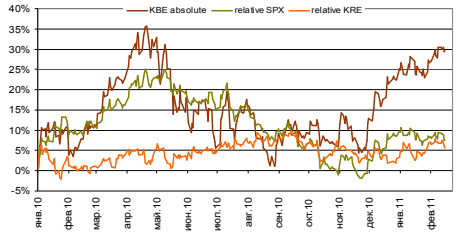
28 февраля 2011 г.

Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

Динамика банковских индексов



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
MI	1,7%	9,7%	8,3%
UBSI	1,3%	1,2%	16,0%
IBKC	1,2%	1,7%	1,1%
BOH	1,1%	2,3%	13,6%
WTNY	0,9%	6,3%	10,2%
KBE	**-2,7%**	**1,2%**	**13,3%**
KRE	**-1,5%**	**2,1%**	**8,8%**

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
UCBI	-20,7%	-16,5%	-65,8%
PVTB	-9,6%	-8,5%	8,2%
SNV	-8,2%	-3,0%	-10,2%
HBAN	-5,6%	-4,2%	44,2%
TRMK	-5,2%	-3,0%	2,1%

Источник: Bloomberg

За прошедшие 5 рабочих дней банковские акции США чувствовали себя хуже широкого рынка: S&P 500 за это время потерял 1.5%, в то время как индекс региональных банков США упал также на 1.5%, а относительно крупные банки США снизились на 2.7%.

Макроэкономические данные в целом носили нейтральный характер. Негатив со стороны относительно слабых продаж товаров длительного пользования и показателя ВВП хуже ожиданий был перекрыт достаточно сильными цифрами потребительского оптимизма и продолжающимся снижением обращений за пособием по безработице. Значительный негатив на рынок в целом оказывали новости из Ливии, которые в конечном итоге привели к росту нефти и распродажам на рынке акций, что в большей мере сказалось именно на банковских акциях, в силу их относительно высокой беты.

Данные FDIC свидетельствуют о том, что качество кредитного портфеля банков продолжает улучшаться. В прошедшем квартале снизились притоки в неработающие кредиты (по группе из 27 банков), доля «ранней» просрочки, доля неработающих кредитов и относительные списания. В целом событие ожидаемое, поэтому оно не оказало значительного воздействия на котировки. В данный момент качество кредитного портфеля американских банков находится на уровне второй половины 2008 г.

Среди негативных новостей для всех отраслей стоит отметить статью The Wall Street Journal о том, что администрация Обамы рассматривает возможность введения законопроекта, который может вынудить банки, прежде всего крупнейшие, списать часть долгов по ипотеке, что способно принести им совокупные убытки в размере $20 млрд. Если подобное произойдет, то мы можем увидеть значительную просадку банковских котировок, однако вероятность принятия этого законопроекта, с нашей точки зрения, очень низкая, так как в долгосрочном периоде он лишь навредит экономике США: в конечном итоге, банки будут перекладывать возможные убытки от этого закона на потребителей, в результате чего издержки по ипотечному кредиту для конечного заемщика лишь возрастут, что никак не поможет восстановлению и без того слабых рынков жилья и жилищной ипотеки.

Значительная просадка котировок UCBI (United Community Banks) объясняется планами банка, пресс-релиз по этому поводу вышел 24/02/2011, по сохранению выгод от своих отсроченных налоговых активов. Также банк сообщил об обмене обыкновенных акций крупнейшего акционера на привилегированные акции и варранты, что негативно скажется на показателе Tier 1 common ratio. Основным риском для банка, который значительно недооценен по сравнению с рынком, остается план менеджмента по увеличению показателей достаточности капитала, который должен быть анонсирован до конца марта.

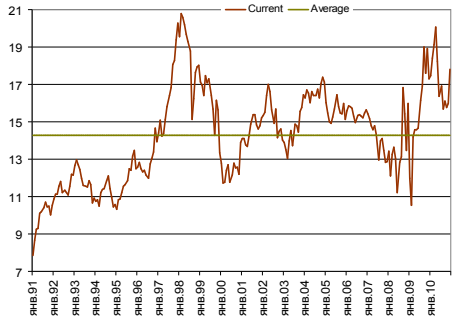
Падение котировок SNV (Synovus Financial) связано с тем, что банк рассматривает возможность своей продажи. Одним из кандидатов называется Royal Bank of Canada. Значительная просадка котировок SNV может быть неплохой возможностью для покупки акций данного банка. Мы не считаем, что у банка на данный момент есть серьезная необходимость принимать первое попавшееся предложение в силу того, что SNV в последний год сделал значительный прогресс в улучшении качества своего бизнеса и сиюминутных проблем с капиталом не испытывает.

О других банках, показавших лучшую/худшую динамику на прошедшей неделе, значительных новостей не выходило. Вероятно, для «underperformers» имело место распродажа на фоне возросших рисков инвестирова-

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

Рисунок 1

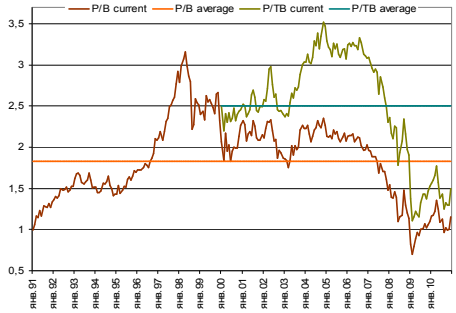
Динамика P/E



*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

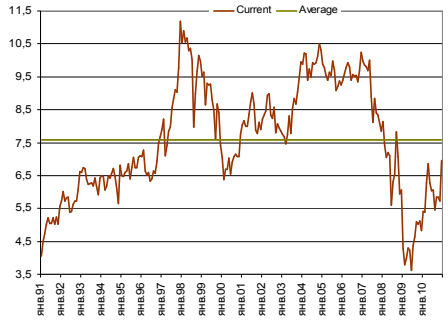
Динамика P/B и P/TB



*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

ния. Для банков с лучшей динамикой, по крайней мере, для MI и WTNY, которые не так давно были куплены, определяющим фактором являлась динамика их «покупателей».

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

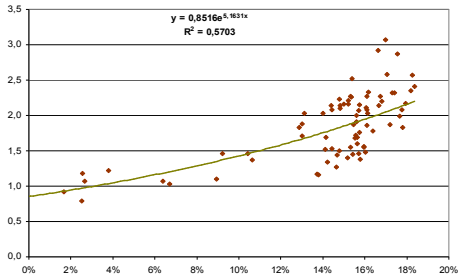
	P/E					P/B				P/TB		Market cap to PTPP		
	Cur.	12E cons	13E cons	91-97 avg.	00-06 avg.	Cur.	12E cons	91-91 avg.	00-06 avg.	Cur.	00-06 avg.	Cur	91-97 avg.	00-06 avg.
BAC	10,6	7,5	6,9	N.A.	11,7	0,68	0,59	N.A.	2,0	1,1	3,2	3,4	N.A.	6,3
JPM	9,3	8,4	7,6	N.A.	14,7	1,08	0,90	N.A.	1,7	1,6	2,6	3,9	N.A.	7,4
C	13,4	9,0	8,3	N.A.	14,3	0,84	0,72	N.A.	2,7	1,1	4,1	3,6	N.A.	7,2
WFC	12,9	9,1	8,2	N.A.	16,9	1,45	1,20	N.A.	2,8	2,1	4,3	4,7	N.A.	9,6
USB	16,2	10,6	9,0	N.A.	13,6	1,92	1,57	N.A.	2,7	3,4	4,8	6,3	N.A.	6,8
PNC	11,4	9,8	8,9	17,3	13,6	1,10	0,93	1,8	2,3	1,7	4,4	4,8	6,3	8,2
STI	N. A.	14,1	10,6	14,0	13,8	0,85	0,80	1,9	1,9	1,5	2,6	5,6	8,2	8,3
COF	7,5	9,4	8,9	N.A.	15,7	0,85	0,75	N.A.	3,1	1,7	3,1	2,7	N.A.	4,8
BBT	22,1	10,7	9,0	33,2	14,1	1,17	1,05	1,8	2,3	1,9	3,3	5,2	4,8	8,3
RF	N. A.	13,0	9,3	12,6	12,7	0,71	0,71	1,8	1,7	1,3	2,7	4,4	7,0	8,0
FITB	23,2	10,3	9,6	17,8	21,1	1,12	0,94	3,0	3,7	1,5	4,3	5,4	9,7	12,4
KEY	19,8	12,2	10,9	11,6	14,3	0,98	0,85	1,9	1,7	1,1	2,1	5,7	6,3	6,9
MTB	14,6	12,0	10,6	11,4	17,1	1,39	1,22	1,7	2,2	2,7	4,2	6,8	4,7	9,7
CMA	33,8	15,3	10,6	11,9	12,8	1,18	1,07	1,8	2,0	1,2	2,0	7,5	5,9	7,2
MI	N. A.	17,9	12,9	12,0	12,0	0,87	0,82	1,6	1,9	1,0	2,9	4,9	5,9	9,4
HBAN	33,0	10,3	9,4	12,8	14,9	1,30	1,08	2,0	2,0	1,5	2,3	6	6,5	7,9
ZION	N. A.	14,2	9,7	11,9	15,5	0,93	0,84	2,1	2,1	1,2	3,3	7,8	6,9	8,5
SNV	N. A.	16,4	8,2	8,5	9,2	0,98	0,91	1,4	1,6	0,7	1,6	8,1	4,1	11,2
FHN	N. A.	15,2	10,2	12,4	13,8	1,16	1,11	2,1	2,6	1,3	3,0	9,5	6,3	13,1
BOKF	13,3	12,4	11,1	11,1	14,9	1,39	1,21	2,0	1,9	1,4	2,3	6,9	7,0	7,7
ASBC	N. A.	13,5	11,3	14,8	13,4	0,94	0,86	1,8	2,1	1,5	2,9	7	6,4	8,9
CYN	25,9	14,8	12,8	15,0	15,3	1,58	1,39	1,6	2,4	2,2	3,2	9,2	8,1	8,5
EWBC	26,9	12,9	10,6	N.A.	18,3	1,61	1,39	N.A.	2,9	2,0	3,4	7,3	N.A.	10,4
CBSH	15,1	13,8	12,7	11,9	14,9	1,71	1,52	1,5	2,2	1,8	2,2	8	6,6	8,9
WBS	23,0	16,7	12,9	11,3	12,3	1,14	1,02	1,0	1,6	1,7	2,5	8	4,1	7,5
TCB	15,3	13,1	9,5	12,6	15,2	1,57	1,37	1,7	3,6	1,7	4,4	4,9	5,5	9,4
FULT	16,6	11,6	10,4	13,2	16,0	1,12	1,00	1,7	2,2	1,6	2,9	6,1	8,2	10,3
CFR	17,3	15,1	13,0	53,0	16,7	1,76	1,59	1,5	2,8	2,4	3,5	12	11,1	9,8
VLY	16,3	14,9	13,4	13,6	17,4	1,70	1,64	2,4	3,4	2,3	3,8	9,2	7,4	10,9
SUSQ	48,5	14,1	10,9	12,1	14,6	0,63	0,65	1,4	1,6	1,4	2,1	6,1	7,3	9,3
BXS	58,4	15,2	10,4	11,8	14,7	1,08	1,04	1,5	1,9	1,4	2,2	6,2	6,2	8,6
SIVB	24,2	17,3	14,1	22,0	19,0	1,80	1,50	1,7	2,6	1,8	2,7	9,5	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	225,0	14,3	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.	13,7	9,1	N.A.	20,0	1,00	0,90	N.A.	2,4	1,1	3,0	5,2	N.A.	10,8
CRBC	N. A.	7,8	4,7	12,9	18,8	0,43	0,43	1,3	1,8	0,8	2,1	2,6	7,3	9,5
WTNY	N. A.	23,1	19,0	11,1	15,9	1,02	1,06	1,4	1,8	1,5	2,2	14	7,6	9,7
UMBF	17,7	15,1	13,3	13,9	17,3	1,53	1,34	1,3	1,3	2,1	1,5	10	8,7	13,9
CATY	592,3	12,4	10,1	12,2	16,3	1,18	1,03	1,5	2,4	1,6	3,2	8,3	6,1	9,8
MBFI	N. A.	12,3	10,3	N.A.	15,4	0,99	0,89	N.A.	1,9	1,6	2,5	5,6	N.A.	8,4
FMER	15,9	12,6	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	15,8	12,2	N.A.	14,5	1,19	1,12	N.A.	1,6	1,5	2,4	14	N.A.	8,4
TRMK	14,8	13,4	11,5	11,2	14,1	1,29	1,19	1,4	2,2	1,8	2,7	7,6	6,2	8,7
NPBC	33,1	13,3	11,4	14,3	16,4	1,10	0,99	2,2	2,2	1,5	3,2	7,4	7,9	11,0
UMPQ	88,8	16,0	12,9	N.A.	16,7	0,81	0,76	N.A.	1,8	1,4	3,1	8,2	N.A.	9,1
PRSP	15,1	13,3	12,2	N.A.	16,3	1,33	1,17	N.A.	2,2	3,9	4,3	9,3	N.A.	9,8
FNB	16,6	12,3	10,3	7,1	10,8	1,09	1,03	0,7	1,7	2,3	3,0	8	2,8	8,4
HBHC	22,8	13,9	11,2	11,2	15,7	1,49	1,14	1,5	2,0	1,6	2,3	9,5	N.A.	9,2
ONB	20,7	13,7	11,6	16,5	17,6	1,11	1,03	2,1	2,3	1,4	2,7	12	9,6	11,7
UCBI	N. A.	9,7	4,2	N.A.	18,0	0,29	0,34	N.A.	2,5	0,3	3,3	84	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.	14,5	9,5	14,2	15,9	0,97	0,88	1,6	2,8	1,4	3,4	8,3	6,3	10,5
PRK	14,5	11,4	9,5	15,3	17,7	1,56	1,40	2,6	2,9	1,8	3,0	6,1	8,7	10,5
CVBF	13,3	11,4	9,2	11,2	16,3	1,38	1,27	1,7	3,2	1,5	3,4	5,8	5,6	10,2
Median	**16,6**	**13,4**	**10,6**	**12,6**	**15,5**	**1,1**	**1,0**	**1,7**	**2,2**	**1,6**	**3,0**	**7,2**	**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

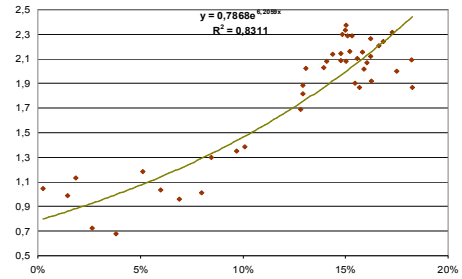
P/B vs ROCE*



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

Рисунок 5

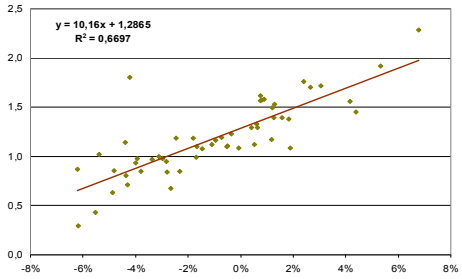
P/B vs ROCE*



*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

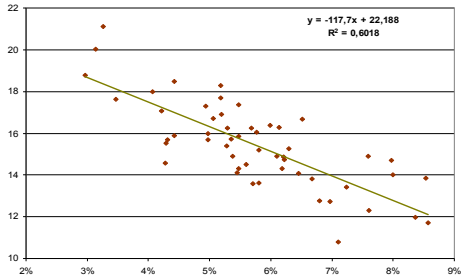
	Current	Current	Average P/B		Average ROE		Beta		Current	Beta	COE	ROE	Implied	BPS	Implied price, $		Implied ups./down.	
Tiker	price, $	P/B	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	Beta	est	est	12 E	g	12e, $	1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.
BAC	14,2	0,68	N. A.	1,96	N. A.	17,5%	1,3	0,9	2,4	1,5	11,4%	8,7%	0,7%	24,0	21,3	16,3	50%	15%
JPM	46,7	1,08	N. A.	1,67	N. A.	9,9%	1,4	1,3	1,7	1,2	10,1%	12,0%	3,0%	52,1	63,6	60,1	36%	29%
C	4,7	0,84	N. A.	2,68	N. A.	20,7%	1,5	1,1	2,0	1,5	11,4%	8,6%	4,2%	6,5	5,6	3,6	20%	-24%
WFC	32,4	1,45	N. A.	2,81	N. A.	17,9%	1,1	0,8	2,1	1,3	10,3%	14,7%	3,4%	27,0	38,8	40,1	20%	24%
USB	27,5	1,92	N. A.	2,69	N. A.	19,4%	0,8	1,0	1,8	1,3	10,6%	15,9%	3,8%	17,5	26,2	28,5	-5%	3%
PNC	61,9	1,10	1,77	2,31	14,0%	16,8%	1,2	0,9	1,9	1,3	10,5%	10,0%	3,6%	66,3	69,4	55,8	12%	-10%
STI	30,8	0,85	1,91	1,94	15,2%	15,0%	1,2	0,8	1,8	1,2	9,9%	6,2%	2,0%	38,7	32,7	18,4	6%	-40%
COF	50,0	0,85	N. A.	3,07	N. A.	22,0%	1,3	1,4	2,2	1,8	12,8%	8,0%	6,7%	67,1	46,8	12,7	-6%	-75%
BBT	27,7	1,17	1,81	2,31	14,9%	16,0%	0,8	0,8	1,3	1,0	9,2%	10,4%	3,4%	26,3	33,3	29,1	20%	5%
RF	7,6	0,71	1,84	1,66	15,5%	13,5%	0,9	0,8	1,8	1,2	10,2%	5,9%	1,9%	10,6	9,0	4,6	20%	-39%
FITB	14,6	1,12	2,96	3,75	17,9%	17,9%	0,9	0,8	2,4	1,4	11,1%	10,0%	5,6%	15,6	15,4	11,3	5%	-23%
KEY	9,3	0,98	1,94	1,70	17,2%	12,9%	1,1	0,9	1,7	1,2	10,0%	7,0%	3,6%	11,0	9,4	5,4	1%	-42%
MTB	88,6	1,39	1,70	2,16	16,3%	13,5%	0,7	0,8	1,4	1,0	9,2%	10,5%	4,5%	72,9	90,0	84,8	2%	-4%
CMA	38,8	1,18	1,82	1,97	16,6%	15,8%	1,0	0,9	1,5	1,2	9,9%	7,5%	2,5%	36,2	34,0	22,2	-12%	-43%
MI	7,7	0,87	1,60	1,86	15,4%	16,1%	0,8	0,8	2,1	1,3	10,7%	4,5%	0,5%	9,4	5,8	3,3	-24%	-57%
HBAN	6,9	1,30	1,98	1,96	16,7%	14,5%	0,9	0,8	2,2	1,3	10,6%	11,2%	2,5%	6,4	7,2	6,3	4%	-9%
ZION	23,5	0,93	2,10	2,14	19,1%	12,9%	0,9	0,7	2,3	1,3	10,4%	6,4%	3,7%	27,9	22,2	10,2	-6%	-57%
SNV	2,6	0,98	1,38	1,63	17,9%	19,0%	0,7	0,9	1,8	1,3	10,6%	6,6%	3,0%	2,8	2,3	1,2	-9%	-52%
FHN	11,6	1,16	2,14	2,62	18,1%	22,3%	0,8	0,7	1,3	1,0	8,9%	7,9%	-0,1%	10,5	11,9	8,6	2%	-26%
BOKF	51,4	1,39	1,97	1,85	20,3%	14,6%	0,4	0,7	1,3	0,9	8,6%	10,2%	0,5%	42,6	53,4	47,0	4%	-9%
ASBC	14,4	0,94	1,82	2,13	17,0%	16,9%	0,5	0,8	1,3	1,0	9,1%	6,3%	1,5%	16,6	15,2	9,6	6%	-33%
CYN	59,5	1,58	1,63	2,43	3,5%	17,3%	1,1	0,7	1,4	1,0	9,1%	10,0%	2,0%	42,8	51,7	44,4	-13%	-25%
EWBC	23,0	1,61	N. A.	2,89	N. A.	18,1%	N. A.	0,7	2,2	1,3	10,3%	11,1%	3,2%	16,5	19,4	16,6	-16%	-28%
CBSH	40,0	1,71	1,48	2,15	13,0%	15,3%	0,7	0,7	1,1	0,9	8,4%	11,4%	1,9%	26,3	37,3	35,9	-7%	-10%
WBS	23,2	1,14	1,04	1,62	11,6%	13,4%	0,7	0,8	2,2	1,3	10,7%	6,3%	1,1%	22,7	17,1	11,2	-26%	-52%
TCB	16,3	1,57	1,73	3,65	15,3%	24,4%	1,1	0,9	1,5	1,1	9,7%	10,4%	3,3%	11,8	14,1	12,1	-13%	-25%
FULT	10,6	1,12	1,74	2,25	14,6%	14,9%	0,6	0,6	1,3	0,9	8,4%	8,9%	2,0%	10,6	12,7	10,6	19%	0%
CFR	59,4	1,76	1,52	2,82	12,0%	17,8%	0,8	0,8	1,0	0,9	8,5%	10,9%	3,5%	37,3	51,6	50,9	-13%	-14%
VLY	13,7	1,70	2,36	3,44	19,1%	21,4%	0,5	0,7	1,4	0,9	8,7%	11,4%	2,6%	8,3	12,5	11,0	-9%	-20%
SUSQ	9,7	0,63	1,35	1,57	11,5%	11,1%	0,6	0,8	1,6	1,1	9,6%	4,7%	4,4%	14,8	12,1	0,8	25%	-91%
BXS	15,8	1,08	1,46	1,86	14,8%	13,4%	0,4	0,7	1,1	0,9	8,3%	6,8%	1,8%	15,2	16,7	10,9	6%	-31%
SIVB	54,3	1,80	1,70	2,61	13,5%	15,5%	0,6	1,6	1,9	1,8	12,8%	8,6%	3,0%	36,2	25,8	18,4	-52%	-66%
BOH	48,0	2,28	1,51	2,43	14,3%	15,8%	0,8	0,8	1,2	1,0	8,9%	15,7%	3,7%	23,0	41,5	48,9	-13%	2%
WTFC	33,8	0,85	N. A.	2,11	N. A.	12,8%	N. A.	0,6	1,6	1,0	9,0%	6,7%	3,5%	36,4	41,8	19,5	24%	-42%
PVTB	14,1	1,00	N. A.	2,41	N. A.	13,0%	N. A.	0,8	1,8	1,2	9,9%	6,8%	5,4%	15,7	13,7	4,4	-3%	-69%
CRBC	0,8	0,43	1,33	1,84	10,3%	10,9%	0,4	0,7	2,0	1,2	10,1%	4,6%	5,4%	1,9	1,3	N. A.	67%	N. A.
WTNY	14,2	1,02	1,41	1,80	12,2%	11,9%	0,6	0,7	1,6	1,1	9,3%	3,9%	3,9%	13,3	10,3	N. A.	-27%	N. A.
UMBF	40,1	1,53	1,27	1,34	9,6%	7,7%	0,5	0,7	1,0	0,8	8,0%	9,3%	3,0%	30,0	37,2	35,0	-7%	-13%
CATY	17,8	1,18	1,54	2,40	12,3%	16,4%	0,5	0,9	1,8	1,2	10,1%	8,3%	3,7%	17,2	16,6	11,3	-7%	-37%
MBFI	20,9	0,99	N. A.	1,88	N. A.	12,9%	N. A.	0,7	1,4	1,0	9,0%	7,3%	3,0%	23,5	23,5	15,6	12%	-26%
FMER	17,0	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	17,3	12,6	2%	-26%
IBKC	57,7	1,19	N. A.	1,61	N. A.	11,3%	N. A.	0,6	1,0	0,8	8,0%	7,3%	2,3%	51,6	58,8	41,9	2%	-27%
TRMK	23,3	1,29	1,39	2,21	13,3%	16,1%	0,5	0,7	1,2	0,9	8,6%	9,0%	1,9%	19,6	23,9	19,1	3%	-18%
NPBC	8,0	1,10	2,25	2,22	16,8%	15,3%	0,4	0,7	1,5	1,0	9,1%	7,4%	2,0%	8,1	8,1	5,6	2%	-29%
UMPQ	11,6	0,81	N. A.	1,76	N. A.	13,2%	N. A.	0,7	1,6	1,1	9,3%	4,9%	1,7%	15,2	12,1	5,9	5%	-49%
PRSP	41,3	1,33	N. A.	2,15	N. A.	15,4%	N. A.	0,7	1,1	0,9	8,5%	9,1%	2,1%	35,4	42,0	35,9	2%	-13%
FNB	10,1	1,09	0,73	1,71	11,6%	13,2%	0,6	0,7	1,2	0,9	8,6%	8,5%	1,1%	9,8	11,9	8,9	18%	-11%
HBHC	34,6	1,49	1,47	1,98	13,9%	12,8%	0,6	0,6	1,1	0,8	8,0%	9,2%	2,2%	30,2	32,7	33,9	-6%	-2%
ONB	11,2	1,11	2,09	2,26	13,4%	12,0%	0,4	0,6	1,2	0,8	8,2%	7,7%	4,2%	10,9	12,5	8,8	12%	-21%
UCBI	1,4	0,29	N. A.	2,48	N. A.	14,2%	N. A.	0,7	1,9	1,2	9,8%	3,6%	4,1%	4,2	3,2	N. A.	125%	N. A.
UBSI	28,6	1,57	1,66	2,31	14,0%	15,8%	0,4	0,8	1,4	1,0	9,2%	10,0%	3,4%	20,1	24,9	21,0	-13%	-27%
FMBI	12,0	0,97	1,56	2,82	12,5%	18,5%	0,5	0,8	1,8	1,2	9,8%	6,4%	3,0%	13,7	11,8	6,3	-2%	-47%
PRK	65,7	1,56	2,57	2,88	18,9%	17,8%	0,3	0,7	1,2	0,9	8,4%	12,6%	2,8%	46,8	71,9	75,5	10%	15%
CVBF	8,4	1,38	1,70	3,17	17,8%	20,6%	0,4	0,7	1,6	1,1	9,4%	11,2%	2,6%	6,6	8,9	7,7	7%	-8%
Median		**1,1**	**1,7**	**2,2**	**15%**	**15%**	**0,7**	**0,8**	**1,6**	**1,1**	**9%**	**9%**	**3%**				**2%**	**-25%**

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).

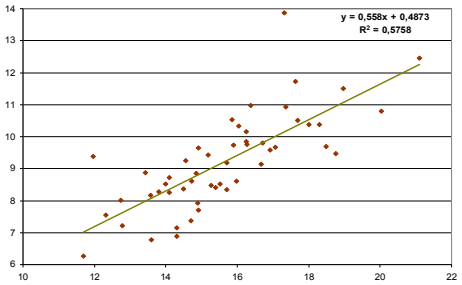
Ticker	Current price, $	Current P/E	P/E12e	Average P/E		DPR	Implied g	COE e	COE hist	Implied PE		EPS	Implied price		Implied ups./down.	
				1991-1997	2000-2006	2000-2006			2000-2006	1 meth.	2 meth.	2012E	1 method	2 method	1 meth.	2 meth.
BAC	14,2	10,6	7,5	N. A.	11,7	43%	0,7%	11,4%	9,2%	9,4	8,8	1,88	15,9	14,9	12%	5%
JPM	46,7	9,3	8,4	N. A.	14,7	50%	3,0%	10,1%	11,0%	16,5	10,3	5,59	84,3	52,5	81%	13%
C	4,7	13,4	9,0	N. A.	14,3	38%	4,2%	11,4%	10,4%	12,2	8,7	0,52	5,7	4,1	22%	-12%
WFC	32,4	12,9	9,1	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,3%	8,6%	12,6	10,1	3,57	41,0	32,6	27%	1%
USB	27,5	16,2	10,6	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,6%	9,6%	11,7	9,8	2,60	27,6	23,1	0%	-16%
PNC	61,9	11,4	9,8	17,3	13,6	46%	3,6%	10,5%	9,3%	11,2	9,9	6,33	64,5	56,7	4%	-8%
STI	30,8	N. A.	14,1	14,0	13,8	38%	2,0%	9,9%	8,7%	11,7	10,5	2,19	23,3	21,0	-24%	-32%
COF	50,0	7,5	9,4	N. A.	15,7	2%	6,7%	12,8%	11,7%	12,8	7,1	5,31	60,4	33,5	21%	-33%
BBT	27,7	22,1	10,7	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,58	31,4	26,8	14%	-3%
RF	7,6	N. A.	13,0	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,58	5,7	5,4	-25%	-28%
FITB	14,6	23,2	10,3	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,42	16,1	11,7	10%	-20%
KEY	9,3	19,8	12,2	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,76	8,4	7,2	-9%	-22%
MTB	88,6	14,6	12,0	11,4	17,1	25%	4,5%	9,2%	8,7%	15,2	11,4	7,35	102,5	76,8	16%	-13%
CMA	38,8	33,8	15,3	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,54	27,0	24,4	-30%	-37%
MI	7,7	N. A.	17,9	12,0	12,0	30%	0,5%	10,7%	8,9%	9,9	9,6	0,43	3,8	3,7	-50%	-51%
HBAN	6,9	33,0	10,3	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,68	6,9	6,0	0%	-14%
ZION	23,5	N. A.	14,2	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,63	14,9	14,8	-37%	-37%
SNV	2,6	N. A.	16,4	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,16	1,1	1,4	-56%	-46%
FHN	11,6	N. A.	15,2	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,77	9,2	8,3	-20%	-29%
BOKF	51,4	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	14,4	N. A.	13,5	14,8	13,4	44%	1,5%	9,1%	8,7%	12,8	11,5	1,06	12,5	11,2	-13%	-22%
CYN	59,5	25,9	14,8	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	4,03	50,8	42,7	-15%	-28%
EWBC	23,0	26,9	12,9	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,78	21,5	16,3	-7%	-29%
CBSH	40,0	15,1	13,8	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,91	38,6	33,2	-3%	-17%
WBS	23,2	23,0	16,7	11,3	12,3	24%	1,1%	10,7%	8,7%	9,7	9,5	1,39	12,2	12,0	-48%	-48%
TCB	16,3	15,3	13,1	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	1,25	15,8	12,4	-3%	-24%
FULT	10,6	16,6	11,6	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,91	12,1	10,4	14%	-2%
CFR	59,4	17,3	15,1	53,0	16,7	133%	3,5%	8,5%	8,6%	16,7	12,1	3,94	60,9	44,1	3%	-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	13,0	10,1	-5%	-26%
SUSQ	9,7	48,5	14,1	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,69	7,5	6,9	-22%	-29%
BXS	15,8	58,4	15,2	11,8	14,7	47%	1,8%	8,3%	8,1%	14,3	12,5	1,04	13,7	12,0	-13%	-24%
SIVB	54,3	24,2	17,3	22,0	19,0	0%	3,0%	12,8%	12,5%	18,3	7,1	3,14	51,2	19,8	-6%	-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	33,8	225,0	14,3	N. A.	18,5	14%	3,5%	9,0%	7,9%	14,8	11,6	2,36	32,1	25,1	-5%	-26%
PVTB	14,1	N. A.	13,7	N. A.	20,0	9%	5,4%	9,9%	8,6%	14,0	10,5	1,03	13,1	9,8	-7%	-30%
CRBC	0,8	N. A.	7,8	12,9	18,8	59%	5,4%	10,1%	8,4%	11,8	10,3	0,10	1,1	1,0	38%	20%
WTNY	14,2	N. A.	23,1	11,1	15,9	51%	3,9%	9,3%	8,3%	13,0	11,2	0,61	7,3	6,3	-48%	-55%
UMBF	40,1	17,7	15,1	13,9	17,3	35%	3,0%	8,0%	7,9%	17,0	12,7	2,65	41,7	31,3	4%	-22%
CATY	17,8	592,3	12,4	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,44	17,6	13,5	-1%	-24%
MBFI	20,9	N. A.	12,3	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,70	21,0	18,1	1%	-14%
FMER	17,0	15,9	12,6	14,9	15,7	63%	4,6%	9,1%	8,9%	15,1	11,5	1,35	18,7	14,3	10%	-16%
IBKC	57,7	29,0	15,8	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,57	47,1	42,2	-18%	-27%
TRMK	23,3	14,8	13,4	11,2	14,1	35%	1,9%	8,6%	8,3%	13,4	12,0	1,73	21,4	19,2	-8%	-17%
NPBC	8,0	33,1	13,3	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,61	7,9	6,5	-1%	-18%
UMPQ	11,6	88,8	16,0	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,72	9,5	7,5	-18%	-35%
PRSP	41,3	15,1	13,3	N. A.	16,3	20%	2,1%	8,5%	8,3%	15,8	12,2	3,09	45,2	35,0	10%	-15%
FNB	10,1	16,6	12,3	7,1	10,8	71%	1,1%	8,6%	8,2%	10,2	12,1	0,82	7,7	9,2	-23%	-9%
HBHC	34,6	22,8	13,9	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,48	33,2	29,5	-4%	-15%
ONB	11,2	20,7	13,7	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	0,82	11,6	9,5	4%	-15%
UCBI	1,4	N. A.	9,7	N. A.	18,0	18%	4,1%	9,8%	8,2%	12,9	10,7	0,14	1,7	1,4	19%	-2%
UBSI	28,6	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	12,0	N. A.	14,5	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,83	9,8	8,1	-19%	-33%
PRK	65,7	14,5	11,4	15,3	17,7	53%	2,8%	8,4%	8,0%	16,4	12,3	5,74	87,3	65,2	33%	-1%
CVBF	8,4	13,3	11,4	11,2	16,3	39%	2,6%	9,4%	8,2%	13,6	11,2	0,74	9,2	7,5	9%	-10%
Median		**16,6**	**13,4**	**12,6**	**15,5**	**41%**	**3%**	**9%**	**9%**	**13,4**	**11,2**	**1,5**			**-3,1%**	**-22,0%**

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	14,20	143720	3,4	N. A.	6,3	113910	51%	11,4%	9,1	5,5	6,1	27,5	30,2	94%	112%
JPM	46,68	182533	3,9	N. A.	7,4	105208	67%	10,1%	13,4	8,0	7,2	65,4	58,7	40%	26%
C	4,70	136563	3,6	N. A.	7,2	87966	58%	11,4%	10,5	6,3	7,0	7,3	8,0	55%	71%
WFC	32,40	170686	4,7	N. A.	9,6	89127	59%	10,3%	11,3	6,8	9,3	42,7	58,4	32%	80%
USB	27,52	52792	6,3	N. A.	6,8	19471	46%	10,6%	10,7	6,5	6,6	32,4	32,9	18%	19%
PNC	61,88	32536	4,8	6,3	8,2	14749	63%	10,5%	10,5	6,4	7,9	59,7	74,5	-3%	20%
STI	30,82	15425	5,6	8,2	8,3	9138	59%	9,9%	11,1	6,7	8,1	45,8	55,3	48%	80%
COF	49,99	22635	2,7	N. A.	4,8	16438	60%	12,8%	9,9	6,0	4,7	77,8	60,6	56%	21%
BBT	27,65	19206	5,2	4,8	8,3	8981	52%	9,2%	12,3	7,3	8,0	41,7	45,6	51%	65%
RF	7,56	9509	4,4	7,0	8,0	6753	60%	10,2%	10,5	6,3	7,8	12,3	15,2	63%	100%
FITB	14,60	13398	5,4	9,7	12,4	6355	48%	11,1%	10,8	6,5	12,1	21,4	39,7	47%	172%
KEY	9,29	8180	5,7	6,3	6,9	4499	61%	10,0%	11,3	6,8	6,7	12,4	12,2	33%	32%
MTB	88,56	10646	6,8	4,7	9,7	4129	55%	9,2%	13,3	7,9	9,4	111,6	133,0	26%	50%
CMA	38,83	6853	7,5	5,9	7,2	2650	53%	9,9%	11,1	6,7	7,0	42,6	44,8	10%	15%
MI	7,67	4050	4,9	5,9	9,4	2307	61%	10,7%	9,7	5,9	9,1	9,1	14,0	19%	83%
HBAN	6,94	5987	6,0	6,5	7,9	2815	59%	10,6%	10,5	6,3	7,7	7,7	9,4	11%	35%
ZION	23,48	4178	7,8	6,9	8,5	2443	57%	10,4%	10,0	6,1	8,3	32,3	44,1	38%	88%
SNV	2,56	2010	8,1	4,1	11,2	1266	65%	10,6%	8,8	5,4	10,9	2,7	5,5	7%	116%
FHN	11,58	3049	9,5	6,3	13,1	1599	71%	8,9%	12,4	7,4	12,7	12,0	20,6	3%	78%
BOKF	51,44	3503	6,9	7,0	7,7	1245	60%	8,6%	13,0	7,7	7,5	51,8	50,1	1%	-3%
ASBC	14,37	2489	7,0	6,4	8,9	1011	50%	9,1%	12,1	7,3	8,6	19,5	23,2	35%	61%
CYN	59,49	3101	9,2	8,1	8,5	1110	53%	9,1%	12,6	7,5	8,2	69,2	75,9	16%	28%
EWBC	22,98	3401	7,3	N. A.	10,4	873	44%	10,3%	11,6	7,0	10,1	20,9	30,3	-9%	32%
CBSH	40,00	3478	8,0	6,6	8,9	1081	59%	8,4%	13,3	7,9	8,6	37,6	40,8	-6%	2%
WBS	23,23	2025	8,0	4,1	7,5	765	57%	10,7%	9,6	5,9	7,3	19,9	24,9	-14%	7%
TCB	16,27	2326	4,9	5,5	9,4	1192	60%	9,7%	12,3	7,4	9,2	22,4	27,9	38%	71%
FULT	10,61	2111	6,1	8,2	10,3	772	54%	8,4%	13,3	7,9	10,1	13,2	16,8	25%	58%
CFR	59,39	3634	11,7	11,1	9,8	946	61%	8,5%	14,4	8,5	9,5	47,9	53,5	-19%	-10%
VLY	13,67	2205	9,2	7,4	10,9	580	47%	8,7%	13,6	8,1	10,6	14,2	18,6	4%	36%
SUSQ	9,69	1258	6,1	7,3	9,3	625	66%	9,6%	11,5	6,9	9,0	10,5	13,7	8%	41%
BXS	15,78	1317	6,2	6,2	8,6	718	62%	8,3%	13,4	8,0	8,4	23,9	25,2	52%	59%
SIVB	54,30	2303	9,5	6,7	11,5	766	61%	12,8%	12,7	7,6	11,2	47,4	69,9	-13%	29%
BOH	47,96	2300	7,3	6,0	8,6	604	60%	8,9%	13,5	8,0	8,4	37,7	39,3	-21%	-18%
WTFC	33,75	1176	6,5	N. A.	9,7	646	65%	9,0%	13,2	7,8	9,4	46,8	56,2	39%	67%
PVTB	14,06	1004	5,2	N. A.	10,8	535	56%	9,9%	12,2	7,3	10,5	21,8	31,3	55%	123%
CRBC	0,80	318	2,6	7,3	9,5	411	62%	10,1%	11,0	6,6	9,2	2,4	3,3	199%	315%
WTNY	14,15	1367	13,9	7,6	9,7	543	62%	9,3%	12,1	7,3	9,5	14,3	18,6	1%	32%
UMBF	40,11	1626	10,1	8,7	13,9	789	75%	8,0%	14,8	8,8	13,5	39,6	60,9	-1%	52%
CATY	17,77	1395	8,3	6,1	9,8	378	37%	10,1%	11,9	7,1	9,6	19,8	26,6	11%	50%
MBFI	20,93	1129	5,6	N. A.	8,4	486	58%	9,0%	12,5	7,5	8,2	26,4	28,8	26%	37%
FMER	17,01	1851	8,1	8,5	8,3	729	54%	9,1%	13,3	7,9	8,1	22,7	23,2	33%	37%
IBKC	57,71	1551	13,5	N. A.	8,4	491	56%	8,0%	13,5	8,0	8,1	60,0	60,9	4%	5%
TRMK	23,28	1488	7,6	6,2	8,7	522	54%	8,6%	12,7	7,6	8,5	26,3	29,4	13%	26%
NPBC	7,95	1087	7,4	7,9	11,0	399	59%	9,1%	12,8	7,6	10,7	8,4	11,7	5%	47%
UMPQ	11,55	1323	8,2	N. A.	9,1	503	61%	9,3%	12,8	7,6	8,9	11,9	13,9	3%	20%
PRSP	41,25	1925	9,3	N. A.	9,8	406	50%	8,5%	14,0	8,3	9,5	33,6	38,4	-19%	-7%
FNB	10,10	1219	8,0	2,8	8,4	460	61%	8,6%	11,1	6,7	8,1	9,1	11,1	-9%	10%
HBHC	34,61	1277	9,5	N. A.	9,2	760	61%	8,0%	13,6	8,1	8,9	60,4	66,9	75%	93%
ONB	11,17	1058	12,5	9,6	11,7	430	62%	8,2%	13,9	8,2	11,4	13,2	18,2	18%	63%
UCBI	1,42	134	84,0	N. A.	10,4	293	61%	9,8%	11,8	7,1	10,1	7,9	11,3	456%	693%
UBSI	28,55	1245	9,7	7,0	9,6	356	47%	9,2%	12,5	7,5	9,4	29,8	37,5	5%	31%
FMBI	12,03	891	8,3	6,3	10,5	406	51%	9,8%	11,8	7,1	10,2	17,5	25,4	46%	111%
PRK	65,67	1007	6,1	8,7	10,5	360	48%	8,4%	14,3	8,5	10,2	96,3	116,0	47%	77%
CVBF	8,38	888	5,8	5,6	10,2	268	46%	9,4%	12,4	7,4	9,9	9,2	12,3	10%	47%
Median			**7,2**	**6,6**	**9,2**		**59%**	**9%**	**12,3**	**7,4**	**9,0**			**17,7%**	**47,2%**

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.

	P/B		P/E		Mcap/PTPP			
Ticker	Implied ups./down.		Implied ups./down.		Implied ups./down.		Average	Median
	1 method	2 method	1 method	2 method	1 method	2 method		
BAC	50%	15%	12%	5%	94%	112%	48%	32%
JPM	36%	29%	81%	13%	40%	26%	37%	33%
C	20%	-24%	22%	-12%	55%	71%	22%	21%
WFC	20%	24%	27%	1%	32%	80%	30%	25%
USB	-5%	3%	0%	-16%	18%	19%	3%	2%
PNC	12%	-10%	4%	-8%	-3%	20%	3%	0%
STI	6%	-40%	-24%	-32%	48%	80%	6%	-9%
COF	-6%	-75%	21%	-33%	56%	21%	-3%	7%
BBT	20%	5%	14%	-3%	51%	65%	25%	17%
RF	20%	-39%	-25%	-28%	63%	100%	15%	-3%
FITB	5%	-23%	10%	-20%	47%	172%	32%	8%
KEY	1%	-42%	-9%	-22%	33%	32%	-1%	-4%
MTB	2%	-4%	16%	-13%	26%	50%	13%	9%
CMA	-12%	-43%	-30%	-37%	10%	15%	-16%	-21%
MI	-24%	-57%	-50%	-51%	19%	83%	-14%	-37%
HBAN	4%	-9%	0%	-14%	11%	35%	4%	2%
ZION	-6%	-57%	-37%	-37%	38%	88%	-2%	-21%
SNV	-9%	-52%	-56%	-46%	7%	116%	-7%	-27%
FHN	2%	-26%	-20%	-29%	3%	78%	1%	-9%
BOKF	4%	-9%	4%	-10%	1%	-3%	-2%	-1%
ASBC	6%	-33%	-13%	-22%	35%	61%	6%	-4%
CYN	-13%	-25%	-15%	-28%	16%	28%	-6%	-14%
EWBC	-16%	-28%	-7%	-29%	-9%	32%	-9%	-12%
CBSH	-7%	-10%	-3%	-17%	-6%	2%	-7%	-6%
WBS	-26%	-52%	-48%	-48%	-14%	7%	-30%	-37%
TCB	-13%	-25%	-3%	-24%	38%	71%	7%	-8%
FULT	19%	0%	14%	-2%	25%	58%	19%	17%
CFR	-13%	-14%	3%	-26%	-19%	-10%	-13%	-14%
VLY	-9%	-20%	-5%	-26%	4%	36%	-3%	-7%
SUSQ	25%	-91%	-22%	-29%	8%	41%	-11%	-7%
BXS	6%	-31%	-13%	-24%	52%	59%	8%	-4%
SIVB	-52%	-66%	-6%	-64%	-13%	29%	-29%	-33%
BOH	-13%	2%	1%	-23%	-21%	-18%	-12%	-16%
WTFC	24%	-42%	-5%	-26%	39%	67%	9%	9%
PVTB	-3%	-69%	-7%	-30%	55%	123%	12%	-5%
CRBC	67%	N. A.	38%	20%	199%	315%	128%	67%
WTNY	-27%	N. A.	-48%	-55%	1%	32%	-20%	-27%
UMBF	-7%	-13%	4%	-22%	-1%	52%	2%	-4%
CATY	-7%	-37%	-1%	-24%	11%	50%	-1%	-4%
MBFI	12%	-26%	1%	-14%	26%	37%	6%	6%
FMER	2%	-26%	10%	-16%	33%	37%	7%	6%
IBKC	2%	-27%	-18%	-27%	4%	5%	-10%	-8%
TRMK	3%	-18%	-8%	-17%	13%	26%	0%	-3%
NPBC	2%	-29%	-1%	-18%	5%	47%	1%	0%
UMPQ	5%	-49%	-18%	-35%	3%	20%	-12%	-7%
PRSP	2%	-13%	10%	-15%	-19%	-7%	-7%	-10%
FNB	18%	-11%	-23%	-9%	-9%	10%	-4%	-9%
HBHC	-6%	-2%	-4%	-15%	75%	93%	24%	-3%
ONB	12%	-21%	4%	-15%	18%	63%	10%	8%
UCBI	125%	N. A.	19%	-2%	456%	693%	258%	125%
UBSI	-13%	-27%	-16%	-30%	5%	31%	-8%	-14%
FMBI	-2%	-47%	-19%	-33%	46%	111%	9%	-11%
PRK	10%	15%	33%	-1%	47%	77%	30%	24%
CVBF	7%	-8%	9%	-10%	10%	47%	9%	8%
Median	**2%**	**-25%**	**-3%**	**-22%**	**18%**	**47%**	**2%**	**-4%**

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.