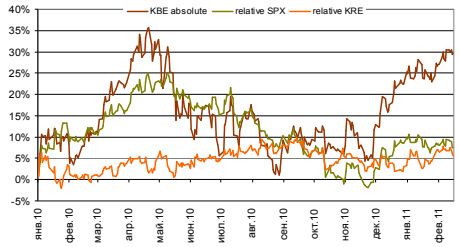
21 февраля 2011 г.

Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

Динамика банковских индексов



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
HBHC	4,7%	11,0%	-14,0%
CRBC	6,0%	24,1%	-0,2%
WTNY	5,5%	5,2%	10,7%
PRSP	5,0%	3,5%	3,1%
MBFI	4,9%	18,3%	6,2%
KBE	**-0,7%**	**3,0%**	**18,4%**
KRE	**0,5%**	**2,2%**	**13,6%**

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
UCBI	-9,0%	-1,7%	-59,8%
SNV	-5,2%	-5,6%	-4,9%
HBAN	-4,1%	2,8%	48,9%
ZION	-3,4%	-0,9%	30,7%
WFC	-3,3%	0,4%	19,3%

Источник: Bloomberg

За прошедшую неделю банковские акции США чувствовали себя хуже широкого рынка: S&P 500 за это время прибавил более 1%, в то время как индекс региональных банков США вырос на 0.5%, а относительно крупные банки США и вовсе снизились на 0.7%.

Макроэкономические данные носили в большей мере негативный характер на прошедшей неделе, что, вероятно, в определенной мере сказалось и на котировках финансового сектора. Индикаторы торгово-промышленных кредитов оказались в целом хуже ожиданий: разочаровали инвесторов промышленное производство, использование мощностей и опережающие индикаторы. Индикаторы потребительского рынка также не порадовали: обращения за пособием по безработице и розничные продажи оказались хуже ожиданий. Лучше ожиданий были лишь запасы и продажи новых жилых домов.

Банковский комитет палаты представителей США, который обсуждал законопроект Дарбина относительно ужесточения регулирования в сфере дебетовых карт, не добавил ясности касательно того, будет ли отсрочка во ведении этих правил и будет ли смягчение в предлагаемом законопроекте. В целом вероятность этих событий, с нашей точки зрения, растет, однако отсутствие каких-то четких заявлений по итогам заседания в четверг негативно отразилось на котировках. Прежде всего, это видно по динамике акций TCB (TCF Financial) в конце недели, бизнес которого является наиболее уязвимым к предлагаемому законопроекту. Ожидается, что финальные правила появятся до 21 апреля.

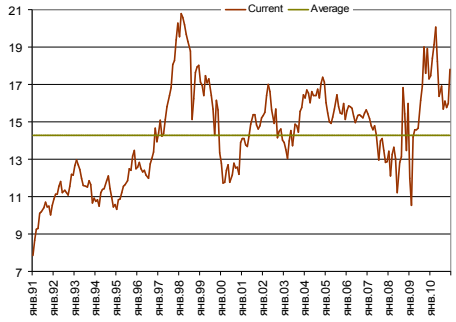
Негативная динамика HBAN (Huntington Bancshares) и SNV (Synovus Financial) объясняется понижением рекомендаций со стороны Bank of America на прошедшей неделе. По HBHC (Hancock Holding), напротив, было повышение рекомендации от Macquire. В начале недели ZION (Zions Bancorporation) объявил о конвертации $85.6 млн. субординированного долга в привилегированные акции, что окажет негативное влияние на EPS 2011 года, однако в будущем эффект на EPS будет позитивным. Однако, с нашей точки зрения, данное событие кардинально ничего не меняет. ZION остается нашим top-pick среди американских банков средней капитализации. По другим банкам, показавшим лучшую/худшую динамику на прошедшей неделе, значимых новостей не наблюдалось. Вероятно, инвесторы пытаются отыграть спекуляции на тему возможного роста сделок M&A в сегменте малых банков США, а также заработать на соотношении риска размытия капитала и потенциала роста из-за низких мультипликаторов, как в случае UCBI (United Community Banks) и CRBC (Citizens Republic Bancorp), и технических факторах, как в случае с WFC (Wells Fargo), который «уперся» в свои апрельские максимумы и отвалился от них.

В ближайшие несколько недель мы увидим решение регулятора относительно возможностей тех или иных банков увеличивать дивиденды и объемы обратного выкупа акций. Событие в целом позитивное, однако, с нашей точки зрения, оно уже во многом учтено в котировках банковских акций. Более того, исходя из комментариев самих банков на последних финансовых конференциях, агрессивного возврата капитала акционерам не предвидится, хотя часть рынка надеялась на это. В ближайшее время мы также увидим модифицированную отчетность по форме 10K, в которой будет представлена более детальная информация по качественным характеристикам кредитного портфеля. В целом новость позитивная, так как последние данные свидетельствуют о том, что худшее для американских банков в данном вопросе позади. Хорошую динамику на публикации этих отчетов могут про-

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

Рисунок 1

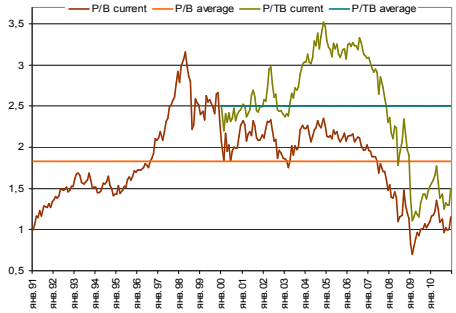
Динамика P/E



*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

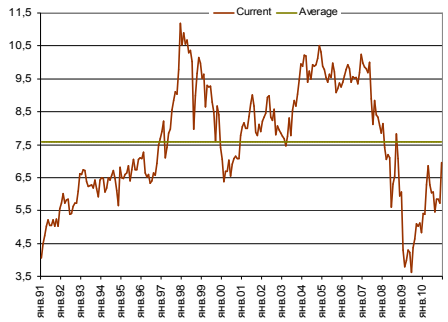
Динамика P/B и P/TB



*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, умнл-женных на 4
*** Average – среднее за весь период наблюдений
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

демонстрировать UCBI и CRBC, так как качество кредитного портфеля – это один из основных рисков вложения в эти банки. Но в случае, если им не удастся порадовать инвесторов, также может произойти и значительная просадка котировок.

Мы по-прежнему позитивно смотрим на банковскую отрасль США, однако в целом отдаем предпочтение крупнейшим финансовым институтам по сравнению со средними и малыми банками. Нашими лучшими идеями в банковском секторе США остаются BAC (Bank of America), JPM (JPMorgan Chase), ZION (Zions Bancorporation), BPOP (Popular Inc.), HBAN (Huntington Bancshares Inc.) и BBT (BB&T).

Текущие мультипликаторы

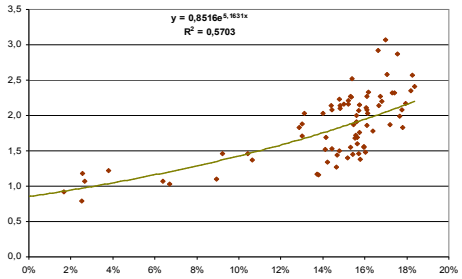
	P/E					P/B				P/TB		Market cap to PTPP		
	Cur.	12E cons	13E cons	91-97 avg.	00-06 avg.	Cur.	12E cons	91-91 avg.	00-06 avg.	Cur.	00-06 avg.	Cur	91-97 avg.	00-06 avg.
BAC	11,0	7,8	7,1	N.A.	11,7	0,70	0,61	N.A.	2,0	1,2	3,2	3,5	N.A.	6,3
JPM	9,6	8,6	7,8	N.A.	14,7	1,12	0,92	N.A.	1,7	1,6	2,6	4	N.A.	7,4
C	14,0	9,4	8,7	N.A.	14,3	0,87	0,76	N.A.	2,7	1,1	4,1	3,7	N.A.	7,2
WFC	13,0	9,2	8,3	N.A.	16,9	1,46	1,21	N.A.	2,8	2,1	4,3	4,7	N.A.	9,6
USB	16,8	11,0	9,4	N.A.	13,6	1,99	1,63	N.A.	2,7	3,6	4,8	6,5	N.A.	6,8
PNC	11,8	10,1	9,2	17,3	13,6	1,14	0,96	1,8	2,3	1,8	4,4	4,9	6,3	8,2
STI	N. A.	14,5	10,9	14,0	13,8	0,87	0,82	1,9	1,9	1,5	2,6	5,8	8,2	8,3
COF	7,9	9,9	9,4	N.A.	15,7	0,90	0,79	N.A.	3,1	1,8	3,1	2,9	N.A.	4,8
BBT	22,7	11,0	9,2	33,2	14,1	1,20	1,08	1,8	2,3	2,0	3,3	5,3	4,8	8,3
RF	N. A.	13,4	9,5	12,6	12,7	0,73	0,73	1,8	1,7	1,3	2,7	4,5	7,0	8,0
FITB	23,8	10,6	9,8	17,8	21,1	1,15	0,96	3,0	3,7	1,5	4,3	5,5	9,7	12,4
KEY	20,3	12,5	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	15,0	12,4	10,9	11,4	17,1	1,43	1,25	1,7	2,2	2,7	4,2	6,9	4,7	9,7
CMA	34,5	15,6	10,8	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.	17,7	12,7	12,0	12,0	0,86	0,81	1,6	1,9	1,0	2,9	4,9	5,9	9,4
HBAN	34,4	10,6	9,7	12,8	14,9	1,35	1,12	2,0	2,0	1,6	2,3	6,2	6,5	7,9
ZION	N. A.	14,8	10,5	11,9	15,5	0,96	0,85	2,1	2,1	1,2	3,3	8	6,9	8,5
SNV	N. A.	17,3	8,7	8,5	9,2	1,04	0,97	1,4	1,6	0,7	1,6	8,6	4,1	11,2
FHN	N. A.	15,4	10,4	12,4	13,8	1,18	1,13	2,1	2,6	1,3	3,0	9,7	6,3	13,1
BOKF	13,3	12,4	11,1	11,1	14,9	1,40	1,21	2,0	1,9	1,4	2,3	7	7,0	7,7
ASBC	N. A.	14,0	11,7	14,8	13,4	0,98	0,90	1,8	2,1	1,5	2,9	7,3	6,4	8,9
CYN	26,4	15,1	13,1	15,0	15,3	1,62	1,42	1,6	2,4	2,2	3,2	9,4	8,1	8,5
EWBC	27,2	13,0	10,7	N.A.	18,3	1,63	1,41	N.A.	2,9	2,0	3,4	7,4	N.A.	10,4
CBSH	15,4	14,1	13,0	11,9	14,9	1,75	1,56	1,5	2,2	1,9	2,2	8,2	6,6	8,9
WBS	23,1	16,9	12,9	11,3	12,3	1,15	1,03	1,0	1,6	1,7	2,5	8	4,1	7,5
TCB	15,8	13,4	9,8	12,6	15,2	1,62	1,42	1,7	3,6	1,8	4,4	5,1	5,5	9,4
FULT	17,3	12,1	10,8	13,2	16,0	1,17	1,04	1,7	2,2	1,6	2,9	6,3	8,2	10,3
CFR	17,6	15,4	13,3	53,0	16,7	1,79	1,62	1,5	2,8	2,4	3,5	12	11,1	9,8
VLY	16,4	15,0	13,5	13,6	17,4	1,72	1,65	2,4	3,4	2,3	3,8	9,3	7,4	10,9
SUSQ	50,6	14,7	11,4	12,1	14,6	0,66	0,68	1,4	1,6	1,4	2,1	6,4	7,3	9,3
BXS	59,4	15,5	10,6	11,8	14,7	1,09	1,05	1,5	1,9	1,4	2,2	6,3	6,2	8,6
SIVB	24,8	17,7	14,4	22,0	19,0	1,84	1,53	1,7	2,6	1,8	2,7	9,6	6,7	11,5
BOH	12,7	14,0	12,8	11,4	16,0	2,28	2,09	1,5	2,4	2,4	2,6	7,3	6,0	8,6
WTFC	225,7	14,4	10,8	N.A.	18,5	0,85	0,93	N.A.	2,1	1,1	2,7	6,5	N.A.	9,7
PVTB	N. A.	15,3	10,1	N.A.	20,0	1,11	1,00	N.A.	2,4	1,3	3,0	5,7	N.A.	10,8
CRBC	N. A.	8,1	4,9	12,9	18,8	0,45	0,45	1,3	1,8	0,8	2,1	2,7	7,3	9,5
WTNY	N. A.	23,4	19,3	11,1	15,9	1,03	1,08	1,4	1,8	1,5	2,2	14	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	5,4	N.A.	8,5
UMBF	18,5	15,7	13,8	13,9	17,3	1,59	1,39	1,3	1,3	2,2	1,5	10	8,7	13,9
CATY	626,3	13,1	10,7	12,2	16,3	1,25	1,09	1,5	2,4	1,7	3,2	8,8	6,1	9,8
MBFI	N. A.	12,7	10,6	N.A.	15,4	1,02	0,91	N.A.	1,9	1,6	2,5	5,7	N.A.	8,4
FMER	16,2	12,9	11,2	14,9	15,7	1,25	1,17	1,7	2,2	1,9	2,6	8,2	8,5	8,3
IBKC	28,7	16,0	12,6	N.A.	14,5	1,18	1,10	N.A.	1,6	1,5	2,4	13	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	34,6	13,6	11,9	14,3	16,4	1,15	1,03	2,2	2,2	1,6	3,2	7,8	7,9	11,0
UMPQ	92,2	16,6	13,4	N.A.	16,7	0,84	0,79	N.A.	1,8	1,4	3,1	8,6	N.A.	9,1
PRSP	15,4	13,7	12,5	N.A.	16,3	1,36	1,19	N.A.	2,2	3,9	4,3	9,6	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	23,2	14,2	11,3	11,2	15,7	1,52	1,16	1,5	2,0	1,7	2,3	9,6	N.A.	9,2
ONB	21,7	14,3	12,2	16,5	17,6	1,16	1,08	2,1	2,3	1,5	2,7	13	9,6	11,7
UCBI	N. A.	12,0	5,5	N.A.	18,0	0,35	0,40	N.A.	2,5	0,4	3,3	102	N.A.	10,4
UBSI	15,9	14,9	14,6	13,4	14,9	1,57	1,42	1,7	2,3	2,6	3,0	9,7	7,0	9,6
FMBI	N. A.	15,1	9,9	14,2	15,9	1,01	0,91	1,6	2,8	1,5	3,4	8,6	6,3	10,5
PRK	15,0	11,8	9,8	15,3	17,7	1,61	1,45	2,6	2,9	1,8	3,0	6,3	8,7	10,5
CVBF	13,8	11,8	9,5	11,2	16,3	1,43	1,32	1,7	3,2	1,6	3,4	6	5,6	10,2
Median	**17,3**	**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

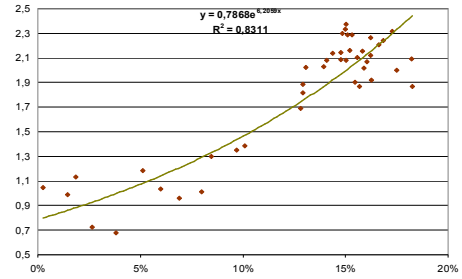
P/B vs ROCE*



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

Рисунок 5

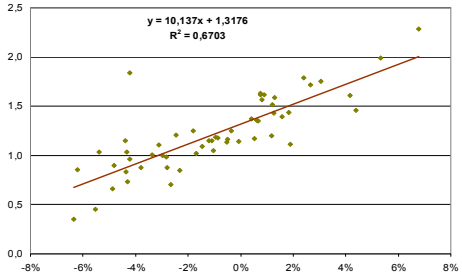
P/B vs ROCE*



*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

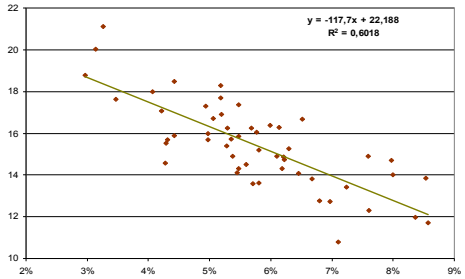
Tiker	Current price, $	Current P/B	Average P/B 1991-1997	Average P/B 2000-2006	Average ROE 1991-1997	Average ROE 2000-2006	Beta 1991-1997	Beta 2000-2006	Current Beta	Beta est	COE est	ROE 12 E	Implied g	BPS 12e, $	Implied price, $ 1 meth.	Implied price, $ 2 meth.	Implied ups./down. 1 meth.	Implied ups./down. 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).

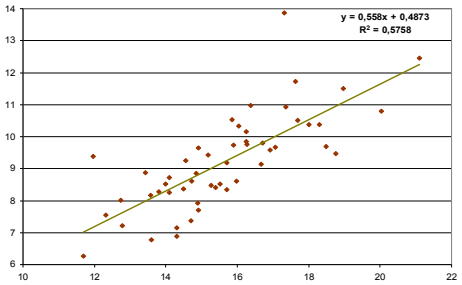
Ticker	Current price, $	Current P/E	P/E12e	Average P/E		DPR	Implied g	COE e	COE hist	Implied PE		EPS	Implied price		Implied ups./down.	
				1991-1997	2000-2006	2000-2006			2000-2006	1 meth.	2 meth.	2012E	1 method	2 method	1 meth.	2 meth.
BAC	14,8	11,0	7,8	N. A.	11,7	43%	0,7%	11,4%	9,2%	9,4	8,8	1,88	15,9	14,9	8%	1%
JPM	48,0	9,6	8,6	N. A.	14,7	50%	3,0%	10,1%	11,0%	16,5	10,3	5,59	84,3	52,5	76%	9%
C	4,9	14,0	9,4	N. A.	14,3	38%	4,2%	11,4%	10,4%	12,2	8,7	0,52	5,7	4,1	17%	-16%
WFC	32,6	13,0	9,2	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,3%	8,6%	12,6	10,1	3,57	41,0	32,6	26%	0%
USB	28,6	16,8	11,0	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,6%	9,6%	11,7	9,8	2,60	27,6	23,1	-3%	-19%
PNC	64,0	11,8	10,1	17,3	13,6	46%	3,6%	10,5%	9,3%	11,2	9,9	6,33	64,5	56,7	1%	-11%
STI	31,7	N. A.	14,5	14,0	13,8	38%	2,0%	9,9%	8,7%	11,7	10,5	2,19	23,3	21,0	-26%	-34%
COF	52,7	7,9	9,9	N. A.	15,7	2%	6,7%	12,8%	11,7%	12,8	7,1	5,31	60,4	33,5	15%	-36%
BBT	28,4	22,7	11,0	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,58	31,4	26,8	11%	-6%
RF	7,8	N. A.	13,4	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,58	5,7	5,4	-27%	-30%
FITB	15,0	23,8	10,6	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,42	16,1	11,7	7%	-22%
KEY	9,5	20,3	12,5	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,76	8,4	7,2	-11%	-24%
MTB	91,0	15,0	12,4	11,4	17,1	25%	4,5%	9,2%	8,7%	15,2	11,4	7,35	102,5	76,8	13%	-16%
CMA	39,7	34,5	15,6	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,54	27,0	24,4	-32%	-38%
MI	7,6	N. A.	17,7	12,0	12,0	30%	0,5%	10,7%	8,9%	9,9	9,6	0,43	3,8	3,7	-49%	-51%
HBAN	7,2	34,4	10,6	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,68	6,9	6,0	-4%	-17%
ZION	24,1	N. A.	14,8	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,63	14,9	14,8	-38%	-39%
SNV	2,7	N. A.	17,3	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,16	1,1	1,4	-59%	-49%
FHN	11,8	N. A.	15,4	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,77	9,2	8,3	-22%	-30%
BOKF	51,6	13,3	12,4	11,1	14,9	0%	0,5%	8,6%	8,1%	13,9	12,1	4,15	53,5	46,2	4%	-10%
ASBC	14,9	N. A.	14,0	14,8	13,4	44%	1,5%	9,1%	8,7%	12,8	11,5	1,06	12,5	11,2	-16%	-25%
CYN	60,8	26,4	15,1	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	4,03	50,8	42,7	-16%	-30%
EWBC	23,2	27,2	13,0	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,78	21,5	16,3	-8%	-30%
CBSH	41,0	15,4	14,1	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,91	38,6	33,2	-6%	-19%
WBS	23,4	23,1	16,9	11,3	12,3	24%	1,1%	10,7%	8,7%	9,7	9,5	1,39	12,2	12,0	-48%	-49%
TCB	16,8	15,8	13,4	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	1,25	15,8	12,4	-6%	-26%
FULT	11,0	17,3	12,1	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,91	12,1	10,4	10%	-6%
CFR	60,4	17,6	15,4	53,0	16,7	133%	3,5%	8,5%	8,6%	16,7	12,1	3,94	60,9	44,1	1%	-27%
VLY	13,8	16,4	15,0	13,6	17,4	56%	2,6%	8,7%	8,0%	15,4	11,9	0,92	13,0	10,1	-5%	-27%
SUSQ	10,1	50,6	14,7	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,69	7,5	6,9	-25%	-32%
BXS	16,0	59,4	15,5	11,8	14,7	47%	1,8%	8,3%	8,1%	14,3	12,5	1,04	13,7	12,0	-14%	-25%
SIVB	55,5	24,8	17,7	22,0	19,0	0%	3,0%	12,8%	12,5%	18,3	7,1	3,14	51,2	19,8	-8%	-64%
BOH	48,0	12,7	14,0	11,4	16,0	41%	3,7%	8,9%	8,7%	15,4	11,7	3,43	48,5	37,0	1%	-23%
WTFC	33,9	225,7	14,4	N. A.	18,5	14%	3,5%	9,0%	7,9%	14,8	11,6	2,36	32,1	25,1	-5%	-26%
PVTB	15,7	N. A.	15,3	N. A.	20,0	9%	5,4%	9,9%	8,6%	14,0	10,5	1,03	13,1	9,8	-16%	-37%
CRBC	0,8	N. A.	8,1	12,9	18,8	59%	5,4%	10,1%	8,4%	11,8	10,3	0,10	1,1	1,0	33%	16%
WTNY	14,4	N. A.	23,4	11,1	15,9	51%	3,9%	9,3%	8,3%	13,0	11,2	0,61	7,3	6,3	-49%	-56%
IBOC	19,6	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%	-12%
UMBF	41,7	18,5	15,7	13,9	17,3	35%	3,0%	8,0%	7,9%	17,0	12,7	2,65	41,7	31,3	0%	-25%
CATY	18,8	626,3	13,1	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,44	17,6	13,5	-6%	-28%
MBFI	21,5	N. A.	12,7	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,70	21,0	18,1	-2%	-16%
FMER	17,4	16,2	12,9	14,9	15,7	63%	4,6%	9,1%	8,9%	15,1	11,5	1,35	18,7	14,3	7%	-18%
IBKC	57,2	28,7	16,0	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,57	47,1	42,2	-18%	-26%
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	8,3	34,6	13,6	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,61	7,9	6,5	-5%	-22%
UMPQ	12,0	92,2	16,6	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,72	9,5	7,5	-21%	-38%
PRSP	42,2	15,4	13,7	N. A.	16,3	20%	2,1%	8,5%	8,3%	15,8	12,2	3,09	45,2	35,0	7%	-17%
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	35,2	23,2	14,2	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,48	33,2	29,5	-6%	-16%
ONB	11,7	21,7	14,3	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	0,82	11,6	9,5	-1%	-19%
UCBI	1,7	N. A.	12,0	N. A.	18,0	18%	4,1%	9,8%	8,2%	12,9	10,7	0,14	1,7	1,4	-2%	-19%
UBSI	28,5	15,9	14,9	13,4	14,9	46%	3,4%	9,2%	8,7%	13,7	11,3	1,91	24,0	19,9	-16%	-30%
FMBI	12,5	N. A.	15,1	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,83	9,8	8,1	-22%	-35%
PRK	67,9	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	29%	-4%
CVBF	8,7	13,8	11,8	11,2	16,3	39%	2,6%	9,4%	8,2%	13,6	11,2	0,74	9,2	7,5	5%	-13%
Median		**17,3**	**13,8**	**12,6**	**15,4**	**42%**	**3%**	**9%**	**9%**	**13,4**	**11,2**	**1,6**			**-5,6%**	**-23,9%**

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	14,75	148756	3,5	N. A.	6,3	113910	51%	11,4%	9,1	5,5	6,2	27,6	30,9	87%	110%
JPM	48,00	187694	4,0	N. A.	7,4	105208	67%	10,1%	13,4	8,0	7,3	65,4	60,0	36%	25%
C	4,91	142677	3,7	N. A.	7,2	87966	58%	11,4%	10,5	6,3	7,1	7,3	8,2	49%	67%
WFC	32,64	171319	4,7	N. A.	9,6	89127	59%	10,3%	11,3	6,8	9,5	42,9	59,9	31%	84%
USB	28,56	54787	6,5	N. A.	6,8	19471	46%	10,6%	10,7	6,5	6,7	32,4	33,6	13%	18%
PNC	63,99	33646	4,9	6,3	8,2	14749	63%	10,5%	10,5	6,4	8,1	59,7	76,1	-7%	19%
STI	31,74	15869	5,8	8,2	8,3	9138	59%	9,9%	11,1	6,7	8,2	45,8	56,6	44%	78%
COF	52,69	23858	2,9	N. A.	4,8	16438	60%	12,8%	9,9	6,0	4,8	77,8	62,0	48%	18%
BBT	28,41	19709	5,3	4,8	8,3	8981	52%	9,2%	12,3	7,3	8,2	41,8	46,7	47%	64%
RF	7,79	9785	4,5	7,0	8,0	6753	60%	10,2%	10,5	6,3	8,0	12,3	15,5	58%	99%
FITB	14,99	13759	5,5	9,7	12,4	6355	48%	11,1%	10,8	6,5	12,4	21,4	40,6	43%	171%
KEY	9,53	8391	5,9	6,3	6,9	4499	61%	10,0%	11,3	6,8	6,8	12,4	12,5	30%	31%
MTB	91,01	10865	6,9	4,7	9,7	4129	55%	9,2%	13,3	7,9	9,6	112,4	136,8	23%	50%
CMA	39,65	6998	7,7	5,9	7,2	2650	53%	9,9%	11,1	6,7	7,2	42,6	45,8	8%	15%
MI	7,57	3997	4,9	5,9	9,4	2307	61%	10,7%	9,7	5,9	9,3	9,1	14,3	20%	89%
HBAN	7,22	6233	6,2	6,5	7,9	2815	59%	10,6%	10,5	6,3	7,9	7,7	9,6	6%	32%
ZION	24,10	4289	8,0	6,9	8,5	2443	57%	10,4%	10,0	6,1	8,5	32,3	45,1	34%	87%
SNV	2,72	2136	8,6	4,1	11,2	1266	65%	10,6%	8,8	5,4	11,1	2,7	5,6	1%	107%
FHN	11,78	3103	9,7	6,3	13,1	1599	71%	8,9%	12,4	7,4	13,0	12,0	21,0	2%	78%
BOKF	51,62	3515	7,0	7,0	7,7	1245	60%	8,6%	13,0	7,7	7,7	51,8	51,2	0%	-1%
ASBC	14,92	2584	7,3	6,4	8,9	1011	50%	9,1%	12,1	7,3	8,8	19,5	23,7	30%	59%
CYN	60,76	3167	9,4	8,1	8,5	1110	53%	9,1%	12,6	7,5	8,4	69,2	77,6	14%	28%
EWBC	23,23	3439	7,4	N. A.	10,4	873	44%	10,3%	11,6	7,0	10,3	20,9	30,9	-10%	33%
CBSH	40,95	3568	8,2	6,6	8,9	1081	59%	8,4%	13,3	7,9	8,8	37,5	41,6	-8%	2%
WBS	23,37	2037	8,0	4,1	7,5	765	57%	10,7%	9,6	5,9	7,5	19,9	25,5	-15%	9%
TCB	16,79	2400	5,1	5,5	9,4	1192	60%	9,7%	12,3	7,4	9,4	22,4	28,5	33%	70%
FULT	11,04	2196	6,3	8,2	10,3	772	54%	8,4%	13,3	7,9	10,3	13,2	17,2	20%	55%
CFR	60,41	3696	11,9	11,1	9,8	946	61%	8,5%	14,4	8,5	9,8	47,9	54,6	-21%	-10%
VLY	13,77	2221	9,3	7,4	10,9	580	47%	8,7%	13,6	8,1	10,9	14,2	19,0	3%	38%
SUSQ	10,11	1312	6,4	7,3	9,3	625	66%	9,6%	11,5	6,9	9,2	10,5	14,0	3%	38%
BXS	16,03	1338	6,3	6,2	8,6	718	62%	8,3%	13,4	8,0	8,6	23,9	25,7	49%	60%
SIVB	55,50	2331	9,6	6,7	11,5	766	61%	12,8%	12,7	7,6	11,4	47,9	72,2	-14%	30%
BOH	47,96	2313	7,3	6,0	8,6	604	60%	8,9%	13,5	8,0	8,6	37,5	39,9	-22%	-17%
WTFC	33,86	1180	6,5	N. A.	9,7	646	65%	9,0%	13,2	7,8	9,6	46,8	57,5	38%	70%
PVTB	15,65	1117	5,7	N. A.	10,8	535	56%	9,9%	12,2	7,3	10,7	21,8	32,0	39%	104%
CRBC	0,83	330	2,7	7,3	9,5	411	62%	10,1%	11,0	6,6	9,4	2,4	3,4	188%	309%
WTNY	14,35	1387	14,1	7,6	9,7	543	62%	9,3%	12,1	7,3	9,7	14,3	19,0	0%	33%
IBOC	19,57	1325	5,4	N. A.	8,5	550	51%	9,0%	11,7	7,0	8,5	25,7	30,9	31%	58%
UMBF	41,71	1686	10,5	8,7	13,9	789	75%	8,0%	14,8	8,8	13,8	39,7	62,5	-5%	50%
CATY	18,79	1476	8,8	6,1	9,8	378	37%	10,1%	11,9	7,1	9,8	19,8	27,2	5%	45%
MBFI	21,48	1159	5,7	N. A.	8,4	486	58%	9,0%	12,5	7,5	8,3	26,4	29,4	23%	37%
FMER	17,36	1889	8,2	8,5	8,3	729	54%	9,1%	13,3	7,9	8,3	22,7	23,8	31%	37%
IBKC	57,17	1536	13,4	N. A.	8,4	491	56%	8,0%	13,5	8,0	8,3	60,0	62,2	5%	9%
TRMK	24,66	1575	8,1	6,2	8,7	522	54%	8,6%	12,7	7,6	8,7	26,3	30,1	7%	22%
NPBC	8,31	1135	7,8	7,9	11,0	399	59%	9,1%	12,8	7,6	10,9	8,4	12,0	1%	44%
UMPQ	11,99	1374	8,6	N. A.	9,1	503	61%	9,3%	12,8	7,6	9,1	11,9	14,2	-1%	18%
PRSP	42,21	1970	9,6	N. A.	9,8	406	50%	8,5%	14,0	8,3	9,7	33,6	39,2	-20%	-7%
FNB	10,63	1282	8,4	2,8	8,4	460	61%	8,6%	11,1	6,7	8,3	9,2	11,4	-14%	7%
HBHC	35,22	1299	9,6	N. A.	9,2	760	61%	8,0%	13,6	8,1	9,1	60,4	68,4	72%	94%
ONB	11,73	1112	13,1	9,6	11,7	430	62%	8,2%	13,9	8,2	11,6	13,2	18,6	12%	59%
UCBI	1,72	163	101,8	N. A.	10,4	293	61%	9,8%	11,8	7,1	10,3	7,9	11,5	359%	569%
UBSI	28,53	1244	9,7	7,0	9,6	356	47%	9,2%	12,5	7,5	9,6	29,9	38,3	5%	34%
FMBI	12,50	926	8,6	6,3	10,5	406	51%	9,8%	11,8	7,1	10,5	17,5	26,0	40%	108%
PRK	67,85	1040	6,3	8,7	10,5	360	48%	8,4%	14,3	8,5	10,5	96,3	118,5	42%	75%
CVBF	8,70	921	6,0	5,6	10,2	268	46%	9,4%	12,4	7,4	10,1	9,2	12,6	6%	45%
Median			**7,3**	**6,6**	**9,2**		**59%**	**9%**	**12,3**	**7,3**	**9,1**			**14,0%**	**44,6%**

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	49%	10%	8%	1%	87%	110%	44%	30%
JPM	35%	25%	76%	9%	36%	25%	34%	30%
C	18%	-27%	17%	-16%	49%	67%	18%	18%
WFC	21%	23%	26%	0%	31%	84%	31%	24%
USB	-7%	0%	-3%	-19%	13%	18%	0%	-2%
PNC	11%	-13%	1%	-11%	-7%	19%	0%	-3%
STI	7%	-42%	-26%	-34%	44%	78%	5%	-10%
COF	-8%	-76%	15%	-36%	48%	18%	-7%	4%
BBT	20%	2%	11%	-6%	47%	64%	23%	15%
RF	20%	-40%	-27%	-30%	58%	99%	13%	-3%
FITB	5%	-24%	7%	-22%	43%	171%	30%	6%
KEY	1%	-43%	-11%	-24%	30%	31%	-3%	-5%
MTB	1%	-7%	13%	-16%	23%	50%	11%	7%
CMA	-12%	-44%	-32%	-38%	8%	15%	-17%	-22%
MI	-20%	-56%	-49%	-51%	20%	89%	-11%	-35%
HBAN	3%	-12%	-4%	-17%	6%	32%	1%	-1%
ZION	-7%	-61%	-38%	-39%	34%	87%	-4%	-23%
SNV	-15%	-60%	-59%	-49%	1%	107%	-12%	-32%
FHN	3%	-27%	-22%	-30%	2%	78%	1%	-10%
BOKF	6%	-9%	4%	-10%	0%	-1%	-2%	0%
ASBC	5%	-36%	-16%	-25%	30%	59%	3%	-6%
CYN	-13%	-27%	-16%	-30%	14%	28%	-7%	-15%
EWBC	-15%	-29%	-8%	-30%	-10%	33%	-10%	-12%
CBSH	-7%	-12%	-6%	-19%	-8%	2%	-9%	-8%
WBS	-24%	-52%	-48%	-49%	-15%	9%	-30%	-36%
TCB	-14%	-28%	-6%	-26%	33%	70%	5%	-10%
FULT	17%	-4%	10%	-6%	20%	55%	15%	14%
CFR	-13%	-16%	1%	-27%	-21%	-10%	-14%	-14%
VLY	-8%	-20%	-5%	-27%	3%	38%	-3%	-6%
SUSQ	24%	-92%	-25%	-32%	3%	38%	-14%	-11%
BXS	7%	-32%	-14%	-25%	49%	60%	8%	-4%
SIVB	-52%	-67%	-8%	-64%	-14%	30%	-29%	-33%
BOH	-12%	2%	1%	-23%	-22%	-17%	-12%	-14%
WTFC	27%	-42%	-5%	-26%	38%	70%	10%	11%
PVTB	-10%	-72%	-16%	-37%	39%	104%	1%	-13%
CRBC	68%	N. A.	33%	16%	188%	309%	123%	68%
WTNY	-25%	N. A.	-49%	-56%	0%	33%	-20%	-25%
IBOC	16%	-16%	-8%	-12%	31%	58%	11%	4%
UMBF	-9%	-16%	0%	-25%	-5%	50%	-1%	-7%
CATY	-9%	-40%	-6%	-28%	5%	45%	-6%	-8%
MBFI	13%	-27%	-2%	-16%	23%	37%	5%	5%
FMER	2%	-28%	7%	-18%	31%	37%	5%	5%
IBKC	4%	-29%	-18%	-26%	5%	9%	-9%	-7%
TRMK	-1%	-22%	-13%	-22%	7%	22%	-5%	-7%
NPBC	4%	-26%	-5%	-22%	1%	44%	-1%	-2%
UMPQ	5%	-51%	-21%	-38%	-1%	18%	-15%	-11%
PRSP	2%	-15%	7%	-17%	-20%	-7%	-8%	-11%
FNB	15%	-16%	-27%	-14%	-14%	7%	-8%	-14%
HBHC	-5%	-4%	-6%	-16%	72%	94%	22%	-5%
ONB	9%	-25%	-1%	-19%	12%	59%	6%	4%
UCBI	90%	N. A.	-2%	-19%	359%	569%	200%	90%
UBSI	-11%	-26%	-16%	-30%	5%	34%	-7%	-13%
FMBI	-3%	-49%	-22%	-35%	40%	108%	6%	-12%
PRK	8%	11%	29%	-4%	42%	75%	27%	20%
CVBF	5%	-12%	5%	-13%	6%	45%	6%	5%
Median	**3%**	**-27%**	**-6%**	**-24%**	**14%**	**45%**	**0%**	**-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

Валерий Сигачев
Sigachev@arbatcapital.ru

Александр Шалягин
Shalyagin@arbatcapital.ru

Юрий Тришин
Trishin@arbatcapital.ru

Юрий Балута
Baluta@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.