

DEUTSCHE BANK (DBK.F)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008T	2009T
Netto rente-inkomen (€ mln)	5.847	5.182	6.001	7.008	8.849	11.700	12.000
Commissies	9.332	9.506	10.089	11.195	12.289	9.800	8.000
Overig inkomen	6.089	7.230	9.550	10.291	9.607	-6.000	3.000
Totale opbrengsten	21.268	21.918	25.640	28.494	30.745	15.500	23.000
Operationele kosten	-17.449	-17.582	-19.178	-19.857	-21.384	-19.000	-18.000
Stroppenpot	-1.063	-307	-350	-298	-612	-1.000	-2.000
Winst voor belasting	2.756	4.029	6.112	8.339	8.749	-4.500	3.000
Belasting	-1.327	-1.437	-2.039	-2.260	-2.239	1.000	-750
Buitengewone baten/lasten	-64	-120	-544	0	0	0	0
Mind. belang en pref. dividend	0	0	0	-9	-36	-40	-40
Nettowinst	1.365	2.472	3.529	6.070	6.474	-3.540	2.210
Kosten/baten ratio	81,8%	79,9%	74,7%	69,7%	69,6%	122,6%	78,3%
Belastingdruk	48,1%	35,7%	33,4%	27,1%	25,6%	22,2%	25,0%
Rendement eigen vermogen	4,7%	9,1%	12,5%	20,4%	18,0%	--	6,0%
Balanstotaal (€ mrd)	803,6	840,1	992,2	1.584,5	2.020,3	1.800,0	1.700,0
Tier 1 Capital Ratio	10,0%	8,6%	8,7%	8,5%	8,6%	10,00%	10,50%
Winst per aandeel	€ 2,44	€ 5,02	€ 7,62	€ 12,96	€ 13,65	-€ 7,15	€ 4,21
Dividend	€ 1,30	€ 1,50	€ 1,70	€ 2,50	€ 4,00	€ 0,50	€ 2,00
Koers ult. & 16/1/09	€ 65,90	€ 65,30	€ 81,98	€ 101,58	€ 89,48	€ 27,83	€ 20,02
K/W	27,0	13,0	10,8	7,8	6,6	--	4,7
Marktkapitalisatie (€ mrd)							10,9

voorzicht gestelde dividend worden verlaagd van 4,50 tot 0,50 euro. In het vierde kwartaal vond een deleveraging plaats ter waarde van 300 miljard euro. Financieel topman Stefan Krause vertrouwt op de effecten van verdere deleveraging en heeft tot nog toe met succes weerstand geboden aan de druk van de Duitse minister van Financiën Peer Steinbrück om overheidssteun te accepteren.

Dat het zelfvertrouwen niet gebroken is, blijkt ook wel uit het feit dat Deutsche Bank onverstoord doorgaat met de gefaseerde verwerving van Deutsche Postbank. Verwacht wordt dat de transactie, waarvan de waarde 4,9 miljard euro bedraagt, op 27 februari 2009 zal worden geëffectueerd. De transactie vindt deels plaats op basis van aandelenruil, waarbij Deutsche Post uiteindelijk een belang van 8 procent in DB zal hebben. Deutsche Postbank, die zich verhoudt van investment banking, is overigens ook niet onbeschadigd gebleven en zal over 2008 waarschijnlijk een verlies moeten laten zien als gevolg van afschrijvingen op vorderingen op het gefailleerde Lehman Brothers.

OPVALLEND LAGE WAARDERING

Beide aandelen hebben inmiddels ten opzichte van hun top die ze bereikten in mei 2007 veel van hun koerswaarde verloren.

Deutsche Bank, waarvan het al vroeg in 2008 duidelijk werd dat de winst zwaar zou worden geraakt, zag haar koers met 83 procent van 118,50 euro tot iets onder 20 euro dalen. Het aandeel BNP Paribas heeft nog tot diep in 2008 goed weerstand geboden, maar begon vanaf oktober aan zijn afdaling. Per saldo bedraagt de waardevermindering hier 69 procent.

Uitgedrukt in totale beurswaarde neemt de waardedaling nog dramatischer vormen aan. BNP Paris verloor volgens die maatstaf 59 miljard euro tegen Deutsche Bank 47 miljard euro. Na deze duikeling bedraagt de actuele marktkapitalisatie van BNP Paris nog slechts 26,7 miljard euro, wat evenwel nog heel gunstig afsteekt tegen de schamele 10,9 miljard euro beurswaarde van Deutsche Bank.

Deutsche Bank heeft met een Tier 1-capital ratio van circa 10 procent een betere vermogenspositie dan BNP Paribas met haar ratio van 7,3 procent. Daarbij is DB's balanstotaal van ruim 2 miljard euro, wanneer activa naar risico gewogen worden, gereduceerd tot nog slechts 320 miljoen euro. Deze berekening is weliswaar geheel conform de richtlijnen van Basel II, maar kennelijk zijn beleggers toch huiverig voor de brutoleverage van 60, die zich laat berekenen door het ongewogen balanstotaal van ruim 2 miljard te delen door het eigen vermogen



van 34,8 miljoen. Eenzelfde berekening voor BNP Paribas levert een brutoleverage op van 31,5.

Deutsche Bank had op 30 september 2008 circa 3,5 miljard euro aan leningen als problematisch aangemerkt. Hierop was volgens de IFRS-regels al een impairmentlast van 2,8 miljard euro genomen. Het additioneel kredietrisico lijkt daarmee beperkt. Een vergelijkbaar cijfer wordt door BNP Paribas niet gegeven, maar gelet op de minuscule afboekingen over de laatste vier kwartalen lijkt haar risico-exposure nog geringer dan die van Deutsche Bank.

De boekwaarde van beide banken, dat wil zeggen het eigen vermogen gedeeld door het aantal uitstaande aandelen, brengt een opmerkelijk lage waardering aan het licht. Deutsche Bank noteert momenteel 66 procent beneden haar boekwaarde van 65,35 euro (per 30/9/2008). De koers van BNP Paribas ligt op 50 procent van de boekwaarde. Ter illustratie, Commerzbank kocht in september Dresdner Bank van Allianz voor een bedrag van 9,8 miljard euro, wat toen nog neerkwam op 1,3 keer de boekwaarde.

Uit het markante waarderingsverschil mag worden afgeleid dat de markt huiveriger staat tegenover het risicoprofiel van Deutsche Bank dan dat van BNP Paribas. Gelet op de afwijkende bancaire bedrijfsmodellen en de extreme marktomstandigheden valt daar ook wel iets voor te zeggen, maar dat neemt niet weg dat de risico's van Deutsche Bank buitenproportioneel in de koers worden verdisconteerd. Maar zolang de marktomstandigheden extreem blijven zal Deutsche Bank op de beurs daar zwaarder onder gebukt gaan dan BNP Paribas. Pas als de problemen in de financiële sector opklaren mag gerekend worden op een omkering in de waarderingsverhouding. ■