dieser Kommunikation keine professionelle Beratung oder Services an. Bevor Sie die vorliegenden Informationen als Basis für eine Entscheidung oder Aktion nutzen, die Auswirkungen auf Ihre Finanzen oder Geschäftstätigkeit haben könnte, sollten Sie qualifizierte, professionelle Beratung in Anspruch nehmen.

DTTL, seine Mitgliedsunternehmen, mit ihnen verbundene Unternehmen, ihre Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter sowie ihre Vertreterinnen und Vertreter übernehmen keinerlei Haftung, Gewährleistung oder Verpflichtungen (weder ausdrücklich noch stillschweigend) für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der in dieser Kommunikation enthaltenen Informationen. Sie sind weder haftbar noch verantwortlich für Verluste oder Schäden, die direkt oder indirekt in Verbindung mit Personen stehen, die sich auf diese Kommunikation verlassen haben. DTTL, jedes seiner Mitgliedsunternehmen und mit ihnen verbundene Unternehmen sind rechtlich selbstständige, unabhängige Unternehmen.