

Europese banken moeten het over een andere boeg gooien

Deutsche Bank koers € 30,0

Credit Suisse Koers € 25,05

Conclusie:

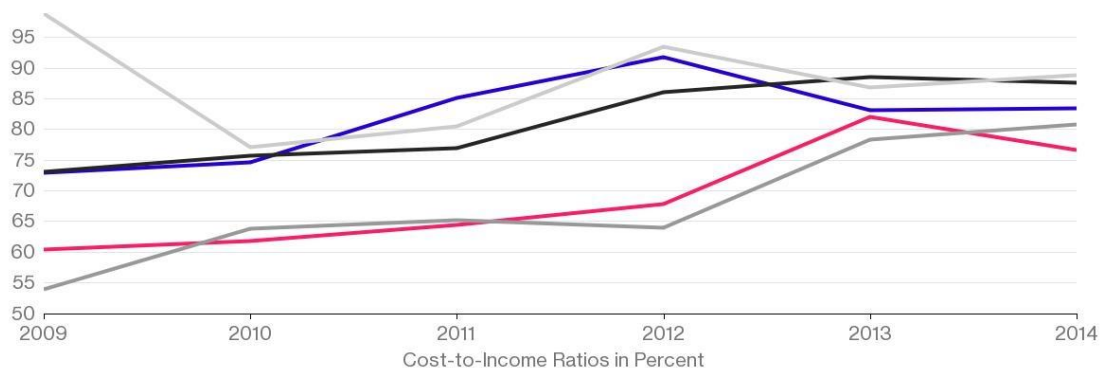
- Europese beleggingsbanken hebben moeite om aan de kapitaalseisen van de ECB te voldoen
- Banken als Deutsche Bank en Credit Suisse zijn gedwongen een investment banking activiteiten (deels) af te bouwen
- Genoemde banken zijn alleen geschikt voor de offensieve portefeuille
- Deutsche Bank kopen tot € 34; Verkopen vanaf € 38
- Credit Suisse Kopen tot € 28; Verkopen vanaf € 30,50

Het onverantwoord gedrag van banken heeft de wereld in de ernstigste crisis gestort sinds de jaren dertig van de vorige eeuw. In de jaren na de crisis is er veel voor banken veranderd. Om de haverklap moeten ze zich tegenwoordig voor de rechtbank verantwoorden voor hun wangedrag in het recente verleden. Al die rechtszaken hebben banken tientallen miljarden euro's aan boetes gekost.

European Banks Struggle to Rein in Costs Since Financial Crisis

Like its European rivals, Credit Suisse hasn't been able to bring its costs as a share of income back to 2010 levels as fines and regulatory expenses mount.

■ Credit Suisse ■ BNP ■ Deutsche Bank ■ UBS ■ Barclays



Source: Company data compiled by Bloomberg Intelligence

Note: UBS 2009 data reflects losses incurred in fixed income, currencies and commodities trading unit

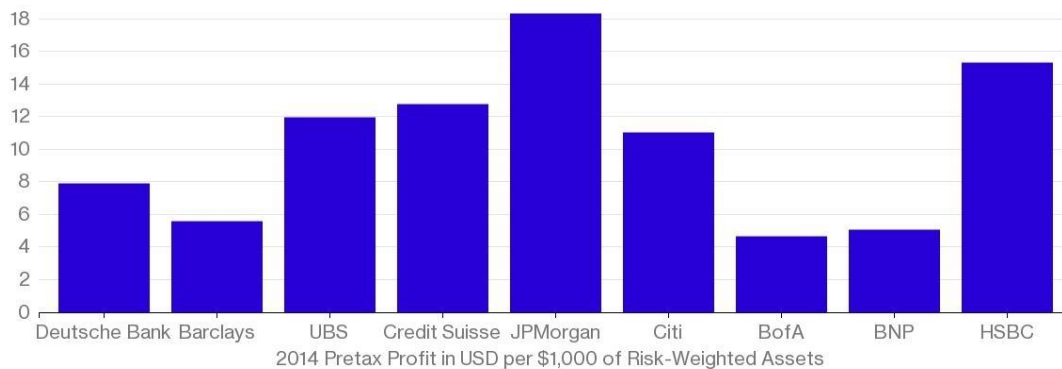
Bloomberg

Deutsche Bank

De banken zijn echter nog meer getroffen door de aangescherpte regelgeving en toezicht. Dat heeft als gevolg, dat banken de afgelopen jaren druk bezig zijn geweest met het verzetten van de bakens en hun bedrijf opnieuw hebben moeten inrichten of daar nog mee bezig zijn. Dat geldt ook voor de Deutsche Bank. De afgelopen jaren heeft de tweekoppige leiding van de bank, Anshu Jain en Jürgen Fitschen, alles in het werk gesteld om het

Deutsche Bank Risks More to Earn Less

Germany's biggest bank generates less profit with its risk-weighted assets than five of its eight biggest U.S. and European competitors



Source: Company filings, Bloomberg calculations

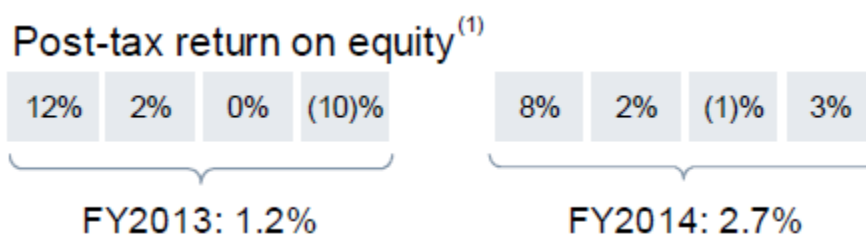
Bloomberg

traditionele bedrijf van de bank, *investment banking* en *consumer lending*, in stand te houden. De leiding is echter tot de conclusie gekomen, dat zulks niet meer mogelijk is. Deze aanpak is onhoudbaar geworden, mede omdat de kapitaalsvereisten sterk gestegen zijn. Volgens ingewijden zal Deutsche Bank komende jaren tenminste € 2 miljard aan kosten moeten wegsnijden en een deel van zijn effectenactiviteiten moeten afbouwen om haar winstgevendheid naar concurrerend niveau te brengen.



Hoe de nieuwe strategie er gaat uit zien, is nog onbekend. De leiding van de bank heeft echter toegezegd die nieuwe strategie op korte termijn te presenteren. Dan zal ok duidelijk worden welke stappen de bank zal zetten om de kosten te verlagen. In het geruchtencircuit doen twee opties de ronde. Deutsche zou mogelijk het onderdeel Postbank van de hand kunnen doen. Het gaat dan om de tak die zich met *consumer lending* bezig houdt. Een tweede optie zou kunnen zijn om onderdelen van de retail banking divisie of investment banking divisie af te stoten. Daarbij zouden de gedachten uitgaan naar het afstoten van de fixed income business. Dat zou een regelrechte breuk met het recente verleden zijn. Deutsche Bank was in fixed income een van de vijf leidende partijen in de wereld. Strengere regelgeving maakt de fixed income business tot een kostbare zaak. Daar komt nog bij, dat het verruimend beleid van veel centrale bankiers de opbrengst van de handel in obligaties stevig onder druk zet.

Door te snijden in de activiteiten van de bank moet in 2017 een RoE, return on equity/ rentabiliteit van het eigen vermogen, behaald worden van 12%. In 2014 bedroeg de RoE een zeer bescheiden 2,7%, ver onder de doelstelling van tenminste 10%.



In afwachting van de nieuwe strategie is de koers van het aandeel behoorlijk opgelopen. Beleggers verwachten blijkbaars verregaande aanpassingen die voor een herstel van de winstgevendheid moeten zorgen. Maar die beleggers gaan wel voorbij aan enkele fundamentele problemen waard de bank mee kampt. Er lopen nog steeds juridische procedures die de bank opnieuw miljarden kunnen gaan kosten. Daarnaast lijken de kapitaalseisen no verder omhoog te moeten en kampen enkele belangrijke onderdelen van de bank met de negatieve gevolgen van de zeer lage rente. Het is daarom beter om het aandeel links te laten liggen totdat meer duidelijk is over de toekomst van de bank en over de nieuwe inrichting ervan. Wie het aandeel al in zijn portefeuille heeft, kan het daar houden. Er is geen reden om te verkopen. Het aandeel is wel geschikt voor beleggers, die denken dat het met de herstructureringen wel goed gaat komen en die daar een voorschot op willen nemen!

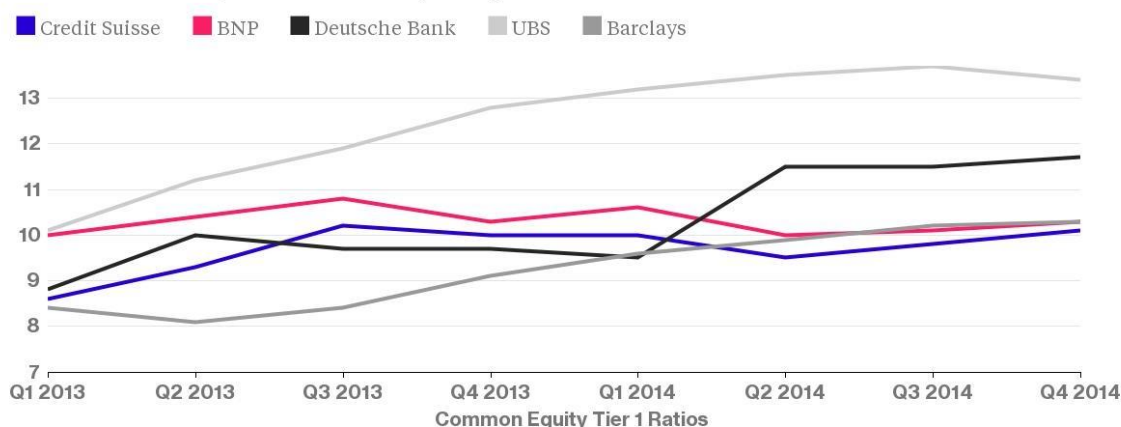
Deutsche Bank	2013A	2014E	2015E	2016E
Net Interest income	14,833	14,272	14,527	14,963
% groei		-3,8%	1,8%	3,0%
Operating Income	31,519	31,707	32,597	34,007
% groei		0,6%	2,8%	4,3%
Operating expenses	27,455	27,167	26,57	23,519
% groei		-1,0%	-2,2%	-11,5%
Pre-provision earnings	4,064	4,54	6,027	10,488
% groei		11,7%	32,8%	74,0%
Loan loss provisions	2,064	1,134	1,48	1,5
% groei		-45,1%	30,5%	1,4%
Pre-tax income	1,456	3,113	4,497	8,988
% groei		113,8%	44,5%	99,9%
Net income	0,665	1,66	2,863	5,772
% groei		149,6%	72,5%	101,6%
WpA	0,59	1,18	1,87	4,16
% groei		100,0%	58,5%	122,5%
DpA	0,75	0,75	0,75	1,25
% groei		0,0%	0,0%	66,7%
Rendement %	2,6	2,6	2,6	4,4
Tier 1 capital	45,926	50,695	53,335	58,072
Core tier 1 capital	34000	46,076	48,716	53,453
Loan/deposito ratio %	71,4	72	71,9	71,9
K/W	48,8	25,1	16,0	7,2
Core tier 1 capital %	16,4	15,8	10,1	9,6

Credit Suisse

Waar Deutsche Bank nog aan het begin van een periode van ingrijpende herstructureringen staat, is het Zwitserse Credit Suisse hiermee al druk doende. De problemen waarmee deze bank kampt zijn groot. Ze komen bovendien deels van buitenaf. Nog meer dan Deutsche Bank zien de Zwitsers zich geconfronteerd met de wandaden uit het verleden. De bankiers hebben nog in dit jaar opnieuw SFr 277 miljoen gereserveerd voor proceskosten. De bank heeft de verwachting uitgesproken dat ze nog zeker SFr 1,8 miljard aan boetes betaald moeten worden in 2015. Al deze externe problemen beginnen te knagen aan de kredietwaardigheid van de bank. Het eigen vermogen gaat in dit jaar dalen tot om en nabij 10%. Dat komt op een moment dat de Zwitserse overheid de eisen juist omhoog schroeft. De zogeheten Tier 1 ratio moet naar 13%. Onderstaande grafiek laat zien dat Credit Suisse daar nog ver van verwijderd is. Concurrent UBS voldoet wel nagenoeg aan de nieuwe Zwitserse eisen. De

Credit Suisse Lags Peers on Capital

Credit Suisse didn't cut assets as much as some rivals, leaving Switzerland's second-largest lender with the lowest capital ratio of Europe's top five investment banks.



Source: Company data compiled by Bloomberg Intelligence

Note: CET1 ratios are a key measure of financial strength which show capital as a share of risk-weighted assets



verminderde buffers van de bank zal consequenties hebben voor het dividendbeleid. Evenals in 2014 zal de bank aandeelhouders waarschijnlijk de mogelijkheid van een stockdividend aanbieden, dividend in aandelen. De bank zal verder meer haast moeten maken met het afstoten van minder rendabele onderdelen van de bank.

Het ziet er naar uit dat de aandacht van de bank daarbij vooral zal uitgaan naar het kortwieken van de investment bank divisie. Ook bij Credit Suisse is de overtuiging gegroeid, dat door strengere regelgeving de gouden dagen van investment banking voorbij zijn. Door de nieuwe regelgeving is meer kapitaal vereist en dat tast de winstgevendheid aan en verkleint de slagkracht van de bank bij andere onderdelen. Credit Suisse was altijd een belangrijke partij in de markt voor *high yield debt*.

Dat de bank hier serieus over nadenkt blijkt uit het terugtreden van ceo Brady Dougan, een trader van huis uit. Hij wordt opgevolgd door Tidjane Thiam, een man die zijn sporen verdiend heeft als ceo van de verzekeraar Prudential. Naar alle waarschijnlijkheid zal met het aantreden van Thiam er geruisloze paleisrevolutie gaan plaatsvinden, waarbij het management dat nauw verbonden was met Dougan het verzoek krijgt om plaats te maken voor de vertrouwelingen van de nieuwe man. Die nieuwe bezem moet ervoor zorgen dat de cultuuromslag weg van *investment banking* soepel en snel gaat verlopen.

Onder Thiam zal de nadruk meer komen te liggen op Wealth Management, maar ook hier is werk aan de winkel. Wealth Management zag zijn omzet in 2014 met 2% teruglopen en kan momenteel concurrent UBS maar moeilijk bijbenen. Volgens ingewijden is het niet uit te sluiten dat Thiam daarom enkele acquisities zal doen. Daarbij valt herhaaldelijk de naam van het Britse Coutts International, dat nu nog onderdeel is van Royal Bank of Scotland. Een andere naam die regelmatig valt is die van het Zwitserse Julius Baer.

Wat voor Deutsche Bank geldt gaat ook op voor Credit Suisse, zij het dat Credit Suisse verder is. Gelet op de recente koerssprong hebben beleggers alle vertrouwen in de capaciteiten van Thiam. Dat wil echter niet zeggen dat succes verzekerd is. Bovendien kost het nog wel enkele jaren voordat alle noodzakelijke aanpassingen gedaan zijn. Voor Credit Suisse geldt ook: alleen opnemen in de offensieve portefeuille. Voor de defensieve en gebalanceerde portefeuilles is het aandeel nog iets te speculatief!

Credit Suisse	2013A	2014E	2015E	2016E
Net Interest income	8,115	9,055	8,812	9,457
% groei				
Operating Income	25,217	25,815	25,123	26,961
% groei				
Operating expenses	21,593	22,143	20,064	19,712
% groei				
Pre-provision earnings	3,624	3,672	5,059	7,249
% groei				
Loan loss provisions	167	186	270	320
% groei				
Pre-tax income	3,457	3,486	4,789	6,929
% groei				
Net income	2,326	2,114	3,474	5,047
% groei				
WpA	1,26	1,17	2,06	2,85
% groei				
DpA	0,7	0,7	1,2	1,43
% groei				
Rendement %	3,1	3,1	5,4	6,4
Tier 1 capital (CHF bn)	30	40	40	42
Core tier 1 capital (CHF bn)	26	29	29	32
Loan/deposito ratio %	74,2	73,9	73,9	73,9
Core tier 1 capital %	10	10,2	11,3	12
K/W	17,7	19,1	12,2	8,8

Het verhaal is al uit den treure verteld. Door ondeugdelijke producten te ontwikkelen en in de markt te zetten heeft het Westers bankwezen de wereld in 2008 in een diepe crisis gedompeld. Die werd in 2009 nog verdiept, toen de bankencrisis in 2009 omsloeg in een landencrisis. Veel Europese landen bleken tot aan hun nek in de schulden te zitten en beleggers begonnen vraagtekens te zetten bij de kredietwaardigheid van verschillende landen.

In Zwitserland, een klein land met een hele grote financiële sector, sloeg beleidmakers in 2008 de schrik om het hart. Het land telt vier banken die *too big to fail* zijn. Het gaat dan om UBS, Credit Suisse, Swiss Raiffeisen en de Zürcher Kantonalbank. Alleen al UBS en Credit Suisse hebben gezamenlijke *assets* die driemaal zo groot zijn als het Bruto Binnenlands Product (BBP). In 2008 dreigde UBS om te vallen en moest de Zwitserse overheid een financiële reddingsoperatie uitvoeren. Om herhaling in de toekomst te voorkomen introduceerde de Zwitsers in 2011 de strengste kapitaaleisen ter wereld. Sindsdien is Zwitserland gepasseerd door landen als de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk. Dat is voor de Zwitsers aanleiding om nieuwe eisen te formuleren, die in 2015 van kracht worden.

UBS koers: SFr 18,20 Kopen tot SFr 21; Verkopen SFr 23

De nieuwe kapitaalseisen en het strengere toezicht is ook voor UBS reden geweest om het bedrijf kritisch tegen het licht te houden en daar waar nodig het snoeimes te hanteren. Evenals bij Credit Suisse en Deutsche Bank kwam vooral de divisie investment banking onder het vergrootglas te liggen. Bij deze divisie is veel eigen vermogen nodig, is de *leverage* hoog en daarmee het risico. Onder de huidige regeldruk neemt de winstgevendheid echter behoorlijk af. Evenals de concurrenten gaat UBS veel meer het accent leggen op Wealth Management, het bedienen van de echt rijke beleggers. Daar waar Credit Suisse en Deutsche Bank nog pas onlangs aan de broodnodige herstructureringen begonnen, is UBS eigenlijk al aan het einde van de herstructureringscyclus.



Dat is ook de reden, dat UBS vooruit loopt op de concurrentie als het gaat om het voldoen aan de nieuwe eisen. Bij UBS kwam het Core Tier 1 uit op 13,4 % en Return on Tangible Equity (RoTE) kwam uit op 8,8%. Daarmee voldoet de bank niet aan de doelstelling. In 2015 moet de RoTE uitkomen boven 10% om in 2016 een niveau te bereiken van 15%. Als dat werkelijkheid wordt betekent dat, dat de nettowinst in de komende jaren bijna gaat verdubbelen. Voor 2015 is een pas op de plaats terecht. De bank zelf suggereert een nettowinst van pakweg SFr 3,1 miljard. Het is echter niet zeker of in dit bedrag eventuele gerechtelijke boetes zijn meegenomen. De bank zelf heeft nog een potje apart gezet ter waarde van SFr 2,9 miljard en denkt dat de boetes in het uiterste geval kunnen oplopen naar SFr 3,5 miljard. In 2016 moeten de juridische kwesties tot het verleden behoren!



Het feit dat UBS zijn financiële buffers op orde heeft en de concurrentie nog maar amper of niet, maakt de bank aantrekkelijk voor beleggers. UBS is in staat de belegger een aantrekkelijk dividend te bieden. In 2015 kwam het dividend uit op SFr 0,50 en dat was een verdubbeling ten opzichte van 2013. Het management heeft al toegezegd dat beleggers de komende jaren op een boven normale verbetering van het dividend mogen rekenen. In 2016 kan dan het rendement uitkomen op 7,5%. Dat kan echter alleen als er zich geen onplezierige verrassingen meer voordoen. Als dat niet het geval blijkt te zijn, dan lijkt het aandeel voor 2016 aantrekkelijk geprijsd. Gecombineerd met een uitstekend dividendrendement maakt dat van UBS een aantrekkelijk aandeel voor alle drie de beleggingsportefeuilles.

Figure 1 Kerncijfers UBS

UBS CHF	2013A	2014A	2015E	2016
Net Interest income	5,786	6,554	7,171	7,564
% groei		13,3%	9,4%	5,5%
Operating Income	27,78	28,072	30,75	32,434
% groei		1,1%	9,5%	5,5%
Operating expenses	24,461	25,433	27,361	23,404
% groei		4,0%	7,6%	-14,5%
Pre-provision earnings	3,219	2,672	3,389	9,03
% groei		-17,0%	26,8%	166,5%
Loan loss provisions	50	78	108	129
% groei		56,0%	38,5%	19,4%
Pre-tax income	3,269	2,595	3,281	8,901
% groei		-20,6%	26,4%	171,3%
Net income	3,169	3,571	2,477	6,858
% groei		12,7%	-30,6%	176,9%
WpA	0,82	0,94	0,83	1,86
% groei		14,6%	-11,7%	124,1%
DpA	0,25	0,5	1	1,21
% groei		100,0%	100,0%	21,0%
Rendement %	1,5	3,1	6,2	7,5
Core tier 1 capital (CHF bn)	28,908	29,089	28,147	31,63
Loan/deposito ratio %	73,4	77	72,5	72,5
Core tier 1 %	12,8	13,4	14,5	16
K/W	19,7	17,2	21,9	9,8

HSBC Koers: \$ 8,05 Kopen offensieve portefeuille \$ 9,50; Verkopen \$10,65

Een bank die bijna zeker weet dat juridische kwesties nog lang niet tot het verleden behoren is HSBC. De bank is onder Stuart Gulliver sinds 2011 druk bezig om het gedeukte imago en nog meer om de gehavende winstgevendheid te herstellen. Die inspanningen lijken tot dusverre weinig zoden aan de dijk te zetten. Nog onlangs bracht het *Consortium of Investigative Journalists* aan het licht dat HSBC betrokken is bij grootschalige belastingontduiking. De persoon van de CEO zelf kwam ook nog in opspraak toen bleek dat hij zijn bonus liet uitbetalen via een Zwitserse bank.

Tegelijkertijd moest Stuart Gulliver bedrijfsresultaten melden die analisten en beleggers niet konden bekoren. De winst voor belastingen over het vierde kwartaal daalde spectaculair met 56% en kwam uit op \$ 1,7 miljard. De markt rekende op \$ 3,7 miljard. Over heel 2014 daalde het inkomen voor belastingen met 17% naar een bedrag van \$ 18,7 miljard. De bank bezorgde analisten en beleggers nog meer teleurstellingen. Stuart Gulliver zag zich naar eigen zeggen door de veranderde voorschriften en het strengere toezicht genoodzaakt om een aantal doestellingen die hij bij zijn aantreden had geformuleerd, los te laten. Return on Equity daalde in 2014 van 9,2% in 2013 naar 7,3% in 2014. Voor de bank is het nu al een hele heisa om in pakweg 2018 een RoE van ongeveer 10% te behalen. De doelstelling van een RoE tussen 12% en 15% heeft de bank (voorgoed) losgelaten. Bij een RoE van 10% behoort een Core Tier 1 (CET1) ratio van minimaal 12%. In 2014 bedroeg die 11,1%. Volgens analisten moet dan de winstgevendheid in diezelfde periode met minimaal 15% stijgen. Dat is een forse doelstelling. Bovendien mogen dan de kosten niet meer stijgen vanaf het niveau



van 2014. Dat is waarschijnlijk pas mogelijk vanaf 2017, omdat komende jaren de kosten stijgen vanwege nieuwe regelgeving en nieuwe efficiencymaatregelen. De oplopende kosten en de noodzaak om het Core Tier 1 te verhogen kunnen een streep zetten door het dividendbeleid van HSBC. De bank streeft naar een *dividend payout ratio* van minstens 70%. Het is de vraag of dit de komende jaren haalbaar is, ook al blijft het management op dit thema hameren.

Een van de opties om de winstgevendheid snel te verbeteren is het afstoten van minder renderende onderdelen. Het management van HSBC heeft al aangegeven, dat vooral in de VS, Brazilië, Mexico en

Turkije gekeken wordt of minder renderende onderdelen afgestoten kunnen worden. Dat de bank in staat en bereid is hard in te grijpen, is genoegzaam bekend. Sinds het aantreden van Stuart Gulliver zijn meer dan 50 000 banen weggesneden en zijn er 77 bedrijfsonderdelen afgestoten. Door hard in te grijpen hoopt het management veel critici de mond te snoeren. Die critici zijn van mening dat HSBC te groot en daarmee misschien wel onbestuurbaar is geworden. Zij pleiten er daarom voor de bank op te splitsen in drie onderdelen: investment banking, commercial banking en retail banking. De bank zelf voelt daar niets voor. Die wenst een *global universal bank* te blijven. De bank wijst er niet ten onrechte op dat bijna 50% van de omzet behaald wordt juist omdat HSBC een global universal bank is.

HSBC staat komende jaren voor een grote opgave. De winstgevendheid moet omhoog, maar tegelijkertijd moeten de kapitaalbuffers ook omhoog en moeten de kosten omlaag. Dat is voornamelijk het gevolg van nieuwe internationale regelgeving. Daarmee is HSBC min of meer een turnaround verhaal. Het recente verleden heeft echter bewezen, dat het management al eerder met succes met dit bijtje heeft gehakt. Een turnaround verhaal is desalniettemin risicovol en daarom is het aandeel HSBC slechts geschikt om te kopen voor de offensieve portefeuille.

Figure 2 Kerncijfers HSBC

HSBC \$	2014A	2015E	2016E	2017E
Net Interest income	35,539	35,834	37,929	41,284
% groei		0,8%	5,8%	8,8%
Operating Income	62,058	62,936	66,065	70,022
% groei		1,4%	5,0%	6,0%
Operating expenses	37894	38,108	39,515	40,745
% groei		-99,9%	3,7%	3,1%
Pre-provision earnings	24,164	24,828	26,55	29,277
% groei		2,7%	6,9%	10,3%
Loan loss provisions	3,851	4,485	5,039	5,709
% groei		16,5%	12,4%	13,3%
Pre-tax income	18,68	20,53	22,863	26,596
% groei		9,9%	11,4%	16,3%
Net income	13,115	14,094	16,177	19,477
% groei		7,5%	14,8%	20,4%
WpA	0,85	0,84	0,87	0,96
% groei		-1,2%	3,6%	10,3%
DpA	0,5	0,51	0,52	0,53
% groei		2,0%	2,0%	1,9%
Rendement %	5,9	6,1	6,2	6,3
Core tier 1 %	11,1	11,1	11,4	11,8
Loan/deposito ratio %	73,1	73	73,8	74,7
RoE (tangible)	10,9	10,6	10,6	11,1
K/W	9,9	9,6	9,3	8,4