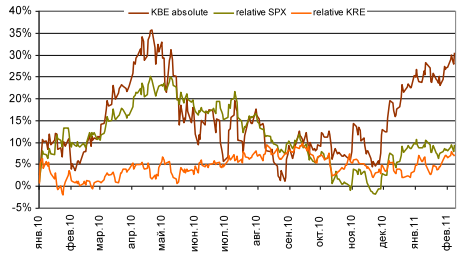
14 февраля 2011 г.

Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

Динамика банковских индексов



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
UCBI	14,5%	0,5%	-51,8%
CRBC	9,6%	10,3%	-4,5%
COF	6,8%	7,6%	48,2%
EWBC	6,2%	10,3%	52,2%
SNV	5,5%	3,6%	9,5%
KBE	**2,6%**	**1,8%**	**24,2%**
KRE	**2,3%**	**-0,1%**	**16,3%**

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
PRSP	-2,0%	-1,0%	0,6%
BXS	-0,3%	2,5%	-28,4%
IBKC	-0,3%	-4,5%	6,7%
WTFC	0,0%	1,5%	2,6%
FMER	0,2%	-14,4%	-15,7%

Источник: Bloomberg

Ралли в банковских акциях продолжается (см. динамику банковских индексов). За последние 5 рабочих дней индекс относительно крупных банков (KBE) вырос на 2.6%, в то время как индекс средних и малых банков (KRE) прибавил 2.3%. Наиболее удачными на прошедшей неделе были United Community Bank (UCBI) и Citizens Bank (CRBC), которые прибавили 14.5% и 9.6% соответственно. Хуже других выглядели Prosperity Bank (PRSP) и BancorpSouth Bank (BXS), капитализация которых снизилась на 2.0% и 0.3% соответственно.

Инвесторы в данный момент «подбирают» наиболее дешевые с точки зрения мультипликатора P/B акции: средний показатель P/B у 10 банков, показавших наилучший «перформанс» за последние 5 дней, составляет 0.97 (средний P/B по всей рассматриваемой группе банков составляет 1.22). Причем среди группы лидеров по динамике цены находятся Citizens Bank (CRBC) и United Community Bank (UCBI) – банки, обладающие наименьшими мультипликаторами среди всех коммерческих банков с активами более $7 млрд.

Ориентироваться только лишь на значение мультипликатора P/B – не самая лучшая стратегия. Из 5 лучших перформеров прошлой недели лишь Citizens Bank и United Community Bank являются значительно недооцененными по сравнению с отраслью в целом (см. табл. на стр. 7). Однако ***недооцененность этих банков по основным мультипликаторам связана*** с высокими рисками убытков по кредитному портфелю в ближайшие несколько кварталов, возможному значительному разводнению капитала и/или банкротству/продаже по дешевым мультипликаторам.

Среди других представителей банковской отрасли выделяются Bank of America (BAC) и JPMorgan Chase (JPM), обладающие позитивным «апсайдом» по всем 6 рассматриваемым нами методам. Также лучше отрасли в целом (исходя из нынешнего консенсус-прогноза по основным операционным показателям и текущим мультипликаторам) выглядят Citigroup (C), Wells Fargo (WFC), BB&T (BBT), Fulton Financial Corporation (FULT), Park National Corporation (PRK) (см. табл. на стр. 7).

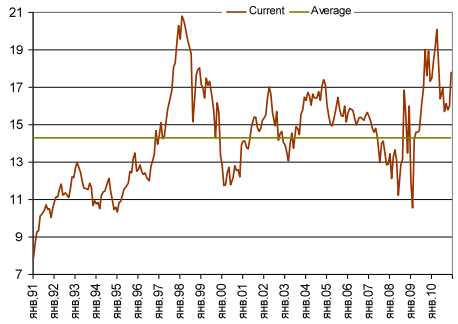
Макроэкономические новости по-прежнему радуют инвесторов, а банкиры (на последних конференциях, организованных различными инвестиционными домами) ***демонстрируют все больше и больше оптимизма относительно динамики своего бизнеса в будущем***. Наибольший позитив вызывает их оптимизм относительно роста кредитного портфеля, который естественным образом перерастает в рост доходов (до последнего времени Top line growth был одной из самых главных преград на пути возврата мультипликаторов к своим историческим значениям).

Основной новостью ближайшей недели, вероятно, выступает обсуждение ужесточения регулирования в сфере комиссий по дебетовым картам в Сенате (17 февраля). Как ожидается, в конечном итоге произойдет смягчение мер, содержащихся в текущем документе. Не исключено, однако, что на этой новости мы увидим достаточно сильную коррекцию по финансовому сектору, который продолжает расти уже достаточно длительное время (частично, по нашему мнению, новости о смягчении мер Сената уже учтены в котировках). Однако после завершения коррекции, с нашей точки зрения, есть смысл занимать долгосрочные позиции, ***так как американский банковский сектор все еще выглядит привлекательным на горизонте 1-1,5 года.***

Завараев Михаил,
Тел.: (495) 780 01 11 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Рисунок 1

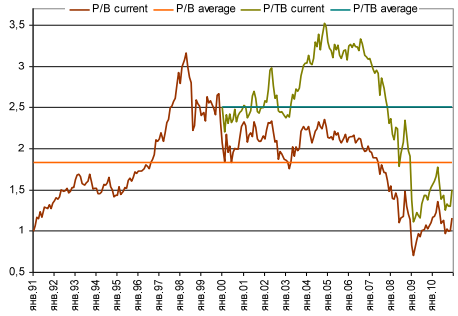
Динамика P/E



*Медианное значение по 55 банкам. Всю историю данных, начиная с 1991 года, имеют только 42 банка. Все 55 имеют такую историю с 2000 г.
** Average – среднее за весь период наблюдений
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 2

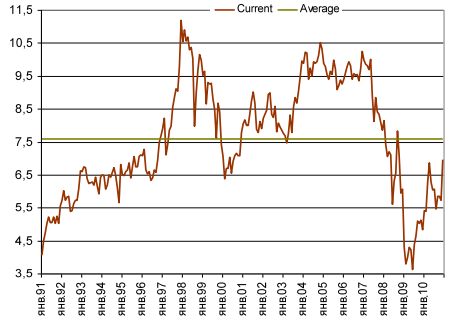
Динамика P/B и P/TB



*Медианное значение по 55 банкам. Всю историю данных, начиная с 1991 года, имеют только 42 банка. Все 55 имеют такую историю с 2000 г.
** Мультипликатор P/TB имеет историю только с 2000 г.
*** Average – среднее за весь период наблюдений
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 3

Динамика MCap/PTPP



*Медианное значение по 55 банкам. Всю историю данных, начиная с 1991 года, имеют только 42 банка. Все 55 имеют такую историю с 2000 г.
** PTPP рассчитан на основе квартальных данных, умнлженных на 4
*** Average – среднее за весь период наблюдений
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Нашими лучшими идеями в банковском секторе США остаются BAC (Bank of America), JPM (JPMorgan Chase), ZION (Zions Bank), BPOP (Popular Inc.), HBAN (Huntington Bancshares Inc.) и BBT (BB&T).

Текущие мультипликаторы

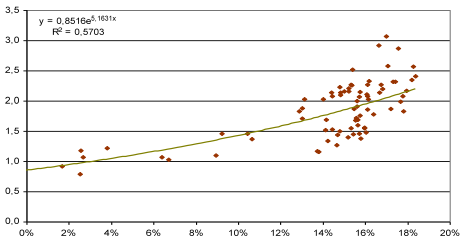
	P/E					P/B				P/TB		Market cap to PTPP		
	Cur.	12E cons	13E cons	91-97 avg.	00-06 avg.	Cur.	12E cons	91-91 avg.	00-06 avg.	Cur.	00-06 avg.	Cur	91-97 avg.	00-06 avg.
BAC	11,0	7,8	7,1	N.A.	11,7	0,70	0,62	N.A.	2,0	1,2	3,2	3,5	N.A.	6,3
JPM	9,3	8,5	7,7	N.A.	14,7	1,08	0,90	N.A.	1,7	1,6	2,6	3,8	N.A.	7,4
C	13,9	9,3	8,6	N.A.	14,3	0,87	0,75	N.A.	2,7	1,1	4,1	3,7	N.A.	7,2
WFC	13,4	9,4	8,6	N.A.	16,9	1,51	1,25	N.A.	2,8	2,2	4,3	4,8	N.A.	9,6
USB	16,7	10,9	9,3	N.A.	13,6	1,98	1,62	N.A.	2,7	3,5	4,8	6,4	N.A.	6,8
PNC	11,9	10,2	9,3	17,3	13,6	1,15	0,97	1,8	2,3	1,8	4,4	5	6,3	8,2
STI	N. A.	14,8	11,2	14,0	13,8	0,88	0,84	1,9	1,9	1,7	2,6	5,9	8,2	8,3
COF	7,8	9,8	9,3	N.A.	15,7	0,89	0,78	N.A.	3,1	1,8	3,1	2,9	N.A.	4,8
BBT	23,3	11,3	9,5	33,2	14,1	1,23	1,11	1,8	2,3	2,0	3,3	5,5	4,8	8,3
RF	N. A.	13,8	9,8	12,6	12,7	0,75	0,75	1,8	1,7	1,4	2,7	4,7	7,0	8,0
FITB	24,5	11,0	10,2	17,8	21,1	1,18	0,97	3,0	3,7	1,6	4,3	5,7	9,7	12,4
KEY	20,3	12,6	11,2	11,6	14,3	1,00	0,87	1,9	1,7	1,1	2,1	5,9	6,3	6,9
MTB	14,8	12,2	10,6	11,4	17,1	1,41	1,23	1,7	2,2	2,7	4,2	6,8	4,7	9,7
CMA	34,7	15,5	10,9	11,9	12,8	1,21	1,10	1,8	2,0	1,2	2,0	7,7	5,9	7,2
MI	N. A.	17,0	12,4	12,0	12,0	0,80	0,79	1,6	1,9	0,9	2,9	4,8	5,9	9,4
HBAN	35,9	11,2	10,1	12,8	14,9	1,41	1,17	2,0	2,0	1,6	2,3	6,5	6,5	7,9
ZION	N. A.	15,2	10,9	11,9	15,5	0,99	0,88	2,1	2,1	1,2	3,3	8,3	6,9	8,5
SNV	N. A.	18,3	9,2	8,5	9,2	1,09	1,02	1,4	1,6	0,7	1,6	9,1	4,1	11,2
FHN	N. A.	15,5	10,4	12,4	13,8	1,19	1,13	2,1	2,6	1,3	3,0	9,8	6,3	13,1
BOKF	13,4	12,6	11,2	11,1	14,9	1,41	1,22	2,0	1,9	1,4	2,3	7	7,0	7,7
ASBC	N. A.	13,8	11,6	14,8	13,4	0,97	0,89	1,8	2,1	1,6	2,9	7,3	6,4	8,9
CYN	26,1	14,9	12,9	15,0	15,3	1,60	1,40	1,6	2,4	2,2	3,2	9,3	8,1	8,5
EWBC	27,5	13,2	10,9	N.A.	18,3	1,65	1,43	N.A.	2,9	2,1	3,4	7,4	N.A.	10,4
CBSH	15,5	14,2	13,1	11,9	14,9	1,77	1,57	1,5	2,2	1,9	2,2	8,3	6,6	8,9
WBS	23,2	16,8	12,9	11,3	12,3	1,15	1,03	1,0	1,6	1,7	2,5	8	4,1	7,5
TCB	15,5	13,1	9,6	12,6	15,2	1,59	1,38	1,7	3,6	1,8	4,4	4,9	5,5	9,4
FULT	17,3	12,0	10,8	13,2	16,0	1,17	1,05	1,7	2,2	1,7	2,9	6,4	8,2	10,3
CFR	17,4	15,1	13,1	53,0	16,7	1,77	1,60	1,5	2,8	2,4	3,5	12	11,1	9,8
VLY	16,3	14,9	13,4	13,6	17,4	1,71	1,64	2,4	3,4	2,3	3,8	9,2	7,4	10,9
SUSQ	50,0	14,6	11,3	12,1	14,6	0,65	0,67	1,4	1,6	1,4	2,1	6,3	7,3	9,3
BXS	58,1	15,1	10,3	11,8	14,7	1,07	1,03	1,5	1,9	1,4	2,2	6,1	6,2	8,6
SIVB	24,5	17,5	14,2	22,0	19,0	1,82	1,52	1,7	2,6	1,8	2,7	9,5	6,7	11,5
BOH	12,6	13,9	12,7	11,4	16,0	2,27	2,08	1,5	2,4	2,3	2,6	7,3	6,0	8,6
WTFC	222,1	14,1	10,6	N.A.	18,5	0,84	0,92	N.A.	2,1	1,1	2,7	6,4	N.A.	9,7
PVTB	N. A.	15,1	10,0	N.A.	20,0	1,10	0,99	N.A.	2,4	1,2	3,0	5,7	N.A.	10,8
CRBC	N. A.	7,6	4,6	12,9	18,8	0,42	0,42	1,3	1,8	0,8	2,1	2,6	7,3	9,5
WTNY	N. A.	22,2	18,3	11,1	15,9	0,98	1,02	1,4	1,8	1,4	2,2	13	7,6	9,7
IBOC	9,3	N. A.	N. A.	N.A.	14,0	1,05	N. A.	N.A.	2,4	1,5	3,3	5,3	N.A.	8,5
UMBF	18,7	16,0	14,0	13,9	17,3	1,57	1,41	1,3	1,3	2,0	1,5	11	8,7	13,9
CATY	628,3	13,1	10,7	12,2	16,3	1,25	1,10	1,5	2,4	1,7	3,2	8,8	6,1	9,8
MBFI	N. A.	12,1	10,1	N.A.	15,4	0,97	0,87	N.A.	1,9	1,5	2,5	5,4	N.A.	8,4
FMER	16,0	12,7	11,0	14,9	15,7	1,23	1,15	1,7	2,2	1,8	2,6	8,1	8,5	8,3
IBKC	29,0	16,2	12,7	N.A.	14,5	1,19	1,11	N.A.	1,6	1,5	2,4	14	N.A.	8,4
TRMK	15,7	14,2	12,2	11,2	14,1	1,37	1,26	1,4	2,2	1,9	2,7	8,1	6,2	8,7
NPBC	35,1	13,8	12,0	14,3	16,4	1,17	1,04	2,2	2,2	1,6	3,2	7,9	7,9	11,0
UMPQ	91,5	16,4	13,3	N.A.	16,7	0,83	0,78	N.A.	1,8	1,4	3,1	8,5	N.A.	9,1
PRSP	14,7	13,0	11,9	N.A.	16,3	1,29	1,14	N.A.	2,2	3,8	4,3	9,1	N.A.	9,8
FNB	17,4	12,9	10,8	7,1	10,8	1,14	1,09	0,7	1,7	2,4	3,0	8,4	2,8	8,4
HBHC	21,8	13,4	10,9	11,2	15,7	1,42	1,11	1,5	2,0	1,6	2,3	9	N.A.	9,2
ONB	21,5	14,2	12,1	16,5	17,6	1,15	1,07	2,1	2,3	1,5	2,7	13	9,6	11,7
UCBI	N. A.	14,2	6,0	N.A.	18,0	0,39	0,44	N.A.	2,5	0,4	3,3	112	N.A.	10,4
UBSI	16,0	15,1	14,7	13,4	14,9	1,58	1,43	1,7	2,3	2,6	3,0	9,8	7,0	9,6
FMBI	N. A.	15,0	9,8	14,2	15,9	1,00	0,91	1,6	2,8	1,5	3,4	8,6	6,3	10,5
PRK	15,0	11,8	9,9	15,3	17,7	1,61	1,45	2,6	2,9	1,8	3,0	6,3	8,7	10,5
CVBF	13,7	11,8	9,5	11,2	16,3	1,43	1,31	1,7	3,2	1,6	3,4	6	5,6	10,2
Median	**17,4**	**13,8**	**10,8**	**12,6**	**15,4**	**1,2**	**1,1**	**1,7**	**2,2**	**1,6**	**3,0**	**7,3**	**6,6**	**9,2**

1) Средние значения мультипликаторов расчитаны на основе месячных данных
2) Текущее значение мультипликатора Mcap/PTPP расчитано на основе значения PTPP за последний год
3) Мультипликатор P/E - trailing P/E, данные Bloomberg
4) Среднее значение мультипликатора Mcap/PTPP расчитано на основе квартальных значений PTPP, умноженных на 4
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Рисунок 4

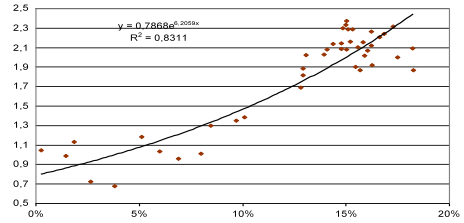
P/B vs ROCE*



*Медианные показатели с 1991 года, на основе квартальных данных, по 42 банкам
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 5

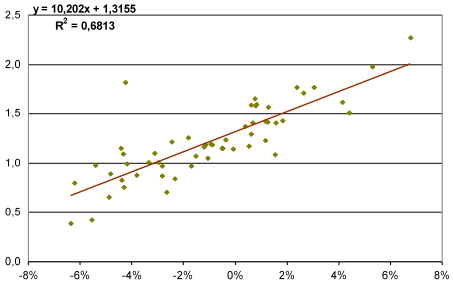
P/B vs ROCE*



*С 2000 года, на основе квартальных данных, по всем 55 банкам
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 6

P/B vs ROCE-COE 12E*



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Мультипликатор P/B

Целевой показатель P/B, если исходить из модели дисконтированных дивидендов, зависит от трех показателей: рентабельность капитала (ROE), ставка дисконтирования (r) и темп роста прибыли (g):

$$\text{Justified } \frac{P}{B} = \frac{(ROE-g)}{(r-g)},$$

Однако исходя из тех данных, которые мы проанализировали, тесная зависимость наблюдается только между P/B и ROCE (Return of Common Equities – рентабельность собственного капитала), а также P/B и ROCE-COE (Cost of Equity – стоимость основного капитала). За последний экономический цикл зависимость гораздо более тесная, чем за период начиная с 1991 года (см. рис. 4 и 5). Одна из причин такого положения вещей – включение в выборку периода интернет-пузыря, когда мультипликаторы (и во время надувания пузыря, и во время его схлопывания) были несколько оторваны от фундаментальных показателей банков. Дополнительным фактором, определяющим более тесную связь между двумя этими показателями в последнем цикле, выступает меньшая волатильность требуемой доходности капитала.

С ростом ROE (рынок ожидает, что к 2013 году медианный показатель по рассматриваемой группе вырастет до 10% с текущих 7%, а мы ожидаем роста до 11%) и падением стоимости собственного капитала (за счет показателя бета, который в данный момент выше в 2 раза, чем средний показатель за прошедший цикл), мы увидим рост медианного показателя P/B по рассматриваемой группе банков (см. рис. 4 и 5). С учетом прогнозируемых ROE и COE, P/B должен вырасти с текущих 1.2 до 1.7 к 2012-2013 гг.

На основе мультипликатора P/B мы рассчитываем 2 оценки стоимости банка. Первая из них будет основана на регрессии P/B vs ROE-COE в 2012 году: акции, которые торгуются ниже линии регрессии, являются привлекательными для покупки, в то время как те, которые торгуются выше этой линии, являются «переоцененными». Вторая оценка будет осуществляться на основе justified P/B и предполагаемого темпа роста банка (g).

Рентабельность собственного капитала является консенсус-прогнозом Bloomberg на 2012 год, которая, по нашему мнению, для большинства банков достаточно близка к нормализованному уровню рентабельности. Мы берем именно 2012 год потому, что на 2013 год и далее в консенсус-прогноз входит не так много оценок, что снижает саму ценность консенсу-прогноза ROE. Также отметим тот факт, что чем меньше банк, тем меньше инвестиционных компаний оценивают его операционные результаты, что также снижает ценность оценки стоимости данного банка подобным методом.

Темп роста (g) оценивается на основе исторических показателей P/B, ROE и формулы для justified P/B. Для банков JPM (JPMorgan Chase), SNV (Synovus Financial Corp.), SUSQ (Susquehanna Bank), SIVB (SVB Financial Group), UMBF (UMB Financial Corp.), у которых темп роста значительно отличается от средних показателей (среднее+/- 2 стандартных отклонения) будущий темп роста берется на уровне медианного показателя рассматриваемой группы банков (3%).

Стоимость собственного капитала рассчитывается на основе модели CAPM, где безрисковая ставка процента берется на уровне 4% (средняя в 2000-2006 гг. – 4.67%), а премия за риск составляет 5%. Бета оценивается индивидуально для каждого банка и в среднем на 40% выше, чем средняя за период 2000-2006 гг., и на 30% ниже текущих уровней.

Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Расчет стоимости через мультипликатор P/B

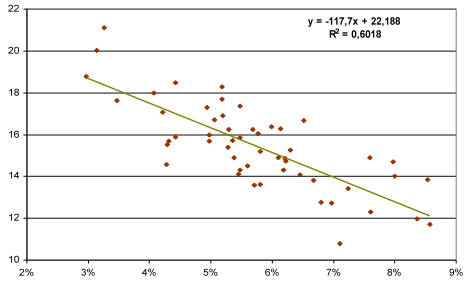
	Current	Current	Average P/B		Average ROE		Beta		Current	Beta	COE	ROE	Implied	BPS	Implied price, $		Implied ups./down.	
Tiker	price, $	P/B	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	Beta	est	est	12 E	g	12e, $	1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.
BAC	14,8	0,70	N. A.	1,96	N. A.	17,5%	1,3	0,9	2,4	1,5	11,4%	8,7%	0,7%	24,0	21,9	16,3	48%	10%
JPM	46,6	1,08	N. A.	1,67	N. A.	9,9%	1,4	1,3	1,7	1,2	10,1%	11,6%	3,0%	52,0	63,4	57,7	36%	24%
C	4,9	0,87	N. A.	2,68	N. A.	20,7%	1,5	1,1	2,0	1,5	11,4%	8,6%	4,2%	6,5	5,8	3,6	18%	-27%
WFC	33,8	1,51	N. A.	2,81	N. A.	17,9%	1,1	0,8	2,1	1,3	10,3%	14,7%	3,4%	26,9	39,5	40,1	17%	19%
USB	28,4	1,98	N. A.	2,69	N. A.	19,4%	0,8	1,0	1,8	1,3	10,6%	15,9%	3,8%	17,5	26,7	28,5	-6%	0%
PNC	64,5	1,15	1,77	2,31	14,0%	16,8%	1,2	0,9	1,9	1,3	10,5%	10,0%	3,6%	66,3	71,1	55,8	10%	-13%
STI	32,5	0,88	1,91	1,94	15,2%	15,0%	1,2	0,8	1,8	1,2	9,9%	6,2%	2,0%	38,7	34,4	18,4	6%	-44%
COF	52,1	0,89	N. A.	3,07	N. A.	22,0%	1,3	1,4	2,2	1,8	12,8%	8,0%	6,7%	67,1	48,3	12,6	-7%	-76%
BBT	29,1	1,23	1,81	2,31	14,9%	16,0%	0,8	0,8	1,3	1,0	9,2%	10,4%	3,4%	26,3	34,0	29,1	17%	0%
RF	8,0	0,75	1,84	1,66	15,5%	13,5%	0,9	0,8	1,8	1,2	10,2%	5,9%	1,9%	10,6	9,3	4,6	16%	-42%
FITB	15,5	1,18	2,96	3,75	17,9%	17,9%	0,9	0,8	2,4	1,4	11,1%	10,0%	5,6%	15,9	15,7	11,4	1%	-26%
KEY	9,5	1,00	1,94	1,70	17,2%	12,9%	1,1	0,9	1,7	1,2	10,0%	7,0%	3,6%	11,0	9,6	5,4	1%	-44%
MTB	89,9	1,41	1,70	2,16	16,3%	13,5%	0,7	0,8	1,4	1,0	9,2%	10,5%	4,5%	72,9	91,8	84,8	2%	-6%
CMA	39,8	1,21	1,82	1,97	16,6%	15,8%	1,0	0,9	1,5	1,2	9,9%	7,5%	2,5%	36,2	35,0	22,3	-12%	-44%
MI	7,4	0,80	1,60	1,86	15,4%	16,1%	0,8	0,8	2,1	1,3	10,7%	4,5%	0,5%	9,4	6,3	3,3	-15%	-55%
HBAN	7,5	1,41	1,98	1,96	16,7%	14,5%	0,9	0,8	2,2	1,3	10,6%	11,3%	2,5%	6,4	7,4	6,3	-2%	-16%
ZION	25,0	0,99	2,10	2,14	19,1%	12,9%	0,9	0,7	2,3	1,3	10,4%	6,2%	3,7%	28,5	22,4	9,7	-10%	-61%
SNV	2,9	1,09	1,38	1,63	17,9%	19,0%	0,7	0,9	1,8	1,3	10,6%	6,2%	3,0%	2,8	2,3	1,1	-20%	-62%
FHN	11,9	1,19	2,14	2,62	18,1%	22,3%	0,8	0,7	1,3	1,0	8,9%	7,9%	-0,1%	10,5	12,1	8,6	2%	-27%
BOKF	52,2	1,41	1,97	1,85	20,3%	14,6%	0,4	0,7	1,3	0,9	8,6%	10,2%	0,5%	42,6	54,5	47,0	5%	-10%
ASBC	14,9	0,97	1,82	2,13	17,0%	16,9%	0,5	0,8	1,3	1,0	9,1%	6,3%	1,5%	16,6	15,7	9,6	6%	-35%
CYN	60,0	1,60	1,63	2,43	3,5%	17,3%	1,1	0,7	1,4	1,0	9,1%	9,9%	2,0%	42,9	52,6	44,2	-12%	-26%
EWBC	23,5	1,65	N. A.	2,89	N. A.	18,1%	N. A.	0,7	2,2	1,3	10,3%	11,1%	3,2%	16,5	19,8	16,6	-16%	-29%
CBSH	41,3	1,77	1,48	2,15	13,0%	15,3%	0,7	0,7	1,1	0,9	8,4%	11,4%	1,9%	26,3	38,0	35,9	-8%	-13%
WBS	23,4	1,15	1,04	1,62	11,6%	13,4%	0,7	0,8	2,2	1,3	10,7%	6,3%	1,1%	22,7	17,6	11,2	-25%	-52%
TCB	16,4	1,59	1,73	3,65	15,3%	24,4%	1,1	0,9	1,5	1,1	9,7%	10,3%	3,3%	11,9	14,2	11,9	-13%	-27%
FULT	11,1	1,17	1,74	2,25	14,6%	14,9%	0,6	0,6	1,3	0,9	8,4%	8,9%	2,0%	10,6	12,9	10,6	17%	-4%
CFR	59,6	1,77	1,52	2,82	12,0%	17,8%	0,8	0,8	1,0	0,9	8,5%	10,9%	3,5%	37,3	52,6	50,9	-12%	-15%
VLY	13,7	1,71	2,36	3,44	19,1%	21,4%	0,5	0,7	1,4	0,9	8,7%	11,4%	2,6%	8,3	12,7	11,0	-7%	-20%
SUSQ	10,0	0,65	1,35	1,57	11,5%	11,1%	0,6	0,8	1,6	1,1	9,6%	4,7%	4,4%	14,8	12,5	0,8	25%	-92%
BXS	15,7	1,07	1,46	1,86	14,8%	13,4%	0,4	0,7	1,1	0,9	8,3%	6,7%	1,8%	15,2	17,0	10,8	8%	-31%
SIVB	54,9	1,82	1,70	2,61	13,5%	15,5%	0,6	1,6	1,9	1,8	12,8%	8,6%	3,0%	36,2	26,6	18,4	-51%	-67%
BOH	47,8	2,27	1,51	2,43	14,3%	15,8%	0,8	0,8	1,2	1,0	8,9%	15,7%	3,7%	23,0	42,2	48,9	-12%	2%
WTFC	33,3	0,84	N. A.	2,11	N. A.	12,8%	N. A.	0,6	1,6	1,0	9,0%	6,7%	3,5%	36,4	42,9	19,5	29%	-41%
PVTB	15,5	1,10	N. A.	2,41	N. A.	13,0%	N. A.	0,8	1,8	1,2	9,9%	6,8%	5,4%	15,7	14,1	4,4	-9%	-72%
CRBC	0,8	0,42	1,33	1,84	10,3%	10,9%	0,4	0,7	2,0	1,2	10,1%	4,6%	5,4%	1,9	1,4	N. A.	77%	N. A.
WTNY	13,6	0,98	1,41	1,80	12,2%	11,9%	0,6	0,7	1,6	1,1	9,3%	3,9%	3,9%	13,3	10,6	N. A.	-22%	N. A.
IBOC	19,5	1,05	N. A.	2,39	N. A.	18,8%	N. A.	0,6	1,7	1,0	9,0%	8,0%	-0,3%	20,0	22,6	16,4	16%	-16%
UMBF	42,3	1,57	1,27	1,34	9,6%	7,7%	0,5	0,7	1,0	0,8	8,0%	9,3%	3,0%	30,0	39,1	35,0	-8%	-17%
CATY	18,9	1,25	1,54	2,40	12,3%	16,4%	0,5	0,9	1,8	1,2	10,1%	8,3%	3,7%	17,2	17,0	11,3	-10%	-40%
MBFI	20,5	0,97	N. A.	1,88	N. A.	12,9%	N. A.	0,7	1,4	1,0	9,0%	7,3%	3,0%	23,5	24,1	15,6	18%	-24%
FMER	17,1	1,23	1,70	2,20	12,9%	14,1%	0,6	0,8	1,2	1,0	9,1%	8,7%	4,6%	14,8	17,7	12,6	4%	-26%
IBKC	57,7	1,19	N. A.	1,61	N. A.	11,3%	N. A.	0,6	1,0	0,8	8,0%	7,2%	2,3%	51,9	59,5	40,8	3%	-29%
TRMK	24,7	1,37	1,39	2,21	13,3%	16,1%	0,5	0,7	1,2	0,9	8,6%	9,0%	1,9%	19,6	24,4	19,1	-1%	-22%
NPBC	8,4	1,17	2,25	2,22	16,8%	15,3%	0,4	0,7	1,5	1,0	9,1%	7,9%	2,0%	8,1	8,6	6,2	2%	-27%
UMPQ	11,9	0,83	N. A.	1,76	N. A.	13,2%	N. A.	0,7	1,6	1,1	9,3%	4,9%	1,7%	15,2	12,5	5,9	5%	-50%
PRSP	40,2	1,29	N. A.	2,15	N. A.	15,4%	N. A.	0,7	1,1	0,9	8,5%	9,1%	2,1%	35,4	42,9	35,9	7%	-11%
FNB	10,6	1,14	0,73	1,71	11,6%	13,2%	0,6	0,7	1,2	0,9	8,6%	8,5%	1,1%	9,8	12,2	8,9	15%	-16%
HBHC	33,1	1,42	1,47	1,98	13,9%	12,8%	0,6	0,6	1,1	0,8	8,0%	9,2%	2,2%	29,8	33,3	33,3	1%	1%
ONB	11,6	1,15	2,09	2,26	13,4%	12,0%	0,4	0,6	1,2	0,8	8,2%	7,7%	4,2%	10,9	12,8	8,8	10%	-24%
UCBI	1,9	0,39	N. A.	2,48	N. A.	14,2%	N. A.	0,7	1,9	1,2	9,8%	3,4%	4,1%	4,3	3,2	N. A.	72%	N. A.
UBSI	28,8	1,58	1,66	2,31	14,0%	15,8%	0,4	0,8	1,4	1,0	9,2%	10,0%	3,4%	20,1	25,4	21,0	-12%	-27%
FMBI	12,5	1,00	1,56	2,82	12,5%	18,5%	0,5	0,8	1,8	1,2	9,8%	6,4%	3,0%	13,7	12,1	6,3	-3%	-49%
PRK	68,0	1,61	2,57	2,88	18,9%	17,8%	0,3	0,7	1,2	0,9	8,4%	12,6%	2,8%	46,8	73,2	75,5	8%	11%
CVBF	8,7	1,43	1,70	3,17	17,8%	20,6%	0,4	0,7	1,6	1,1	9,4%	11,2%	2,6%	6,6	9,1	7,7	5%	-11%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Рисунок 7

P/E vs COE-g*



*С 2000 года, на основе квартальных данных, по 53 банкам, из регрессии исключены данные по SNV и SIVB
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Мультипликатор P/E

Система оценки стоимости банка на основе мультипликатора P/E также основана на двух оценках. Первая оценка будет основана на прогнозном мультипликаторе P/E (исторический средний для данного банка, скорректированный на разницу в показателе r-g, средние за период 2000-2006 гг., предполагается, что в будущем доля выплат акционерам в будущем совпадает со средним уровнем для периода 2000-2006 гг.). Вторая оценка будет основана на исторической регрессии зависимости мультипликатора P/E от COE-g (регрессия по 53 банкам на основе средних данных за 2000-2006 гг.; убраны SIVB (SVB Financial Group) и SNV (Synovus Financial Corp.), см. рис. 7).

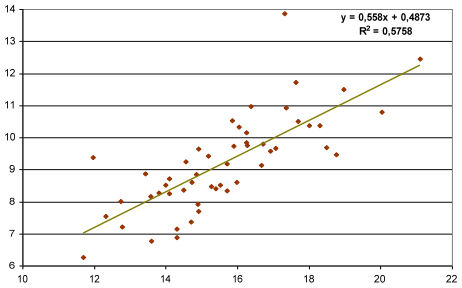
Ticker	Current price, $	Current P/E	P/E12e	Average P/E 1991-1997	Average P/E 2000-2006	DPR 2000-2006	Implied g	COE e	COE hist 2000-2006	Implied PE 1 meth.	Implied PE 2 meth.	EPS 2012E	Implied price 1 method	Implied price 2 method	Implied ups./down. 1 meth.	Implied ups./down. 2 meth.
BAC	14,8	11,0	7,8	N. A.	11,7	43%	0,7%	11,4%	9,2%	9,4	8,8	1,88	15,9	14,9	8%	1%
JPM	46,6	9,3	8,5	N. A.	14,7	50%	3,0%	10,1%	11,0%	16,5	10,3	5,50	83,0	51,7	78%	11%
C	4,9	13,9	9,3	N. A.	14,3	38%	4,2%	11,4%	10,4%	12,2	8,7	0,53	5,8	4,1	18%	-15%
WFC	33,8	13,4	9,4	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,3%	8,6%	12,6	10,1	3,57	41,1	32,7	22%	-3%
USB	28,4	16,7	10,9	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,6%	9,6%	11,7	9,8	2,60	27,6	23,1	-3%	-19%
PNC	64,5	11,9	10,2	17,3	13,6	46%	3,6%	10,5%	9,3%	11,2	9,9	6,33	64,5	56,7	0%	-12%
STI	32,5	N. A.	14,8	14,0	13,8	38%	2,0%	9,9%	8,7%	11,7	10,5	2,19	23,3	21,0	-28%	-35%
COF	52,1	7,8	9,8	N. A.	15,7	2%	6,7%	12,8%	11,7%	12,8	7,1	5,31	60,4	33,5	16%	-36%
BBT	29,1	23,3	11,3	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,58	31,4	26,8	8%	-8%
RF	8,0	N. A.	13,8	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,58	5,7	5,4	-29%	-32%
FITB	15,5	24,5	11,0	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,41	16,0	11,6	3%	-25%
KEY	9,5	20,3	12,6	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,76	8,4	7,2	-12%	-25%
MTB	89,9	14,8	12,2	11,4	17,1	25%	4,5%	9,2%	8,7%	15,2	11,4	7,38	102,8	77,0	14%	-14%
CMA	39,8	34,7	15,5	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,57	27,3	24,7	-31%	-38%
MI	7,4	N. A.	17,0	12,0	12,0	30%	0,5%	10,7%	8,9%	9,9	9,6	0,43	3,9	3,8	-47%	-49%
HBAN	7,5	35,9	11,2	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,68	6,9	5,9	-9%	-21%
ZION	25,0	N. A.	15,2	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,64	14,9	14,9	-40%	-40%
SNV	2,9	N. A.	18,3	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,16	1,1	1,4	-61%	-51%
FHN	11,9	N. A.	15,5	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,77	9,2	8,3	-22%	-30%
BOKF	52,2	13,4	12,6	11,1	14,9	0%	0,5%	8,6%	8,1%	13,9	12,1	4,15	53,5	46,2	3%	-11%
ASBC	14,9	N. A.	13,8	14,8	13,4	44%	1,5%	9,1%	8,7%	12,8	11,5	1,08	12,7	11,4	-15%	-24%
CYN	60,0	26,1	14,9	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	4,03	50,8	42,7	-15%	-29%
EWBC	23,5	27,5	13,2	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,78	21,5	16,3	-9%	-31%
CBSH	41,3	15,5	14,2	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,91	38,6	33,2	-7%	-20%
WBS	23,4	23,2	16,8	11,3	12,3	24%	1,1%	10,7%	8,7%	9,7	9,5	1,39	12,2	12,0	-48%	-49%
TCB	16,4	15,5	13,1	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	1,25	15,8	12,3	-3%	-25%
FULT	11,1	17,3	12,0	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,92	12,2	10,5	10%	-5%
CFR	59,6	17,4	15,1	53,0	16,7	133%	3,5%	8,5%	8,6%	16,7	12,1	3,94	60,9	44,1	2%	-26%
VLY	13,7	16,3	14,9	13,6	17,4	56%	2,6%	8,7%	8,0%	15,4	11,9	0,92	13,1	10,1	-5%	-26%
SUSQ	10,0	50,0	14,6	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,69	7,5	6,9	-25%	-31%
BXS	15,7	58,1	15,1	11,8	14,7	47%	1,8%	8,3%	8,1%	14,3	12,5	1,04	13,7	12,0	-13%	-24%
SIVB	54,9	24,5	17,5	22,0	19,0	0%	3,0%	12,8%	12,5%	18,3	7,1	3,14	51,2	19,8	-7%	-64%
BOH	47,8	12,6	13,9	11,4	16,0	41%	3,7%	8,9%	8,7%	15,4	11,7	3,43	48,5	37,0	2%	-23%
WTFC	33,3	222,1	14,1	N. A.	18,5	14%	3,5%	9,0%	7,9%	14,8	11,6	2,36	32,1	25,1	-4%	-25%
PVTB	15,5	N. A.	15,1	N. A.	20,0	9%	5,4%	9,9%	8,6%	14,0	10,5	1,03	13,1	9,9	-15%	-36%
CRBC	0,8	N. A.	7,6	12,9	18,8	59%	5,4%	10,1%	8,4%	11,8	10,3	0,10	1,1	1,0	41%	23%
WTNY	13,6	N. A.	22,2	11,1	15,9	51%	3,9%	9,3%	8,3%	13,0	11,2	0,61	7,3	6,3	-46%	-54%
IBOC	19,5	9,3	N. A.	N. A.	14,0	48%	-0,3%	9,0%	7,7%	12,0	11,5	1,63	17,9	17,3	-8%	-11%
UMBF	42,3	18,7	16,0	13,9	17,3	35%	3,0%	8,0%	7,9%	17,0	12,7	2,65	41,7	31,3	-1%	-26%
CATY	18,9	628,3	13,1	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,44	17,6	13,5	-7%	-28%
MBFI	20,5	N. A.	12,1	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,70	21,0	18,1	3%	-12%
FMER	17,1	16,0	12,7	14,9	15,7	63%	4,6%	9,1%	8,9%	15,1	11,5	1,35	18,7	14,3	9%	-17%
IBKC	57,7	29,0	16,2	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,57	47,1	42,2	-18%	-27%
TRMK	24,7	15,7	14,2	11,2	14,1	35%	1,9%	8,6%	8,3%	13,4	12,0	1,73	21,4	19,2	-13%	-22%
NPBC	8,4	35,1	13,8	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,61	7,9	6,5	-6%	-23%
UMPQ	11,9	91,5	16,4	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,72	9,5	7,5	-20%	-37%
PRSP	40,2	14,7	13,0	N. A.	16,3	20%	2,1%	8,5%	8,3%	15,8	12,2	3,09	45,2	35,0	12%	-13%
FNB	10,6	17,4	12,9	7,1	10,8	71%	1,1%	8,6%	8,2%	10,2	12,1	0,82	7,7	9,2	-27%	-14%
HBHC	33,1	21,8	13,4	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,47	33,0	29,2	0%	-12%
ONB	11,6	21,5	14,2	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	0,82	11,6	9,5	0%	-18%
UCBI	1,9	N. A.	14,2	N. A.	18,0	18%	4,1%	9,8%	8,2%	12,9	10,7	0,13	1,6	1,3	-17%	-31%
UBSI	28,8	16,0	15,1	13,4	14,9	46%	3,4%	9,2%	8,7%	13,7	11,3	1,91	24,0	19,9	-17%	-31%
FMBI	12,5	N. A.	15,0	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,83	9,8	8,1	-22%	-35%
PRK	68,0	15,0	11,8	15,3	17,7	53%	2,8%	8,4%	8,0%	16,4	12,3	5,74	87,3	65,2	28%	-4%
CVBF	8,7	13,7	11,8	11,2	16,3	39%	2,6%	9,4%	8,2%	13,6	11,2	0,74	9,2	7,5	6%	-13%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Рисунок 8

MCap/PTPP vs P/E



*С 2000 года, на основе квартальных данных, по 51 банкам, из регрессии исключены данные по SNV, COF, FHN и FULT
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Мультипликатор MCap/PTPP

Наряду с традиционными мультипликаторами P/B и P/E, особенно в кризисный/посткризисный период, достаточно большое внимание уделяется мультипликатору PTPP (рыночная капитализация/прибыль до создания резерва) и выплаты налогов, который в идеале (на практике это далеко не всегда так) игнорирует цикличные кредитные издержки и необходимость делать различные другие выплаты, например, привилегированные дивиденды и так далее.

Оценка на основе данного мультипликатора также будет производиться двумя способами. Первая оценка будет основана на основе исторических и текущих показателей. На основе исторических показателей мы оцениваем дисконт/премию к отрасли (причин может быть множество: более/менее рискованный бизнес и более/менее значительные провизии, большие/меньшие выплаты по привилегированным акциям и т. д.) Далее на основе текущих показателей мультипликатора, премии/дисконта и показателя PTPP за последний год (чтобы исключить влияние одноразовых элементов) мы получаем текущую оценку стоимости банка.

Вторая оценка будет основана на связи между мультипликаторами P/E и Mcap/PTPP (см. рис. 8). Исторически между этими показателями наблюдается достаточно тесная связь, поэтому по мере нормализации бизнеса мы будем наблюдать и нормализацию мультипликаторов. Данная оценка получается на основе полученной регрессии и прогнозируемого показателя P/E (средняя оценка из предыдущего пункта).

Ticker	Current price, $	Mcap, $ mln.	Current MCap/PTPP	Average Mcap/PTPP 1991-1997	Average Mcap/PTPP 2000-2007	Revenue 2012e, $ mln	Hist Eff. Ratio	COE	P/Eest	Mcap/PTPP 1 meth.	Mcap/PTPP 2 meth.	Implied price, $ 1 meth.	Implied price, $ 2 meth.	Implied ups./down. 1 meth.	Implied ups./down. 2 meth.
BAC	14,77	148958	3,5	N. A.	6,3	113910	51%	11,4%	9,1	5,5	6,2	27,6	30,8	87%	108%
JPM	46,57	182103	3,8	N. A.	7,4	105208	67%	10,1%	13,4	8,0	7,3	65,4	59,6	40%	28%
C	4,88	141805	3,7	N. A.	7,2	87966	58%	11,4%	10,5	6,3	7,1	7,3	8,2	50%	67%
WFC	33,76	177198	4,8	N. A.	9,6	89127	59%	10,3%	11,3	6,8	9,5	42,9	59,6	27%	76%
USB	28,37	54422	6,4	N. A.	6,8	19471	46%	10,6%	10,7	6,5	6,7	32,4	33,4	14%	18%
PNC	64,49	33909	5,0	6,3	8,2	14749	63%	10,5%	10,5	6,4	8,1	59,7	75,7	-7%	17%
STI	32,53	16264	5,9	8,2	8,3	9138	59%	9,9%	11,1	6,7	8,2	45,8	56,3	41%	73%
COF	52,06	23573	2,9	N. A.	4,8	16438	60%	12,8%	9,9	6,0	4,8	77,8	61,6	50%	18%
BBT	29,12	20201	5,5	4,8	8,3	8981	52%	9,2%	12,3	7,3	8,2	41,8	46,4	43%	59%
RF	8,02	10074	4,7	7,0	8,0	6753	60%	10,2%	10,5	6,3	7,9	12,3	15,4	54%	92%
FITB	15,46	14188	5,7	9,7	12,4	6355	48%	11,1%	10,8	6,5	12,3	21,4	40,4	38%	161%
KEY	9,54	8400	5,9	6,3	6,9	4499	61%	10,0%	11,3	6,8	6,8	12,4	12,4	30%	30%
MTB	89,86	10727	6,8	4,7	9,7	4129	55%	9,2%	13,3	7,9	9,6	112,4	136,1	25%	51%
CMA	39,82	7028	7,7	5,9	7,2	2650	53%	9,9%	11,1	6,7	7,1	42,6	45,5	7%	14%
MI	7,38	3896	4,8	5,9	9,4	2307	61%	10,7%	9,7	5,9	9,3	9,1	14,3	23%	93%
HBAN	7,53	6500	6,5	6,5	7,9	2815	59%	10,6%	10,5	6,3	7,8	7,7	9,5	2%	26%
ZION	24,96	4442	8,3	6,9	8,5	2443	57%	10,4%	10,0	6,1	8,4	32,3	44,8	29%	80%
SNV	2,87	2253	9,1	4,1	11,2	1266	65%	10,6%	8,8	5,4	11,0	2,7	5,6	-4%	95%
FHN	11,85	3121	9,8	6,3	13,1	1599	71%	8,9%	12,4	7,4	12,9	12,0	20,9	1%	76%
BOKF	52,18	3553	7,0	7,0	7,7	1245	60%	8,6%	13,0	7,7	7,6	51,8	50,9	-1%	-2%
ASBC	14,85	2570	7,3	6,4	8,9	1011	50%	9,1%	12,1	7,3	8,8	19,5	23,6	31%	59%
CYN	59,97	3126	9,3	8,1	8,5	1110	53%	9,1%	12,6	7,5	8,4	69,2	77,1	15%	29%
EWBC	23,4975	3478	7,4	N. A.	10,4	873	44%	10,3%	11,6	7,0	10,3	20,9	30,8	-11%	31%
CBSH	41,3	3599	8,3	6,6	8,9	1081	59%	8,4%	13,3	7,9	8,8	37,5	41,4	-9%	0%
WBS	23,39	2039	8,0	4,1	7,5	765	57%	10,7%	9,6	5,9	7,5	19,9	25,3	-15%	8%
TCB	16,38	2337	4,9	5,5	9,4	1192	60%	9,7%	12,3	7,4	9,3	22,4	28,4	37%	73%
FULT	11,09	2206	6,4	8,2	10,3	772	54%	8,4%	13,3	7,9	10,2	13,2	17,1	19%	54%
CFR	59,61	3647	11,8	11,1	9,8	946	61%	8,5%	14,4	8,5	9,7	47,9	54,3	-20%	-9%
VLY	13,72	2213	9,2	7,4	10,9	580	47%	8,7%	13,6	8,1	10,8	14,2	18,9	3%	38%
SUSQ	9,99	1297	6,3	7,3	9,3	625	66%	9,6%	11,5	6,9	9,1	10,5	13,9	5%	39%
BXS	15,7	1311	6,1	6,2	8,6	718	62%	8,3%	13,4	8,0	8,5	23,9	25,6	52%	63%
SIVB	54,88	2305	9,5	6,7	11,5	766	61%	12,8%	12,7	7,6	11,4	47,9	71,8	-13%	31%
BOH	47,76	2303	7,3	6,0	8,6	604	60%	8,9%	13,5	8,0	8,5	37,5	39,7	-22%	-17%
WTFC	33,31	1161	6,4	N. A.	9,7	646	65%	9,0%	13,2	7,8	9,6	46,8	57,2	40%	72%
PVTB	15,5	1106	5,7	N. A.	10,8	535	56%	9,9%	12,2	7,3	10,7	21,8	31,8	41%	105%
CRBC	0,7833	311	2,6	7,3	9,5	411	62%	10,1%	11,0	6,6	9,4	2,4	3,4	205%	331%
WTNY	13,6	1314	13,4	7,6	9,7	543	62%	9,3%	12,1	7,3	9,6	14,3	18,9	5%	39%
IBOC	19,53	1322	5,3	N. A.	8,5	550	51%	9,0%	11,7	7,0	8,4	25,7	30,7	32%	57%
UMBF	42,33	1710	10,6	8,7	13,9	789	75%	8,0%	14,8	8,8	13,7	39,8	62,2	-6%	47%
CATY	18,85	1480	8,8	6,1	9,8	378	37%	10,1%	11,9	7,1	9,7	19,8	27,0	5%	43%
MBFI	20,47	1105	5,4	N. A.	8,4	486	58%	9,0%	12,5	7,5	8,3	26,4	29,3	29%	43%
FMER	17,09	1859	8,1	8,5	8,3	729	54%	9,1%	13,3	7,9	8,2	22,7	23,6	33%	38%
IBKC	57,65	1549	13,5	N. A.	8,4	491	56%	8,0%	13,5	8,0	8,3	59,9	61,9	4%	7%
TRMK	24,69	1577	8,1	6,2	8,7	522	54%	8,6%	12,7	7,6	8,6	26,3	29,9	7%	21%
NPBC	8,43	1152	7,9	7,9	11,0	399	59%	9,1%	12,8	7,6	10,8	8,4	11,9	-1%	41%
UMPQ	11,89	1362	8,5	N. A.	9,1	503	61%	9,3%	12,8	7,6	9,0	11,9	14,1	0%	19%
PRSP	40,2	1876	9,1	N. A.	9,8	406	50%	8,5%	14,0	8,3	9,6	33,6	39,0	-16%	-3%
FNB	10,61	1279	8,4	2,8	8,4	460	61%	8,6%	11,1	6,7	8,3	9,2	11,3	-14%	6%
HBHC	33,06	1220	9,0	N. A.	9,2	760	61%	8,0%	13,6	8,1	9,1	60,4	68,0	83%	106%
ONB	11,62	1101	13,0	9,6	11,7	430	62%	8,2%	13,9	8,2	11,6	13,2	18,5	13%	59%
UCBI	1,89	179	111,8	N. A.	10,4	293	61%	9,8%	11,8	7,1	10,3	7,9	11,4	318%	505%
UBSI	28,79	1255	9,8	7,0	9,6	356	47%	9,2%	12,5	7,5	9,5	29,9	38,1	4%	32%
FMBI	12,46	923	8,6	6,3	10,5	406	51%	9,8%	11,8	7,1	10,4	17,5	25,8	41%	107%
PRK	68	1042	6,3	8,7	10,5	360	48%	8,4%	14,3	8,5	10,4	96,3	117,9	42%	73%
CVBF	8,66	917	6,0	5,6	10,2	268	46%	9,4%	12,4	7,4	10,0	9,2	12,5	6%	44%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Сводная оценка переоцененности/недооцененности

Исходя из проведенного анализа можно увидеть, что наиболее недооцененными выглядят крупнейшие банки США: BAC (Bank of America), JPM (JPMorgan Chase), C (Citigroup) и WFC (Wells Fargo). Также значительный апсайд наблюдается в CRBC (Citizens Bank) и UCBI (United Community Bank) – это банки, чьи котировки в значительной мере пострадали в последнее время из-за беспокойства инвесторов относительно качества кредитного портфеля данных финансовых институтов и возможного значительного разводнения капитала/продажи по низким мультипликаторам.

Ticker	P/B Implied ups./down.		P/E Implied ups./down.		Mcap/PTPP Implied ups./down.		Average	Median
	1 method	2 method	1 method	2 method	1 method	2 method		
BAC	48%	10%	8%	1%	87%	108%	44%	29%
JPM	36%	24%	78%	11%	40%	28%	36%	32%
C	18%	-27%	18%	-15%	50%	67%	19%	18%
WFC	17%	19%	22%	-3%	27%	76%	26%	20%
USB	-6%	0%	-3%	-19%	14%	18%	1%	-1%
PNC	10%	-13%	0%	-12%	-7%	17%	-1%	-4%
STI	6%	-44%	-28%	-35%	41%	73%	2%	-11%
COF	-7%	-76%	16%	-36%	50%	18%	-6%	4%
BBT	17%	0%	8%	-8%	43%	59%	20%	12%
RF	16%	-42%	-29%	-32%	54%	92%	10%	-6%
FITB	1%	-26%	3%	-25%	38%	161%	26%	2%
KEY	1%	-44%	-12%	-25%	30%	30%	-3%	-6%
MTB	2%	-6%	14%	-14%	25%	51%	12%	8%
CMA	-12%	-44%	-31%	-38%	7%	14%	-17%	-22%
MI	-15%	-55%	-47%	-49%	23%	93%	-8%	-31%
HBAN	-2%	-16%	-9%	-21%	2%	26%	-3%	-5%
ZION	-10%	-61%	-40%	-40%	29%	80%	-7%	-25%
SNV	-20%	-62%	-61%	-51%	-4%	95%	-17%	-36%
FHN	2%	-27%	-22%	-30%	1%	76%	0%	-11%
BOKF	5%	-10%	3%	-11%	-1%	-2%	-3%	-2%
ASBC	6%	-35%	-15%	-24%	31%	59%	4%	-5%
CYN	-12%	-26%	-15%	-29%	15%	29%	-6%	-14%
EWBC	-16%	-29%	-9%	-31%	-11%	31%	-11%	-13%
CBSH	-8%	-13%	-7%	-20%	-9%	0%	-9%	-9%
WBS	-25%	-52%	-48%	-49%	-15%	8%	-30%	-36%
TCB	-13%	-27%	-3%	-25%	37%	73%	7%	-8%
FULT	17%	-4%	10%	-5%	19%	54%	15%	14%
CFR	-12%	-15%	2%	-26%	-20%	-9%	-13%	-13%
VLY	-7%	-20%	-5%	-26%	3%	38%	-3%	-6%
SUSQ	25%	-92%	-25%	-31%	5%	39%	-13%	-10%
BXS	8%	-31%	-13%	-24%	52%	63%	9%	-2%
SIVB	-51%	-67%	-7%	-64%	-13%	31%	-28%	-32%
BOH	-12%	2%	2%	-23%	-22%	-17%	-11%	-14%
WTFC	29%	-41%	-4%	-25%	40%	72%	12%	13%
PVTB	-9%	-72%	-15%	-36%	41%	105%	2%	-12%
CRBC	77%	N. A.	41%	23%	205%	331%	135%	77%
WTNY	-22%	N. A.	-46%	-54%	5%	39%	-15%	-22%
IBOC	16%	-16%	-8%	-11%	32%	57%	11%	4%
UMBF	-8%	-17%	-1%	-26%	-6%	47%	-2%	-7%
CATY	-10%	-40%	-7%	-28%	5%	43%	-6%	-8%
MBFI	18%	-24%	3%	-12%	29%	43%	9%	10%
FMER	4%	-26%	9%	-17%	33%	38%	7%	6%
IBKC	3%	-29%	-18%	-27%	4%	7%	-10%	-8%
TRMK	-1%	-22%	-13%	-22%	7%	21%	-5%	-7%
NPBC	2%	-27%	-6%	-23%	-1%	41%	-2%	-4%
UMPQ	5%	-50%	-20%	-37%	0%	19%	-14%	-10%
PRSP	7%	-11%	12%	-13%	-16%	-3%	-4%	-7%
FNB	15%	-16%	-27%	-14%	-14%	6%	-8%	-14%
HBHC	1%	1%	0%	-12%	83%	106%	30%	1%
ONB	10%	-24%	0%	-18%	13%	59%	7%	5%
UCBI	72%	N. A.	-17%	-31%	318%	505%	169%	72%
UBSI	-12%	-27%	-17%	-31%	4%	32%	-8%	-14%
FMBI	-3%	-49%	-22%	-35%	41%	107%	6%	-12%
PRK	8%	11%	28%	-4%	42%	73%	26%	20%
CVBF	5%	-11%	6%	-13%	6%	44%	6%	6%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Завараев Михаил,
Тел.: (495) 783 30 50 доб. 9054
Zavaraev@arbatcapital.ru

Департамент по управлению ценными бумагами

Александр Орлов, CFA,
управляющий директор
(глобальные рынки, стратегии инвестирования, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 91-52)
Orlov@arbatcapital.ru

Аналитический департамент

Сергей Фундобный,
начальник аналитического департамента
(макроэкономика США, ЕС, Россия, Китай,
фондовые рынки, валюты)
(495) 780 01 11 (доб. 90-23)
Fundobny@arbatcapital.ru

Алексей Павлов,
заместитель начальника
аналитического департамента
(макроэкономика, фондовые рынки,
потребительский сектор, девелопмент)
(495) 780 01 11 (доб. 92-07)
Pavlov@arbatcapital.ru

Михаил Завараев,
ведущий аналитик
(финансовый сектор в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-54)
Zavaraev@arbatcapital.ru

Виталий Громадин,
старший аналитик
(нефтегазовая отрасль в РФ и за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 90-50)
Gromadin@arbatcapital.ru

Инга Фокша,
старший аналитик
(сектор высоких технологий за рубежом)
(495) 780 01 11 (доб. 92-22)
Foksha@arbatcapital.ru

Артем Бахтигозин,
аналитик
(металлургия, горнодобывающая,
трубная промышленность в РФ)
(495) 780 01 11 (доб. 90-20)
Bahtigozin@arbatcapital.ru

Управление активами

Михаил Бондарь
Bondar@arbatcapital.ru

Юрий Тришин
Trishin@arbatcapital.ru

Валерий Сигачев
Sigachev@arbatcapital.ru

Юрий Балута
Baluta@arbatcapital.ru

Александр Шалягин
Shalyagin@arbatcapital.ru

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены Арбат Капиталом и предназначаются исключительно для сведения клиентов компании. Несмотря на то, что были приложены значительные усилия, чтобы сделать информацию, содержащуюся в настоящей публикации, как можно более достоверной и полезной, Арбат Капитал не претендует на ее полноту. Содержащаяся в настоящем документе информация может быть изменена без предварительного уведомления. Арбат Капитал и любые из его представителей и сотрудников могут, в рамках закона, иметь позицию или какой либо иной интерес (включая покупку или продажу своим клиентам на принципиальной основе) в любой сделке, в любых инвестициях (включая производные инструменты) прямо или косвенно в предмете настоящей публикации. Ни Арбат Капитал, ни кто-либо из его представителей или сотрудников не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования настоящей публикации или ее содержания.

При использовании информации из данного материала ссылка на Арбат Капитал обязательна.