

## DEUTSCHE BANK (ISIN DE0005140008 – 27,90 EUR)

### Opbouwen

Vorige : 24/11/2014



Koersdoel **31,67 EUR**  
Potentieel **12,56%**  
Risico **Gematigd**

### Kerngegevens

Sector	Banks
Symbool   ISIN	DBK   DE0005140008
Markt	Xetra
Hoog   Laag 52w	38,15 EUR   22,66 EUR
Kapitalisatie	36.261 Mio EUR
Free Float	50%
Dagelijks Volume	164 Mio EUR
Analisten	44
Koers/Winst	10,23
Koers/Boekwaarde	0,53
Bêta (vs CAC40)	1,21

### De zakenbankactiviteiten\* blijven in goede doen !

#### Zakenbankactiviteiten

Op het vlak van de bancaire sector hebben we uit onze vorige analyses geleerd dat de koersevolutie van deze sector (en met name deze van de retailbanken) sterk gecorreleerd is met de evolutie van de economische groeidyndemiek. Ook de investeringsbanken (zoals Deutsche Bank, UBS, JP Morgan, Goldman Sachs, Citi Group, enz.) zien dat hun inkomsten sterk gelinkt zijn aan de economische cyclus : want economische groei leidt tot een hogere vraag naar kapitaal. Toch willen we eraan herinneren dat op basis van hun zakenmodel (zakenbankieren : de plaatsing van obligaties, beursintroducties, fusies & overnames en effectiseringen, enz.) hun activiteiten risicovoller zijn waardoor, alle andere dingen gelijk, de winsten veel volatieler zijn dat de sectorgenoten die zich op retailbankieren richten.

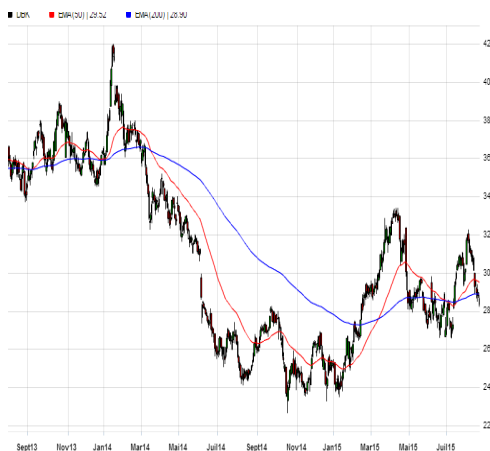
#### Twee elementen in onze analyse

Zonder terug te komen op de juridische perikelen van Deutsche Bank (waaraan ook heel wat andere banken leden sinds de financiële crisis) die voor een groot stuk de korting van het aandeel verklaren, is het doel van de fundamentele analyse van vandaag om ons te concentreren op twee elementen : 1 / Het nieuwe Strategische Plan ; 2 / De zakenbankactiviteiten (CIB).

### Profiel

Deutsche Bank behoort tot de grootste Duitse bankgroepen. De omzet per activiteit is als volgt : zakenbankieren en financiële markten (54%); retailbankieren, private banking en vermogensbeheer (46%). De geografische spreiding van de omzet is als volgt : Duitsland (34%), Europa-Midden-Oosten-Afrika (29%), Amerika (25%) en Azië-Pacific (12%).

[www.db.com](http://www.db.com)



#### 1/ Het nieuwe Strategische Plan :

Eind 2012 presenteerde de Duitse groep ambitieuze financiële doelstellingen voor een periode van drie jaar, nl. tot 2015. De juridische problemen en de trager-dan-verwachte activiteitsontwikkeling in bepaalde markten zullen de groep niet toelaten om haar doelstellingen aan het einde van dit jaar te bereiken. Het is dan ook niet verwonderlijk dat een nieuw Strategisch Plan werd geboren met als horizon 2020. Eén van de belangrijkste punten die we uit het plan onthouden, is de verkoop (of beursgang) van de Duitse retailbankactiviteiten (Postbank). Met een zeer klein marktaandeel en een hogere kostenstructuur dan het sectorgemiddelde is de afstoting van deze activiteit een goed signaal. Want het zal toelaten dat Deutsche Bank zich volop kan concentreren op haar kernactiviteiten, met name de zakenbankactiviteiten.

Bovendien, en nog steeds in lijn met het nieuwe Strategisch Plan, wijzen we erop dat afgelopen juni de twee co-CEO's (Jain en Fitschen) hun ontslag aankondigden wat de plaats vrijmaakte voor één enkele CEO, de heer Cryan (tussen 2008/2010 voormalig CFO van de investeringsbank UBS : een periode waarin een reddingsplan werd uitgetekend voor de redding van de Zwitserse bank). Van deze benoeming onthouden we eerst en vooral dat er een vereenvoudiging van de groepsdirectie is en ten tweede dat de nieuwe CEO over voldoende ervaring beschikt in het leiden van zakenbankactiviteiten : die zijn twee positieve elementen in het DBK-dossier.

We zullen nu met het meer technische deel van deze fundamentele analyse aanvangen : nl. het overzicht van de belangrijkste activiteit van Deutsche Bank, CB&S (Corporate Banking & Securities ; > 50% van de omzet van de groep en de totale nettogroepswinst). Binnen deze zakenbankactiviteit worden verschillende activiteiten uitgeoefend, maar we zien wel dat meer dan driekwart van de inkomsten door de afdelingen *Sales & Trading Fixed Income*, *Sales & Trading Equity* en *Debt Origination & Equity* worden gegenereerd.

\* *CIB (Corporate & Investment Banking) = investeringsbankieren (fusies&overnames, beursintroducties, financiële transacties op de markten...)*

# ■ DEUTSCHE BANK (ISIN DE0005140008 – 27,90 EUR)

## 2/ De zakenbankactiviteiten (CIB):

### ➤ Lange termijnanalyse

In onze vorige fundamentele analyse (24/11/2014) wezen we op het feit dat “DBK de enige toonaangevende Europese speler is die aanwezig is op het terrein van de gedisintermediateerde bedrijfsfinanciering” {...} en dat dit systeem van bedrijfsfinanciering “een steeds belangrijkere plaats zal innemen als gevolg van de recente regelgeving” (want de banken moet hun eigen vermogenbuffer versterken). Daarom zal de markt voor bedrijfsobligaties een organische groei kennen in Europa wat op lange termijn gunstig is voor de Fixed Income activiteiten van DBK.

### ➤ Analyse op korte en middellange termijn

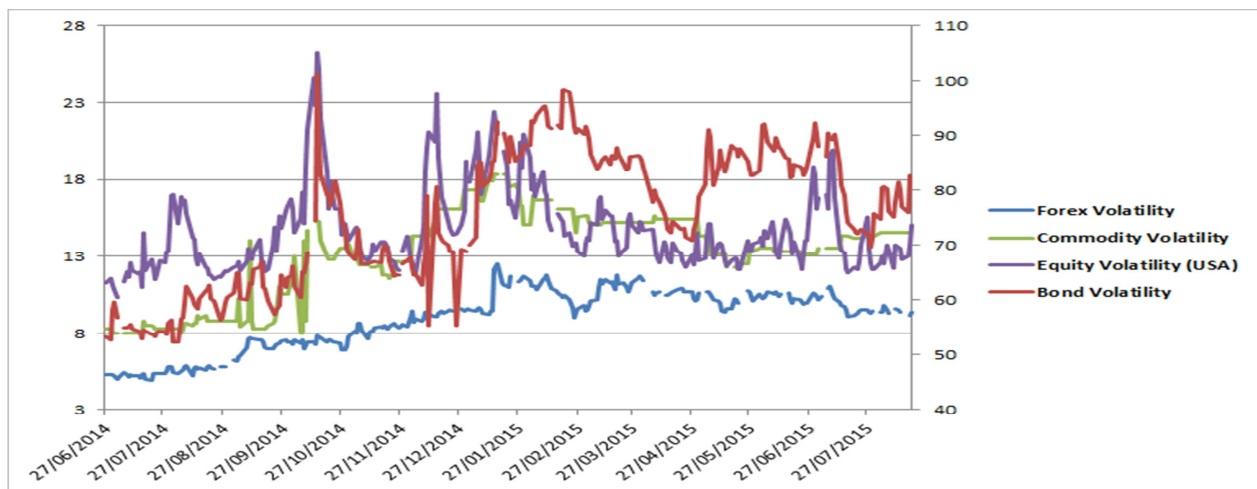
De inkomsten die door de zakenbankactiviteiten gegenereerd worden (algemeen gesproken en zonder rekening te houden met de regelgeving op het vlak van de eigen vermogenvereisten), zijn onderhevig aan de volgende drie variabelen : **de volatiliteit / de volumes / en de richting van de markten** (= het vertrouwen van beleggers). Van deze drie variabelen onthouden we de volgende twee elementen :

- ❖ Dat de combinatie van de eerste twee variabelen zeer moeilijk te begrijpen is : zo zal bv. een sterke stijging van de volatiliteit op de verschillende markten leiden tot een verbreding van de bid/ask spreads (=> hogere marges op bepaalde financiële producten waaronder Forex) of kan dit soort situaties leiden tot het verschrompelen van de liquiditeit op bepaalde markten als gevolg van een te hoge risico-aversie (=> verlies van het beleggersvertrouwen => lagere volumes).
- ❖ Dat wanneer de markten gunstig evolueren de beleggers actief blijven op de kapitaalmarkten. Maar dat wanneer de markten een scherpe trendomkeer te verwerken krijgen er een directe krimp is in de Fixed Income activiteiten (bv. in de periode van Q3/2007 tot Q4/2008 : toen daalden de gemiddelde inkomsten in de sector met 10 tot 50%).

Om zo goed mogelijk de operationele omgeving van de zakenbankactiviteiten in de komende maanden in te schatten, komen we terug op deze drie variabelen :

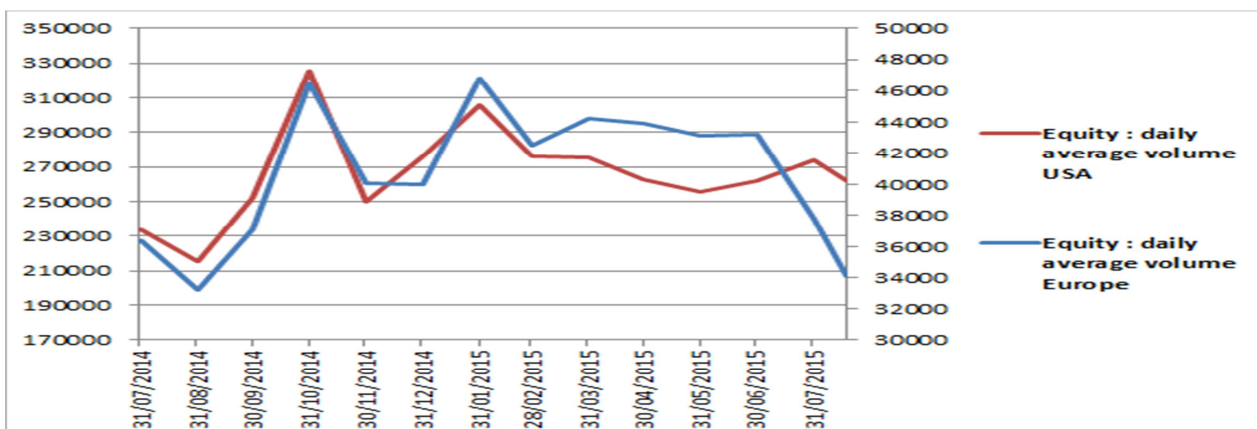
## A/ Volatiliteit :

- Algemeen gesproken blijven de volatiliteitsindicatoren voor de 4 belangrijkste beleggingscategorieën (zie hieronder) in absolute termen op lage niveaus maar sinds één jaar stijgen ze wel : we gaan er dus vanuit dat de marges op bepaalde financiële producten (*Forex, Equity Derivatives, enz.*) in de komende maanden een gunstige evolutie zullen kennen.

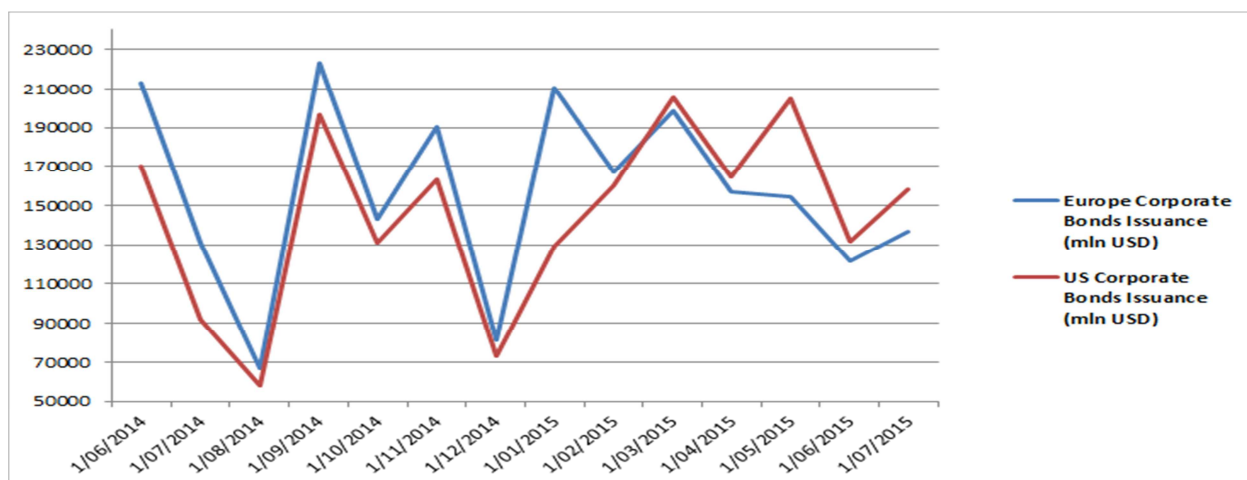


## B / Volumes :

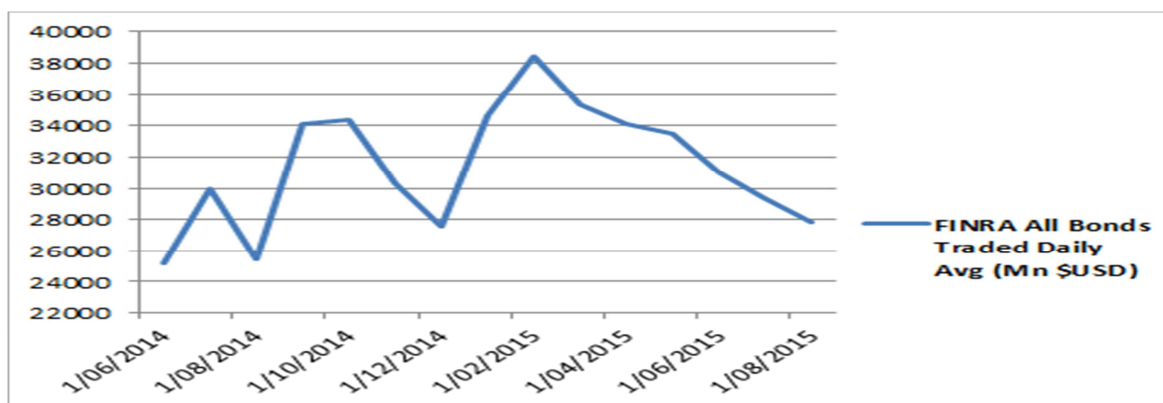
- In Europa en de VSA bevinden de aandelentransacties zich op hetzelfde peil als één jaar geleden : dit is geen verrassing want in het derde kwartaal (juli/augustus, exclusief september) is het traditioneel rustiger op het vlak van de aandelenhandel.



- T.a.v. de obligatie-emissies in Europa en de VSA laten de meest recente gegevens (zie hieronder) ons een stijging verwachten in Q3 2015 t.o.v. Q3 2014. Als deze trend zich in de komende maanden zou voltrekken, is dit zeer gunstig voor DBK (ter herinnering : de inkomsten uit de *Fixed Income* activiteiten vertegenwoordigen gemiddeld 40/50% van de zakenbankafdeling of 20/25% van de omzet van de totale groep).



- De dagelijks verhandelde volumes in de VSA nemen de laatste maanden af maar blijven wel nog op een hoger niveau liggen dan één jaar geleden. In Europa zijn de cijfers minder nauwkeurig (geen grafiek beschikbaar) maar rekening houdend met de laatste cijfers die op de website van de ECB werden gepubliceerd alsook rekening houdend met de laatste onderzoeksrapporten (gespecialiseerde pers en rapporten van andere investeringsbanken over Q2) kunnen we ervan uitgaan dat de verhandelde dagelijkse volumes sinds de start van het jaar toegenomen zijn en t.o.v. één jaar zijn ze ook toegenomen.



### C / Richting van de markten :

- Gezien de richting van de voortschrijdende gemiddelden op de aandelenmarkten (Europa en VSA), de volatiliteit en de kapitaalstromen kunnen we stellen dat de beleggers nog steeds vertrouwen hebben en actief handelen op de beurzen.
- ⇨ **Samenvatting :** de hierboven aangehaalde elementen laten toe te verwachten dat de operationele prestaties van de zakenbankactiviteiten in de komende maanden in gunstige zin zouden moeten evolueren (op basis van de actuele gegevens) bij DBK alsook voor de andere spelers in deze sector.

### ■ Besluit

Het geheel van de aangehaalde elementen in deze analyse alsook het aantrekkelijke waarderingsniveau (zowel absoluut als relatief) laten ons toe onze positieve visie op Deutsche Bank te handhaven.

De risico's die aan dit aandeel verbonden zijn : een verkoopgolf op de financiële markten / een nieuwe kapitaalverhoging / nieuwe juridische acties.

\* Bron voor de grafieken : Bloomberg

**Waarschuwing :** De in dit document opgenomen informatie, interpretaties, schattingen en/of meningen zijn op betrouwbare bronnen gebaseerd. Nochtans kan Leleux Associated Brokers de accuraatheid of volledigheid van deze bronnen niet garanderen. De verspreiding van deze informatie is enkel indicatief en kan niet gelijkgesteld worden met een bod voor, noch verzoek tot verkoop van, koop van of inschrijving op enig financieel instrument in enige jurisdictie. De informatie opgenomen in dit document vormt geen beleggingsadvies, noch een hulp aan een beslissing met als doel het uitvoeren van transacties of het nemen van beleggingsbeslissingen. Leleux Associated Brokers s.a. biedt geen enkele garantie voor de actualiteit, de nauwkeurigheid, de juistheid, de inhoud of de opportuniteit van deze informatie waarvoor zij op geen enkele wijze verantwoordelijkheid draagt. Bovendien is deze informatie bedoeld voor algemene verspreiding en wordt geen rekening gehouden met de specifieke financiële kennis en ervaring van de lezer, noch met de financiële situatie, behoeftes of beleggingsdoelstellingen eigen aan elke belegger. In elk geval is het de lezer aangeraden andere informatiebronnen te raadplegen en contact op te nemen met zijn relatiebeheerder voor bijkomende informatie.

Arnaud Delaunay  
Financieel analist

