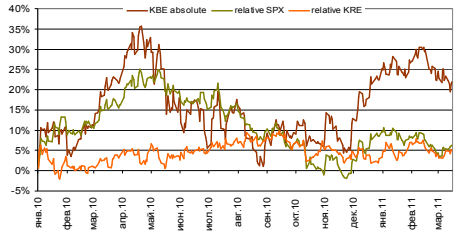
21 марта 2011 г.

Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

Динамика банковских индексов



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
UCBI	53,5%	13,4%	-58,6%
COF	3,0%	-3,1%	28,4%
STI	2,9%	-5,5%	11,2%
WTFC	1,6%	2,8%	-6,0%
FITB	1,0%	-6,4%	5,5%
KBE	**-1,2%**	**-5,9%**	**1,7%**
KRE	**-1,1%**	**-5,2%**	**-2,1%**

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
CATY	-6,0%	-15,4%	43,2%
RF	-5,1%	-8,9%	-3,8%
CRBC	-4,0%	0,0%	-3,5%
BOH	-3,7%	-5,7%	0,8%
FMBI	-3,7%	-8,5%	-17,4%

Источник: Bloomberg

За прошедшие 5 рабочих дней банковские акции США чувствовали себя лучше широкого рынка: S&P 500 за это время потерял 1.9%, в то время как индекс региональных банков США упал на 1.1%, а относительно крупные банки США снизились на 1.2%.

Ключевым событием прошлой недели для банков является публикация регулятором стресс-тестов, которые так ожидались рынком. В целом, комментарии ФРС относительно капитала банков носят весьма позитивный характер. Многие банки после этого объявили о повышении дивидендов и одобрении планов по обратному выкупу акций. В целом, результаты оказались лучше ожиданий. И если рост дивидендов в большинстве своем совпал с прогнозами, то объемы обратного выкупа акций стали позитивным сюрпризом для рынка, особенно это касается сроков: уже в 2011 году ряд банков выкупят достаточно высокую долю своих акций с рынка. Ожидалось, что это произойдет лишь в 2012 году.

О повышении дивидендов уже объявили JPM (JP Morgan Chase), WFC (Wells Fargo), USB (US Bancorp), BBT (BB&T), KEY (KeyCorp). К тому же JPM, WFC и USB объявили о повышении объемов обратного выкупа акций. Ряд банков: PNC (PNC Financial) и FITB (Fifth Third Bancorp) заявили о том, что их капитальные планы уже одобрены и что о повышении дивидендов будет объявлено в скором времени. Причем комментарии FITB относительно своего плана оказались в целом лучше ожиданий рынка, что сказалось на росте этого эмитента в пятницу.

Дополнительно STI (SunTrust Banks) и Key (KeyCorp) объявили о своих планах по выплате средств TARP. Событие в целом ожидаемое, однако необходимые объемы привлечения акций с рынка в связи с этим событием оказались значительно ниже ожиданий рынка – 21% и 25% необходимого объема выплат TARP. Рынок ориентировался на показатель в 40-50%, который был присущ подобным сделкам в прошлом. Это весьма позитивный момент, который может привести к пересмотру прогнозов прибыли для тех банков, у которых на балансе все еще находятся средства TARP, так как ожидаемое разводнение для них после подобных заявлений будет снижено. В данный момент это касается прежде всего ZION (Zions Bancorporation), так как RF (Regions Financial), который также имеет на своем балансе средства TARP, в пятницу заявил, что их капитальный план не включает в себя неотложных действий, связанных с собственным капиталом, чем достаточно серьезно разочаровал инвесторов и в итоге закончил неделю одним из аутсайдеров среди банковских акций.

Несмотря на объявленное повышение дивидендов, ожидаемый показатель dividend payout ratio в 2011 г. составит чуть выше 20%, что позволяет надеяться на то, что в последующие годы мы увидим опережающий рост дивидендных выплат по сравнению с прибылью, так как общий ориентир для DPR рынком (банки, в принципе, с ним согласны) находится на уровне выше 30%.

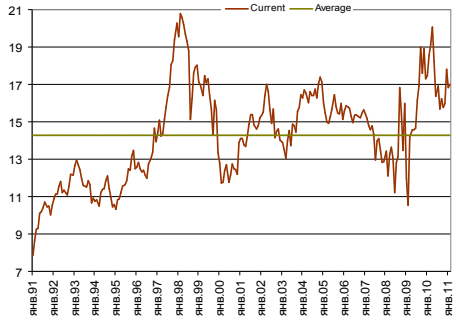
Мы рекомендуем покупать крупнейшие банки США на этом событии, так как рост дивидендных выплат и объема обратного выкупа акций, по нашему мнению, является одним из основных драйверов для банковских акций США в этом году и он, с нашей точки зрения, еще далеко не учтен в котировках.

Среди отдельных историй можно отметить банк UCBI (United Community Banks), который на прошедшей неделе объявил свой план по привлечению капитала (это событие не связано с действиями регулятора). В результате

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

Рисунок 1

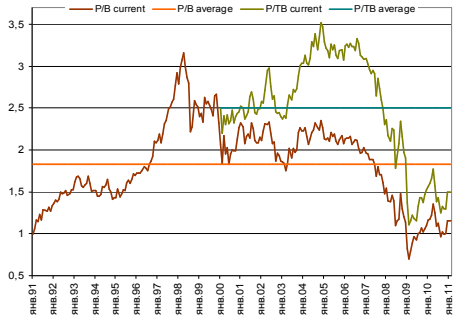
Динамика P/E



*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

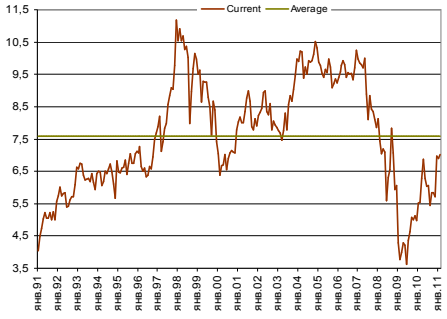
Динамика P/B и P/TB



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

этого плана ушли страхи относительно возможного банкротства банка из-за относительно низкого показателя достаточности капитала и плохого качества активов. Прогнозный уровень TCE ratio в результате этих действий на данный момент составляет порядка 8.6%, что позволяет банку продолжить достаточно активно избавляться от своих проблемных активов и быстрее нормализовать свой бизнес.

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

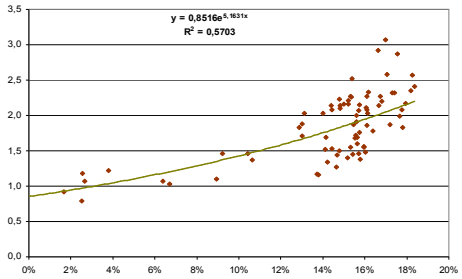
	P/E					P/B				P/TB		Market cap to PTPP		
	Cur.	12E cons	13E cons	91-97 avg.	00-06 avg.	Cur.	12E cons	91-91 avg.	00-06 avg.	Cur.	00-06 avg.	Cur	91-97 avg.	00-06 avg.
BAC	10,72	7,7	6,4	N.A.	11,7	0,69	0,60	N.A.	2,0	1,1	3,2	3,4	N.A.	6,3
JPM	9,148	8,2	7,4	N.A.	14,7	1,06	0,88	N.A.	1,7	1,5	2,6	3,8	N.A.	7,4
C	13,06	8,6	7,9	N.A.	14,3	0,81	0,70	N.A.	2,7	1,0	4,1	3,5	N.A.	7,2
WFC	12,85	9,0	7,8	N.A.	16,9	1,45	1,20	N.A.	2,8	2,1	4,3	4,7	N.A.	9,6
USB	15,98	10,5	9,2	N.A.	13,6	1,89	1,55	N.A.	2,7	3,4	4,8	6,2	N.A.	6,8
PNC	11,59	9,9	9,0	17,3	13,6	1,12	0,95	1,8	2,3	1,6	4,4	4,8	6,3	8,2
STI	N. A.	13,0	9,6	14,0	13,8	0,80	0,75	1,9	1,9	1,4	2,6	5,3	8,2	8,3
COF	7,421	9,2	8,6	N.A.	15,7	0,85	0,74	N.A.	3,1	1,9	3,1	2,8	N.A.	4,8
BBT	21,68	10,6	8,8	33,2	14,1	1,14	1,03	1,8	2,3	2,0	3,3	5,1	4,8	8,3
RF	N. A.	12,9	9,0	12,6	12,7	0,70	0,70	1,8	1,7	1,3	2,7	4,4	7,0	8,0
FITB	22,05	9,6	8,8	17,8	21,1	1,06	0,88	3,0	3,7	1,6	4,3	5,1	9,7	12,4
KEY	19,32	11,7	10,2	11,6	14,3	0,95	0,83	1,9	1,7	1,1	2,1	5,6	6,3	6,9
MTB	14,42	11,9	10,5	11,4	17,1	1,38	1,21	1,7	2,2	2,6	4,2	6,7	4,7	9,7
CMA	35,65	15,2	10,3	11,9	12,8	1,19	1,08	1,8	2,0	1,2	2,0	7,6	5,9	7,2
MI	N. A.	16,4	11,6	12,0	12,0	0,65	0,82	1,6	1,9	0,7	2,9	5	5,9	9,4
HBAN	32,24	9,9	8,6	12,8	14,9	1,27	1,05	2,0	2,0	1,5	2,3	5,9	6,5	7,9
ZION	N. A.	13,6	9,0	11,9	15,5	0,93	0,83	2,1	2,1	1,2	3,3	8	6,9	8,5
SNV	N. A.	15,9	8,1	8,5	9,2	0,97	0,86	1,4	1,6	1,0	1,6	8,1	4,1	11,2
FHN	N. A.	14,9	9,5	12,4	13,8	1,26	1,10	2,1	2,6	1,4	3,0	9,4	6,3	13,1
BOKF	13,48	12,6	11,3	11,1	14,9	1,41	1,23	2,0	1,9	1,6	2,3	7,1	7,0	7,7
ASBC	N. A.	14,2	11,1	14,8	13,4	0,97	0,88	1,8	2,1	1,5	2,9	7,2	6,4	8,9
CYN	25,15	14,4	11,8	15,0	15,3	1,56	1,36	1,6	2,4	2,1	3,2	9,2	8,1	8,5
EWBC	22,12	12,8	10,5	N.A.	18,3	1,67	1,38	N.A.	2,9	2,1	3,4	7,2	N.A.	10,4
CBSH	15,1	13,8	12,7	11,9	14,9	1,72	1,52	1,5	2,2	1,9	2,2	8	6,6	8,9
WBS	21,44	15,6	12,0	11,3	12,3	1,08	0,95	1,0	1,6	1,6	2,5	7,4	4,1	7,5
TCB	14,69	12,9	9,6	12,6	15,2	1,50	1,28	1,7	3,6	1,7	4,4	5,2	5,5	9,4
FULT	17,22	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	16,91	14,7	12,7	53,0	16,7	1,72	1,55	1,5	2,8	2,3	3,5	11	11,1	9,8
VLY	16,19	14,8	13,3	13,6	17,4	1,69	1,63	2,4	3,4	2,3	3,8	9,2	7,4	10,9
SUSQ	45,9	13,4	10,4	12,1	14,6	0,60	0,62	1,4	1,6	1,3	2,1	5,8	7,3	9,3
BXS	57,63	15,0	10,3	11,8	14,7	1,06	1,02	1,5	1,9	1,4	2,2	6,1	6,2	8,6
SIVB	23,8	17,0	13,8	22,0	19,0	1,77	1,47	1,7	2,6	1,8	2,7	9,3	6,7	11,5
BOH	12,39	13,7	12,5	11,4	16,0	2,23	2,04	1,5	2,4	2,3	2,6	7,1	6,0	8,6
WTFC	228,4	14,5	10,9	N.A.	18,5	0,79	0,94	N.A.	2,1	1,0	2,7	6,6	N.A.	9,7
PVTB	N. A.	14,7	9,7	N.A.	20,0	1,09	0,96	N.A.	2,4	1,2	3,0	5,5	N.A.	10,8
CRBC	N. A.	8,4	5,1	12,9	18,8	0,47	0,47	1,3	1,8	0,9	2,1	2,8	7,3	9,5
WTNY	N. A.	21,3	17,6	11,1	15,9	1,03	0,98	1,4	1,8	1,6	2,2	13	7,6	9,7
UMBF	17,28	14,7	12,9	13,9	17,3	1,49	1,30	1,3	1,3	2,1	1,5	9,8	8,7	13,9
CATY	563,7	11,8	9,6	12,2	16,3	1,13	0,98	1,5	2,4	1,6	3,2	7,9	6,1	9,8
MBFI	N. A.	11,7	9,8	N.A.	15,4	0,94	0,84	N.A.	1,9	1,5	2,5	5,3	N.A.	8,4
FMER	15,55	12,4	10,7	14,9	15,7	1,20	1,12	1,7	2,2	1,8	2,6	8,3	8,5	8,3
IBKC	28,1	15,5	11,8	N.A.	14,5	1,15	1,09	N.A.	1,6	1,5	2,4	13	N.A.	8,4
TRMK	14,18	12,9	10,9	11,2	14,1	1,24	1,14	1,4	2,2	1,7	2,7	7,3	6,2	8,7
NPBC	31,79	12,8	10,9	14,3	16,4	1,06	0,95	2,2	2,2	1,5	3,2	7,9	7,9	11,0
UMPQ	84,31	15,2	12,2	N.A.	16,7	0,76	0,72	N.A.	1,8	1,3	3,1	7,8	N.A.	9,1
PRSP	14,78	13,1	12,0	N.A.	16,3	1,30	1,14	N.A.	2,2	3,8	4,3	9,2	N.A.	9,8
FNB	16,93	12,6	10,5	7,1	10,8	1,11	1,06	0,7	1,7	2,3	3,0	8,2	2,8	8,4
HBHC	21,1	12,9	10,4	11,2	15,7	1,38	1,06	1,5	2,0	1,4	2,3	8,8	N.A.	9,2
ONB	20,11	13,3	11,7	16,5	17,6	1,08	1,00	2,1	2,3	1,4	2,7	12	9,6	11,7
UCBI	N. A.	8,5	3,7	N.A.	18,0	0,26	0,30	N.A.	2,5	0,3	3,3	75	N.A.	10,4
UBSI	N. A.	14,1	13,7	13,4	14,9	1,48	1,34	1,7	2,3	2,4	3,0	9,1	7,0	9,6
FMBI	N. A.	14,3	9,1	14,2	15,9	0,96	0,87	1,6	2,8	1,4	3,4	8,2	6,3	10,5
PRK	14,18	11,2	9,3	15,3	17,7	1,52	1,37	2,6	2,9	1,7	3,0	5,9	8,7	10,5
CVBF	12,94	10,9	8,9	11,2	16,3	1,34	1,23	1,7	3,2	1,5	3,4	5,6	5,6	10,2
Median	**17,1**	**12,9**	**10,3**	**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

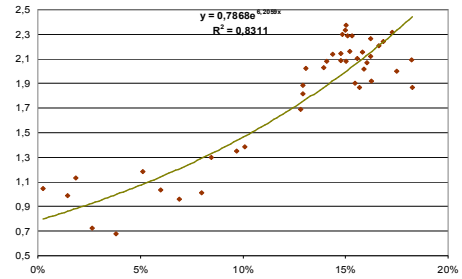
P/B vs ROCE*



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

Рисунок 5

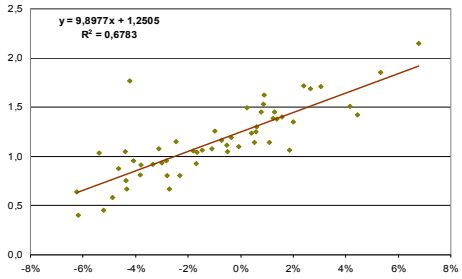
P/B vs ROCE*



*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

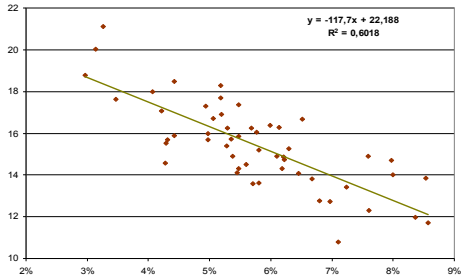
	Current	Current	Average P/B		Average ROE		Beta		Current	Beta	COE	ROE	Implied	BPS	Implied price, $		Implied ups./down.	
Tiker	price, $	P/B	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	Beta	est	est	12 E	g	12e, $	1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.
BAC	14,0	0,67	N. A.	1,96	N. A.	17,5%	1,3	0,9	1,8	1,5	11,4%	8,7%	0,7%	23,9	20,6	16,1	47%	15%
JPM	45,7	1,06	N. A.	1,67	N. A.	9,9%	1,4	1,3	1,4	1,2	10,1%	11,9%	3,0%	51,7	61,7	59,6	35%	30%
C	4,5	0,80	N. A.	2,68	N. A.	20,7%	1,5	1,1	1,4	1,5	11,4%	8,6%	4,2%	6,5	5,5	3,6	21%	-20%
WFC	31,8	1,42	N. A.	2,81	N. A.	17,9%	1,1	0,8	1,5	1,3	10,3%	14,8%	3,4%	27,0	37,8	40,3	19%	26%
USB	26,7	1,86	N. A.	2,69	N. A.	19,4%	0,8	1,0	1,3	1,3	10,6%	15,9%	3,8%	17,5	25,5	28,4	-4%	7%
PNC	62,8	1,12	1,77	2,31	14,0%	16,8%	1,2	0,9	1,5	1,3	10,5%	10,0%	3,6%	66,1	67,4	55,5	7%	-12%
STI	29,6	0,81	1,91	1,94	15,2%	15,0%	1,2	0,8	1,8	1,2	9,9%	6,1%	2,0%	38,6	31,7	18,2	7%	-39%
COF	51,1	0,88	N. A.	3,07	N. A.	22,0%	1,3	1,4	2,1	1,8	12,8%	8,2%	6,7%	67,2	46,0	14,4	-10%	-72%
BBT	27,0	1,14	1,81	2,31	14,9%	16,0%	0,8	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,3%	3,4%	26,3	32,2	28,8	19%	7%
RF	7,1	0,67	1,84	1,66	15,5%	13,5%	0,9	0,8	1,7	1,2	10,2%	5,8%	1,9%	10,7	8,7	4,6	23%	-35%
FITB	14,0	1,07	2,96	3,75	17,9%	17,9%	0,9	0,8	2,3	1,4	11,1%	10,0%	5,6%	15,7	14,9	11,4	6%	-19%
KEY	8,9	0,94	1,94	1,70	17,2%	12,9%	1,1	0,9	1,4	1,2	10,0%	7,0%	3,6%	11,0	9,1	5,4	2%	-40%
MTB	87,6	1,38	1,70	2,16	16,3%	13,5%	0,7	0,8	1,3	1,0	9,2%	10,6%	4,5%	72,4	88,3	86,0	1%	-2%
CMA	37,8	1,15	1,82	1,97	16,6%	15,8%	1,0	0,9	1,3	1,2	9,9%	7,5%	2,5%	36,2	33,1	22,2	-13%	-41%
MI	7,6	0,64	1,60	1,86	15,4%	16,1%	0,8	0,8	2,0	1,3	10,7%	4,5%	0,5%	9,4	7,6	3,3	-1%	-57%
HBAN	6,7	1,25	1,98	1,96	16,7%	14,5%	0,9	0,8	1,8	1,3	10,6%	11,2%	2,5%	6,4	7,0	6,3	5%	-6%
ZION	22,8	0,91	2,10	2,14	19,1%	12,9%	0,9	0,7	2,1	1,3	10,4%	6,6%	3,7%	28,3	22,0	11,1	-4%	-52%
SNV	2,5	0,95	1,38	1,63	17,9%	19,0%	0,7	0,9	1,9	1,3	10,6%	6,5%	3,0%	3,0	2,2	1,2	-11%	-51%
FHN	11,4	1,26	2,14	2,62	18,1%	22,3%	0,8	0,7	1,2	1,0	8,9%	7,9%	-0,1%	10,4	10,4	8,6	-8%	-25%
BOKF	51,7	1,40	1,97	1,85	20,3%	14,6%	0,4	0,7	1,2	0,9	8,6%	10,2%	0,5%	42,6	52,0	47,0	1%	-9%
ASBC	14,5	0,96	1,82	2,13	17,0%	16,9%	0,5	0,8	1,1	1,0	9,1%	6,3%	1,5%	16,7	14,8	9,6	2%	-34%
CYN	57,3	1,53	1,63	2,43	3,5%	17,3%	1,1	0,7	1,3	1,0	9,1%	9,9%	2,0%	43,0	50,1	44,5	-12%	-22%
EWBC	22,2	1,62	N. A.	2,89	N. A.	18,1%	N. A.	0,7	1,8	1,3	10,3%	11,2%	3,2%	16,5	18,3	16,8	-17%	-24%
CBSH	39,8	1,71	1,48	2,15	13,0%	15,3%	0,7	0,7	1,0	0,9	8,4%	11,4%	1,9%	26,3	36,2	35,9	-9%	-10%
WBS	21,1	1,05	1,04	1,62	11,6%	13,4%	0,7	0,8	1,9	1,3	10,7%	6,3%	1,1%	22,7	16,4	11,2	-22%	-47%
TCB	15,5	1,49	1,73	3,65	15,3%	24,4%	1,1	0,9	1,3	1,1	9,7%	9,9%	3,3%	12,1	13,2	11,6	-15%	-25%
FULT	10,8	1,14	1,74	2,25	14,6%	14,9%	0,6	0,6	1,2	0,9	8,4%	8,9%	2,0%	10,6	12,3	10,6	14%	-2%
CFR	58,0	1,72	1,52	2,82	12,0%	17,8%	0,8	0,8	0,9	0,9	8,5%	10,9%	3,5%	37,3	50,2	50,9	-13%	-12%
VLY	13,5	1,69	2,36	3,44	19,1%	21,4%	0,5	0,7	1,2	0,9	8,7%	11,4%	2,6%	8,3	12,1	11,0	-10%	-19%
SUSQ	8,9	0,58	1,35	1,57	11,5%	11,1%	0,6	0,8	1,4	1,1	9,6%	4,7%	4,4%	14,8	11,7	0,8	32%	-91%
BXS	15,6	1,06	1,46	1,86	14,8%	13,4%	0,4	0,7	1,0	0,9	8,3%	6,8%	1,8%	15,2	16,2	10,9	4%	-30%
SIVB	53,3	1,77	1,70	2,61	13,5%	15,5%	0,6	1,6	1,7	1,8	12,8%	8,6%	3,0%	36,2	25,1	18,4	-53%	-66%
BOH	45,2	2,15	1,51	2,43	14,3%	15,8%	0,8	0,8	1,0	1,0	8,9%	15,7%	3,7%	23,0	40,4	48,9	-11%	8%
WTFC	34,8	0,80	N. A.	2,11	N. A.	12,8%	N. A.	0,6	1,4	1,0	9,0%	6,7%	3,5%	36,4	44,3	19,5	27%	-44%
PVTB	15,0	1,08	N. A.	2,41	N. A.	13,0%	N. A.	0,8	1,8	1,2	9,9%	6,8%	5,4%	15,7	13,1	4,4	-13%	-71%
CRBC	0,8	0,45	1,33	1,84	10,3%	10,9%	0,4	0,7	1,9	1,2	10,1%	4,9%	5,4%	1,9	1,4	N. A.	64%	N. A.
WTNY	13,2	1,04	1,41	1,80	12,2%	11,9%	0,6	0,7	1,4	1,1	9,3%	3,9%	3,9%	13,3	9,1	N. A.	-31%	N. A.
UMBF	38,1	1,45	1,27	1,34	9,6%	7,7%	0,5	0,7	0,9	0,8	8,0%	9,3%	3,0%	30,0	36,2	35,0	-5%	-8%
CATY	15,9	1,06	1,54	2,40	12,3%	16,4%	0,5	0,9	1,8	1,2	10,1%	8,3%	3,7%	17,2	16,1	11,3	1%	-29%
MBFI	19,5	0,93	N. A.	1,88	N. A.	12,9%	N. A.	0,7	1,2	1,0	9,0%	7,3%	3,0%	23,5	22,9	15,6	17%	-20%
FMER	16,5	1,19	1,70	2,20	12,9%	14,1%	0,6	0,8	1,1	1,0	9,1%	8,7%	4,6%	14,8	16,8	12,6	2%	-24%
IBKC	56,4	1,16	N. A.	1,61	N. A.	11,3%	N. A.	0,6	1,0	0,8	8,0%	7,3%	2,3%	51,5	57,1	41,7	1%	-26%
TRMK	22,3	1,24	1,39	2,21	13,3%	16,1%	0,5	0,7	1,1	0,9	8,6%	9,0%	1,9%	19,6	23,2	19,2	4%	-14%
NPBC	7,5	1,04	2,25	2,22	16,8%	15,3%	0,4	0,7	1,5	1,0	9,1%	7,4%	2,0%	8,0	7,8	5,6	4%	-25%
UMPQ	10,8	0,75	N. A.	1,76	N. A.	13,2%	N. A.	0,7	1,4	1,1	9,3%	4,9%	1,7%	15,2	11,7	5,9	9%	-45%
PRSP	40,5	1,30	N. A.	2,15	N. A.	15,4%	N. A.	0,7	1,0	0,9	8,5%	9,1%	2,1%	35,4	40,8	35,9	1%	-11%
FNB	10,2	1,10	0,73	1,71	11,6%	13,2%	0,6	0,7	1,2	0,9	8,6%	8,5%	1,1%	9,8	11,6	8,9	13%	-12%
HBHC	32,3	1,39	1,47	1,98	13,9%	12,8%	0,6	0,6	1,1	0,8	8,0%	9,2%	2,2%	30,3	31,9	34,1	-1%	6%
ONB	10,6	1,05	2,09	2,26	13,4%	12,0%	0,4	0,6	1,2	0,8	8,2%	7,7%	4,2%	10,9	12,1	8,8	14%	-17%
UCBI	2,0	0,40	N. A.	2,48	N. A.	14,2%	N. A.	0,7	1,9	1,2	9,8%	3,6%	4,1%	4,3	3,1	N. A.	59%	N. A.
UBSI	26,4	1,45	1,66	2,31	14,0%	15,8%	0,4	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,0%	3,4%	20,1	24,1	20,9	-8%	-21%
FMBI	11,4	0,92	1,56	2,82	12,5%	18,5%	0,5	0,8	1,6	1,2	9,8%	6,4%	3,0%	13,7	11,4	6,3	0%	-45%
PRK	63,5	1,51	2,57	2,88	18,9%	17,8%	0,3	0,7	1,0	0,9	8,4%	12,6%	2,8%	46,8	70,0	75,5	10%	19%
CVBF	8,2	1,35	1,70	3,17	17,8%	20,6%	0,4	0,7	1,6	1,1	9,4%	11,4%	2,6%	6,6	8,8	7,9	8%	-4%
Median		**1,1**	**1,7**	**2,2**	**15%**	**15%**	**0,7**	**0,8**	**1,4**	**1,1**	**9%**	**9%**	**3%**				**1%**	**-21%**

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).

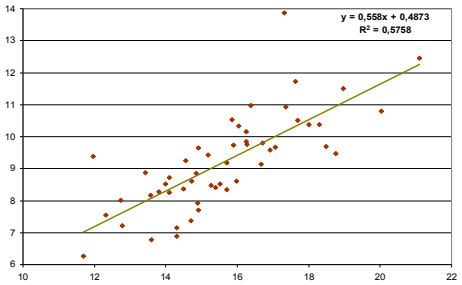
Ticker	Current price, $	Current P/E	P/E12e	Average P/E		DPR	Implied g	COE e	COE hist	Implied PE		EPS	Implied price		Implied ups./down.	
				1991-1997	2000-2006	2000-2006			2000-2006	1 meth.	2 meth.	2012E	1 method	2 method	1 meth.	2 meth.
BAC	14,0	10,5	7,6	N. A.	11,7	43%	0,7%	11,4%	9,2%	9,4	8,8	1,86	15,7	14,7	12%	5%
JPM	45,7	9,1	8,2	N. A.	14,7	50%	3,0%	10,1%	11,0%	16,5	10,3	5,58	84,2	52,5	84%	15%
C	4,5	12,9	8,5	N. A.	14,3	38%	4,2%	11,4%	10,4%	12,2	8,7	0,53	5,8	4,2	29%	-7%
WFC	31,8	12,6	8,9	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,3%	8,6%	12,6	10,1	3,59	41,3	32,9	30%	3%
USB	26,7	15,7	10,2	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,6%	9,6%	11,7	9,8	2,60	27,6	23,1	4%	-13%
PNC	62,8	11,6	9,8	17,3	13,6	46%	3,6%	10,5%	9,3%	11,2	9,9	6,37	65,0	57,1	4%	-9%
STI	29,6	N. A.	13,1	14,0	13,8	38%	2,0%	9,9%	8,7%	11,7	10,5	2,26	24,1	21,7	-19%	-27%
COF	51,1	7,6	9,4	N. A.	15,7	2%	6,7%	12,8%	11,7%	12,8	7,1	5,45	62,1	34,5	22%	-33%
BBT	27,0	21,6	10,4	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,59	31,6	26,9	17%	0%
RF	7,1	N. A.	12,8	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,56	5,4	5,2	-24%	-27%
FITB	14,0	22,3	9,6	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,46	16,6	12,0	18%	-14%
KEY	8,9	19,0	11,3	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,79	8,7	7,5	-2%	-16%
MTB	87,6	14,4	11,9	11,4	17,1	25%	4,5%	9,2%	8,7%	15,2	11,4	7,37	102,7	76,9	17%	-12%
CMA	37,8	34,4	14,7	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,57	27,4	24,7	-28%	-35%
MI	7,6	N. A.	16,2	12,0	12,0	30%	0,5%	10,7%	8,9%	9,9	9,6	0,47	4,2	4,1	-45%	-46%
HBAN	6,7	31,9	9,8	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,68	7,0	6,0	4%	-10%
ZION	22,8	N. A.	13,2	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,73	15,8	15,7	-31%	-31%
SNV	2,5	N. A.	13,9	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,18	1,3	1,6	-49%	-36%
FHN	11,4	N. A.	14,8	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,77	9,3	8,3	-19%	-27%
BOKF	51,7	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	14,5	N. A.	14,0	14,8	13,4	44%	1,5%	9,1%	8,7%	12,8	11,5	1,04	12,2	11,0	-16%	-24%
CYN	57,3	24,7	14,1	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	4,05	51,0	42,9	-11%	-25%
EWBC	22,2	21,5	12,4	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,78	21,5	16,3	-3%	-27%
CBSH	39,8	15,0	13,7	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,91	38,6	33,2	-3%	-17%
WBS	21,1	20,8	15,2	11,3	12,3	24%	1,1%	10,7%	8,7%	9,7	9,5	1,39	12,2	12,0	-42%	-43%
TCB	15,5	14,6	12,8	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	1,21	15,3	12,0	-1%	-23%
FULT	10,8	16,9	11,8	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,92	12,2	10,4	13%	-4%
CFR	58,0	16,9	14,7	53,0	16,7	133%	3,5%	8,5%	8,6%	16,7	12,1	3,93	60,9	44,1	5%	-24%
VLY	13,5	16,1	14,7	13,6	17,4	56%	2,6%	8,7%	8,0%	15,4	11,9	0,92	13,0	10,1	-4%	-25%
SUSQ	8,9	44,6	13,0	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,69	7,5	6,9	-15%	-23%
BXS	15,6	57,6	15,0	11,8	14,7	47%	1,8%	8,3%	8,1%	14,3	12,5	1,04	13,7	12,0	-12%	-23%
SIVB	53,3	23,8	17,0	22,0	19,0	0%	3,0%	12,8%	12,5%	18,3	7,1	3,14	51,2	19,8	-4%	-63%
BOH	45,2	11,9	13,2	11,4	16,0	41%	3,7%	8,9%	8,7%	15,4	11,7	3,43	48,5	37,0	7%	-18%
WTFC	34,8	232,1	14,6	N. A.	18,5	14%	3,5%	9,0%	7,9%	14,8	11,6	2,39	32,5	25,5	-7%	-27%
PVTB	15,0	N. A.	14,7	N. A.	20,0	9%	5,4%	9,9%	8,6%	14,0	10,5	1,02	13,0	9,8	-13%	-35%
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	13,2	N. A.	21,5	11,1	15,9	51%	3,9%	9,3%	8,3%	13,0	11,2	0,61	7,4	6,3	-44%	-52%
UMBF	38,1	16,8	14,4	13,9	17,3	35%	3,0%	8,0%	7,9%	17,0	12,7	2,65	41,7	31,3	10%	-18%
CATY	15,9	530,0	11,1	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,44	17,6	13,5	11%	-15%
MBFI	19,5	N. A.	11,5	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,70	21,0	18,1	8%	-7%
FMER	16,5	15,4	12,2	14,9	15,7	63%	4,6%	9,1%	8,9%	15,1	11,5	1,35	18,7	14,3	13%	-13%
IBKC	56,4	28,3	14,3	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,94	51,9	46,5	-8%	-17%
TRMK	22,3	14,2	12,5	11,2	14,1	35%	1,9%	8,6%	8,3%	13,4	12,0	1,79	22,1	19,8	-1%	-11%
NPBC	7,5	31,3	12,6	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,60	7,7	6,3	3%	-15%
UMPQ	10,8	83,1	14,9	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,72	9,5	7,5	-12%	-31%
PRSP	40,5	14,8	13,1	N. A.	16,3	20%	2,1%	8,5%	8,3%	15,8	12,2	3,09	45,2	35,0	12%	-14%
FNB	10,2	16,7	12,4	7,1	10,8	71%	1,1%	8,6%	8,2%	10,2	12,1	0,82	7,7	9,2	-24%	-10%
HBHC	32,3	21,2	12,8	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,53	33,8	30,0	5%	-7%
ONB	10,6	19,6	12,9	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	0,82	11,6	9,5	9%	-10%
UCBI	2,0	N. A.	12,6	N. A.	18,0	18%	4,1%	9,8%	8,2%	12,9	10,7	0,16	1,8	1,5	-6%	-22%
UBSI	26,4	14,6	13,8	13,4	14,9	46%	3,4%	9,2%	8,7%	13,7	11,3	1,91	24,0	19,9	-9%	-25%
FMBI	11,4	N. A.	13,9	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,82	9,7	8,0	-15%	-30%
PRK	63,5	14,0	11,1	15,3	17,7	53%	2,8%	8,4%	8,0%	16,4	12,3	5,74	87,3	65,2	38%	3%
CVBF	8,2	13,0	11,0	11,2	16,3	39%	2,6%	9,4%	8,2%	13,6	11,2	0,75	9,3	7,6	13%	-7%
Median		**16,8**	**12,8**	**12,6**	**15,5**	**41%**	**3%**	**9%**	**9%**	**13,4**	**11,2**	**1,6**			**-1,0%**	**-17,6%**

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	14,04	142101	3,4	N. A.	6,3	112808	51%	11,4%	9,1	5,5	6,0	27,2	29,3	94%	109%
JPM	45,74	182206	3,8	N. A.	7,4	105307	67%	10,1%	13,4	8,0	7,0	64,3	56,6	41%	24%
C	4,50	130752	3,4	N. A.	7,2	88080	58%	11,4%	10,5	6,3	6,8	7,3	7,9	63%	75%
WFC	31,83	167683	4,6	N. A.	9,6	89431	59%	10,3%	11,3	6,8	9,1	42,9	57,5	35%	81%
USB	26,65	51220	6,1	N. A.	6,8	19494	46%	10,6%	10,7	6,5	6,5	32,3	32,2	21%	21%
PNC	62,76	32981	4,8	6,3	8,2	14777	63%	10,5%	10,5	6,4	7,8	59,9	73,3	-5%	17%
STI	29,59	14810	5,4	8,2	8,3	9071	59%	9,9%	11,1	6,7	7,9	45,4	53,9	54%	82%
COF	51,05	23348	2,8	N. A.	4,8	16416	60%	12,8%	9,9	6,0	4,6	77,0	58,8	51%	15%
BBT	27,01	18797	5,1	4,8	8,3	8836	52%	9,2%	12,3	7,3	7,9	40,9	44,0	52%	63%
RF	7,10	8930	4,1	7,0	8,0	6769	60%	10,2%	10,5	6,3	7,7	12,3	14,9	74%	110%
FITB	14,03	12875	5,2	9,7	12,4	6361	48%	11,1%	10,8	6,5	11,9	21,4	39,0	53%	178%
KEY	8,92	7854	5,5	6,3	6,9	4522	61%	10,0%	11,3	6,8	6,6	12,4	12,1	39%	35%
MTB	87,57	10527	6,7	4,7	9,7	4108	55%	9,2%	13,3	7,9	9,2	111,0	129,8	27%	48%
CMA	37,79	6680	7,4	5,9	7,2	2657	53%	9,9%	11,1	6,7	6,9	42,7	44,0	13%	16%
MI	7,64	4050	4,9	5,9	9,4	2315	61%	10,7%	9,7	5,9	8,9	9,1	13,7	19%	80%
HBAN	6,69	5776	5,8	6,5	7,9	2815	59%	10,6%	10,5	6,3	7,6	7,7	9,2	15%	37%
ZION	22,83	4178	7,8	6,9	8,5	2474	57%	10,4%	10,0	6,1	8,1	31,8	42,6	39%	87%
SNV	2,50	1963	7,9	4,1	11,2	1258	65%	10,6%	8,8	5,4	10,6	2,7	5,4	9%	115%
FHN	11,39	2999	9,4	6,3	13,1	1580	71%	8,9%	12,4	7,4	12,5	11,8	19,9	4%	75%
BOKF	51,66	3527	7,0	7,0	7,7	1245	60%	8,6%	13,0	7,7	7,3	51,7	49,0	0%	-5%
ASBC	14,53	2516	7,1	6,4	8,9	1022	50%	9,1%	12,1	7,3	8,5	19,7	23,0	35%	58%
CYN	57,26	3028	9,0	8,1	8,5	1115	53%	9,1%	12,6	7,5	8,1	68,6	73,7	20%	29%
EWBC	22,17	3294	7,0	N. A.	10,4	873	44%	10,3%	11,6	7,0	9,9	20,8	29,6	-6%	33%
CBSH	39,80	3461	8,0	6,6	8,9	1081	59%	8,4%	13,3	7,9	8,5	37,6	40,1	-6%	1%
WBS	21,05	1835	7,2	4,1	7,5	765	57%	10,7%	9,6	5,9	7,2	19,9	24,5	-6%	16%
TCB	15,50	2434	5,1	5,5	9,4	1200	60%	9,7%	12,3	7,4	9,0	20,5	25,0	32%	62%
FULT	10,81	2153	6,2	8,2	10,3	771	54%	8,4%	13,3	7,9	9,9	13,2	16,4	22%	52%
CFR	57,98	3551	11,5	11,1	9,8	946	61%	8,5%	14,4	8,5	9,4	47,8	52,4	-17%	-10%
VLY	13,52	2185	9,1	7,4	10,9	580	47%	8,7%	13,6	8,1	10,4	14,2	18,2	5%	35%
SUSQ	8,92	1159	5,6	7,3	9,3	625	66%	9,6%	11,5	6,9	8,8	10,5	13,4	17%	51%
BXS	15,56	1299	6,1	6,2	8,6	725	62%	8,3%	13,4	8,0	8,2	24,1	24,9	55%	60%
SIVB	53,31	2261	9,3	6,7	11,5	766	61%	12,8%	12,7	7,6	11,0	47,4	68,6	-11%	29%
BOH	45,21	2168	6,9	6,0	8,6	604	60%	8,9%	13,5	8,0	8,2	37,7	38,5	-17%	-15%
WTFC	34,82	1217	6,7	N. A.	9,7	650	65%	9,0%	13,2	7,8	9,2	47,0	55,4	35%	59%
PVTB	14,98	1069	5,5	N. A.	10,8	534	56%	9,9%	12,2	7,3	10,3	21,8	30,7	45%	105%
CRBC	0,83	330	2,7	7,3	9,5	411	62%	10,1%	11,0	6,6	9,0	2,4	3,3	188%	292%
WTNY	13,19	1275	13,0	7,6	9,7	543	62%	9,3%	12,1	7,3	9,3	14,3	18,3	8%	38%
UMBF	38,05	1542	9,6	8,7	13,9	789	75%	8,0%	14,8	8,8	13,2	39,6	59,8	4%	57%
CATY	15,90	1249	7,4	6,1	9,8	378	37%	10,1%	11,9	7,1	9,4	19,8	26,1	24%	64%
MBFI	19,52	1053	5,2	N. A.	8,4	486	58%	9,0%	12,5	7,5	8,0	26,4	28,2	35%	45%
FMER	16,53	1798	7,8	8,5	8,3	728	54%	9,1%	13,3	7,9	8,0	22,6	22,8	37%	38%
IBKC	56,40	1517	13,3	N. A.	8,4	522	56%	8,0%	13,5	8,0	8,0	63,8	63,5	13%	13%
TRMK	22,27	1424	7,3	6,2	8,7	524	54%	8,6%	12,7	7,6	8,3	26,4	28,9	19%	30%
NPBC	7,51	1137	7,8	7,9	11,0	399	59%	9,1%	12,8	7,6	10,5	7,5	10,4	1%	38%
UMPQ	10,80	1237	7,7	N. A.	9,1	503	61%	9,3%	12,8	7,6	8,7	11,9	13,6	10%	26%
PRSP	40,49	1894	9,2	N. A.	9,8	406	50%	8,5%	14,0	8,3	9,3	33,5	37,5	-17%	-7%
FNB	10,19	1230	8,1	2,8	8,4	459	61%	8,6%	11,1	6,7	8,0	9,1	10,9	-10%	7%
HBHC	32,25	1191	8,8	N. A.	9,2	796	61%	8,0%	13,6	8,1	8,8	63,2	68,7	96%	113%
ONB	10,58	1003	11,8	9,6	11,7	430	62%	8,2%	13,9	8,2	11,2	13,2	17,9	24%	69%
UCBI	1,95	170	106,3	N. A.	10,4	297	61%	9,8%	11,8	7,1	9,9	8,7	12,1	345%	522%
UBSI	26,35	1149	9,0	7,0	9,6	356	47%	9,2%	12,5	7,5	9,2	29,8	36,8	13%	40%
FMBI	11,44	853	7,9	6,3	10,5	410	51%	9,8%	11,8	7,1	10,0	17,6	25,0	54%	119%
PRK	63,45	977	5,9	8,7	10,5	360	48%	8,4%	14,3	8,5	10,0	95,8	113,2	51%	78%
CVBF	8,18	868	5,6	5,6	10,2	271	46%	9,4%	12,4	7,4	9,7	9,3	12,2	13%	49%
Median			**7,0**	**6,6**	**9,2**		**59%**	**9%**	**12,3**	**7,4**	**8,8**			**21,7%**	**48,4%**

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	47%	15%	12%	5%	94%	109%	47%	31%
JPM	35%	30%	84%	15%	41%	24%	38%	33%
C	21%	-20%	29%	-7%	63%	75%	27%	25%
WFC	19%	26%	30%	3%	35%	81%	32%	28%
USB	-4%	7%	4%	-13%	21%	21%	6%	5%
PNC	7%	-12%	4%	-9%	-5%	17%	0%	-1%
STI	7%	-39%	-19%	-27%	54%	82%	10%	-6%
COF	-10%	-72%	22%	-33%	51%	15%	-4%	3%
BBT	19%	7%	17%	0%	52%	63%	26%	18%
RF	23%	-35%	-24%	-27%	74%	110%	20%	0%
FITB	6%	-19%	18%	-14%	53%	178%	37%	12%
KEY	2%	-40%	-2%	-16%	39%	35%	3%	0%
MTB	1%	-2%	17%	-12%	27%	48%	13%	9%
CMA	-13%	-41%	-28%	-35%	13%	16%	-14%	-20%
MI	-1%	-57%	-45%	-46%	19%	80%	-8%	-23%
HBAN	5%	-6%	4%	-10%	15%	37%	7%	4%
ZION	-4%	-52%	-31%	-31%	39%	87%	1%	-17%
SNV	-11%	-51%	-49%	-36%	9%	115%	-4%	-24%
FHN	-8%	-25%	-19%	-27%	4%	75%	0%	-13%
BOKF	1%	-9%	4%	-10%	0%	-5%	-3%	-3%
ASBC	2%	-34%	-16%	-24%	35%	58%	3%	-7%
CYN	-12%	-22%	-11%	-25%	20%	29%	-4%	-12%
EWBC	-17%	-24%	-3%	-27%	-6%	33%	-7%	-12%
CBSH	-9%	-10%	-3%	-17%	-6%	1%	-7%	-7%
WBS	-22%	-47%	-42%	-43%	-6%	16%	-24%	-32%
TCB	-15%	-25%	-1%	-23%	32%	62%	5%	-8%
FULT	14%	-2%	13%	-4%	22%	52%	16%	13%
CFR	-13%	-12%	5%	-24%	-17%	-10%	-12%	-13%
VLY	-10%	-19%	-4%	-25%	5%	35%	-3%	-7%
SUSQ	32%	-91%	-15%	-23%	17%	51%	-5%	1%
BXS	4%	-30%	-12%	-23%	55%	60%	9%	-4%
SIVB	-53%	-66%	-4%	-63%	-11%	29%	-28%	-32%
BOH	-11%	8%	7%	-18%	-17%	-15%	-7%	-13%
WTFC	27%	-44%	-7%	-27%	35%	59%	7%	10%
PVTB	-13%	-71%	-13%	-35%	45%	105%	3%	-13%
CRBC	64%	N. A.	33%	16%	188%	292%	119%	64%
WTNY	-31%	N. A.	-44%	-52%	8%	38%	-16%	-31%
UMBF	-5%	-8%	10%	-18%	4%	57%	7%	0%
CATY	1%	-29%	11%	-15%	24%	64%	9%	6%
MBFI	17%	-20%	8%	-7%	35%	45%	13%	12%
FMER	2%	-24%	13%	-13%	37%	38%	9%	8%
IBKC	1%	-26%	-8%	-17%	13%	13%	-4%	-3%
TRMK	4%	-14%	-1%	-11%	19%	30%	4%	2%
NPBC	4%	-25%	3%	-15%	1%	38%	1%	2%
UMPQ	9%	-45%	-12%	-31%	10%	26%	-7%	-2%
PRSP	1%	-11%	12%	-14%	-17%	-7%	-6%	-9%
FNB	13%	-12%	-24%	-10%	-10%	7%	-6%	-10%
HBHC	-1%	6%	5%	-7%	96%	113%	35%	5%
ONB	14%	-17%	9%	-10%	24%	69%	15%	12%
UCBI	59%	N. A.	-6%	-22%	345%	522%	179%	59%
UBSI	-8%	-21%	-9%	-25%	13%	40%	-2%	-9%
FMBI	0%	-45%	-15%	-30%	54%	119%	14%	-8%
PRK	10%	19%	38%	3%	51%	78%	33%	28%
CVBF	8%	-4%	13%	-7%	13%	49%	12%	10%
Median	**1%**	**-21%**	**-1%**	**-18%**	**22%**	**48%**	**4%**	**0%**

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

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.