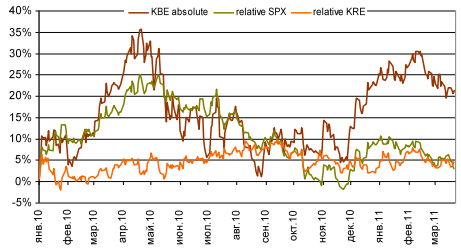
28 марта 2011 г.

Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

Динамика банковских индексов



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
CATY	4,8%	-5,9%	43,2%
BOH	4,5%	0,2%	4,8%
CRBC	2,3%	39,8%	-17,3%
SIVB	2,8%	1,2%	18,0%
IBKC	2,6%	1,0%	-3,1%
KBE	**-0,4%**	**-3,0%**	**-1,2%**
KRE	**-0,1%**	**-3,2%**	**-1,8%**

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
BAC	-5,0%	-6,6%	-25,5%
CYN	-2,8%	-5,5%	2,8%
CMA	-2,6%	-5,4%	-2,1%
KEY	-2,2%	-4,6%	10,9%
TCB	-1,7%	-6,1%	-5,8%

Источник: Bloomberg

За прошедшие 5 рабочих дней банковские акции США чувствовали себя значительно хуже широкого рынка: S&P 500 за это время вырос на 2.7%, в то время как индекс региональных банков США упал на 0.1%, а относительно крупные банки США снизились на 0.4%.

Одной из основных причин слабой динамики банковских акций на прошедшей неделе стала новость о том, что регулятор не одобрил план BAC (Bank of America) по повышению дивидендов, в результате чего BAC показал наихудшую динамику в секторе. Падение было избыточным, и мы рассматриваем его как хорошую возможность для покупки данного финансового института. Событие, в принципе, было ожидаемым, так как для BAC, в отличие от JPM (JP Morgan Chase) и WFC (Wells Fargo), рост дивидендов и объемов обратного выкупа акций не был основным драйвером для роста стоимости акций на текущий год. Тем более, BAC по-прежнему собирается увеличивать свои выплаты акционерам, как и планировалось, во второй половине 2011 г. Не исключено, что регулятор хотел бы еще посмотреть на динамику операционных показателей банка и решение проблем в ипотечном сегменте, так как показатели достаточности капитала BAC ниже, чем по отрасли в целом.

Среди других лидеров падения можно отметить KEY (KeyCorp), который снизился на 2.2%, несмотря на позитивные новости относительно выплаты средств TARP. Причем KEY было необходимо привлечь лишь чуть более 20% от средств TARP в виде выпуска обыкновенных акций, что значительно меньше, по сравнению с другими банками, выплатившими средства TARP ранее. Негативным моментом выступает лишь то, что цена привлечения оказалась несколько ниже, чем планировал рынок. В любом случае, с нашей точки зрения, разводнение получилось меньшим, чем прогнозировал рынок, а выплата TARP весьма позитивный фактор для акций банка, который лучше многих своих конкурентов справляется с проблемами кредитного портфеля. Тем не менее, потенциал роста, с нашей точки зрения, в данной бумаге относительно небольшой. Целевая цена для KEY остается на уровне $10, с рекомендацией «держать».

Хорошая динамика CATY (Cathay General) объясняется слабой динамикой банка в предыдущие несколько недель.

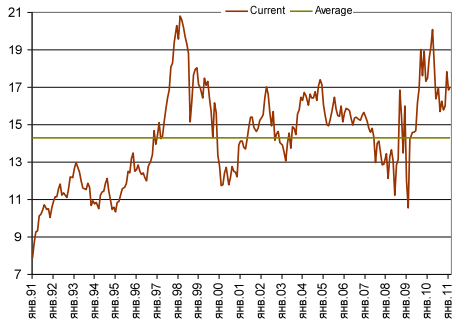
BOH (Bank of Hawaii) также показал неплохой рост на ослаблении опасений относительно радиационного заражения в Японии и возможного негативного влияния на основной регион работы банка – Гавайи.

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).

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

Рисунок 1

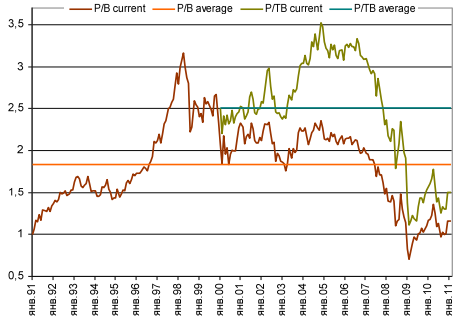
Динамика P/E



*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

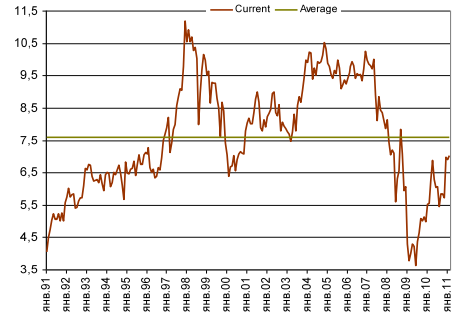
Динамика P/B и P/TB



*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

Текущие мультипликаторы

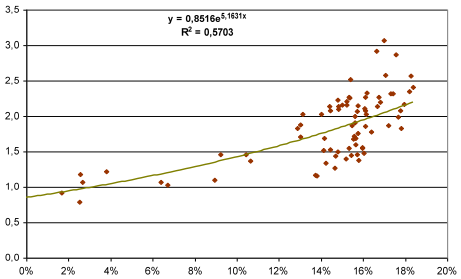
	P/E					P/B				P/TB		Market cap to PTPP		
	Cur.	12E cons	13E cons	91-97 avg.	00-06 avg.	Cur.	12E cons	91-91 avg.	00-06 avg.	Cur.	00-06 avg.	Cur	91-97 avg.	00-06 avg.
BAC	9,94	7,1	6,0	N.A.	11,7	0,64	0,56	N.A.	2,0	1,1	3,2	3,2	N.A.	6,3
JPM	9,172	8,2	7,4	N.A.	14,7	1,07	0,89	N.A.	1,7	1,6	2,6	3,9	N.A.	7,4
C	12,74	8,5	7,7	N.A.	14,3	0,79	0,69	N.A.	2,7	1,0	4,1	3,4	N.A.	7,2
WFC	12,67	8,9	7,7	N.A.	16,9	1,43	1,18	N.A.	2,8	2,0	4,3	4,6	N.A.	9,6
USB	15,84	10,4	9,0	N.A.	13,6	1,87	1,54	N.A.	2,7	3,4	4,8	6,1	N.A.	6,8
PNC	11,38	9,7	8,8	17,3	13,6	1,10	0,93	1,8	2,3	1,6	4,4	4,8	6,3	8,2
STI	N. A.	12,6	9,5	14,0	13,8	0,80	0,76	1,9	1,9	1,4	2,6	5,7	8,2	8,3
COF	7,819	9,6	9,0	N.A.	15,7	0,90	0,78	N.A.	3,1	2,0	3,1	2,9	N.A.	4,8
BBT	21,66	10,5	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	8,6	12,6	12,7	0,68	0,67	1,8	1,7	1,2	2,7	4,2	7,0	8,0
FITB	21,98	9,5	8,7	17,8	21,1	1,06	0,89	3,0	3,7	1,6	4,3	5,1	9,7	12,4
KEY	18,55	10,9	9,3	11,6	14,3	0,92	0,80	1,9	1,7	1,0	2,1	5,8	6,3	6,9
MTB	14,4	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	33,51	14,3	9,7	11,9	12,8	1,12	1,02	1,8	2,0	1,2	2,0	7,2	5,9	7,2
MI	N. A.	16,9	11,6	12,0	12,0	0,65	0,84	1,6	1,9	0,7	2,9	5	5,9	9,4
HBAN	31,38	9,6	8,4	12,8	14,9	1,23	1,02	2,0	2,0	1,4	2,3	5,7	6,5	7,9
ZION	N. A.	13,4	9,0	11,9	15,5	0,92	0,82	2,1	2,1	1,2	3,3	8	6,9	8,5
SNV	N. A.	13,7	7,9	8,5	9,2	0,94	0,83	1,4	1,6	1,0	1,6	7,8	4,1	11,2
FHN	N. A.	14,5	9,4	12,4	13,8	1,25	1,08	2,1	2,6	1,4	3,0	9,3	6,3	13,1
BOKF	13,13	12,3	11,0	11,1	14,9	1,38	1,20	2,0	1,9	1,6	2,3	6,9	7,0	7,7
ASBC	N. A.	14,2	11,2	14,8	13,4	0,97	0,88	1,8	2,1	1,5	2,9	7,2	6,4	8,9
CYN	23,99	13,7	11,3	15,0	15,3	1,48	1,30	1,6	2,4	2,0	3,2	8,7	8,1	8,5
EWBC	21,74	12,6	10,3	N.A.	18,3	1,64	1,36	N.A.	2,9	2,1	3,4	7,1	N.A.	10,4
CBSH	14,87	13,6	12,5	11,9	14,9	1,69	1,50	1,5	2,2	1,8	2,2	7,9	6,6	8,9
WBS	20,79	15,1	11,6	11,3	12,3	1,05	0,92	1,0	1,6	1,6	2,5	7,2	4,1	7,5
TCB	14,38	12,5	9,4	12,6	15,2	1,47	1,25	1,7	3,6	1,6	4,4	5	5,5	9,4
FULT	17,09	11,9	10,4	13,2	16,0	1,16	1,03	1,7	2,2	1,6	2,9	6,3	8,2	10,3
CFR	16,9	14,7	12,8	53,0	16,7	1,72	1,55	1,5	2,8	2,3	3,5	11	11,1	9,8
VLY	16,14	14,8	13,2	13,6	17,4	1,69	1,62	2,4	3,4	2,3	3,8	9,1	7,4	10,9
SUSQ	44,68	13,0	10,1	12,1	14,6	0,59	0,60	1,4	1,6	1,2	2,1	5,6	7,3	9,3
BXS	56,67	14,8	10,1	11,8	14,7	1,05	1,01	1,5	1,9	1,4	2,2	6	6,2	8,6
SIVB	24,47	17,5	14,2	22,0	19,0	1,82	1,51	1,7	2,6	1,8	2,7	9,6	6,7	11,5
BOH	12,47	13,8	12,6	11,4	16,0	2,25	2,06	1,5	2,4	2,3	2,6	7,2	6,0	8,6
WTFC	233,3	14,6	11,2	N.A.	18,5	0,81	0,96	N.A.	2,1	1,0	2,7	6,7	N.A.	9,7
PVTB	N. A.	14,8	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.	8,3	5,1	12,9	18,8	0,47	0,46	1,3	1,8	0,9	2,1	2,8	7,3	9,5
WTNY	N. A.	21,6	17,8	11,1	15,9	1,04	1,00	1,4	1,8	1,6	2,2	13	7,6	9,7
UMBF	16,64	14,2	12,4	13,9	17,3	1,43	1,25	1,3	1,3	2,0	1,5	9,5	8,7	13,9
CATY	555,7	11,6	9,5	12,2	16,3	1,11	0,97	1,5	2,4	1,5	3,2	7,8	6,1	9,8
MBFI	N. A.	11,4	9,5	N.A.	15,4	0,91	0,82	N.A.	1,9	1,4	2,5	5,1	N.A.	8,4
FMER	15,42	12,2	10,4	14,9	15,7	1,19	1,11	1,7	2,2	1,8	2,6	7,8	8,5	8,3
IBKC	29,07	15,5	12,1	N.A.	14,5	1,19	1,11	N.A.	1,6	1,5	2,4	14	N.A.	8,4
TRMK	14,31	12,6	11,0	11,2	14,1	1,25	1,15	1,4	2,2	1,7	2,7	7,3	6,2	8,7
NPBC	31,38	12,6	10,8	14,3	16,4	1,04	0,94	2,2	2,2	1,4	3,2	7,8	7,9	11,0
UMPQ	84,62	15,2	12,3	N.A.	16,7	0,77	0,72	N.A.	1,8	1,3	3,1	7,9	N.A.	9,1
PRSP	15	13,3	12,2	N.A.	16,3	1,32	1,16	N.A.	2,2	3,8	4,3	9,3	N.A.	9,8
FNB	16,67	12,4	10,3	7,1	10,8	1,09	1,04	0,7	1,7	2,3	3,0	8,1	2,8	8,4
HBHC	21,31	12,9	10,3	11,2	15,7	1,40	1,07	1,5	2,0	1,4	2,3	10	N.A.	9,2
ONB	19,37	12,8	11,2	16,5	17,6	1,04	0,96	2,1	2,3	1,3	2,7	12	9,6	11,7
UCBI	N. A.	12,6	9,9	N.A.	18,0	0,41	0,74	N.A.	2,5	0,4	3,3	107	N.A.	10,4
UBSI	14,6	13,8	13,4	13,4	14,9	1,45	1,31	1,7	2,3	2,4	3,0	9	7,0	9,6
FMBI	N. A.	14,2	9,0	14,2	15,9	0,94	0,85	1,6	2,8	1,4	3,4	8,1	6,3	10,5
PRK	14,24	11,2	9,3	15,3	17,7	1,53	1,38	2,6	2,9	1,8	3,0	6	8,7	10,5
CVBF	13,05	11,0	9,0	11,2	16,3	1,35	1,24	1,7	3,2	1,5	3,4	5,7	5,6	10,2
Median	**16,7**	**12,7**	**10,1**	**12,6**	**15,5**	**1,1**	**1,0**	**1,7**	**2,2**	**1,5**	**3,0**	**7,1**	**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

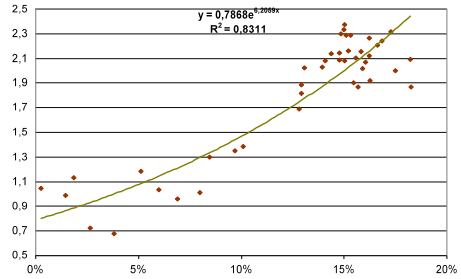
P/B vs ROCE*



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

Рисунок 5

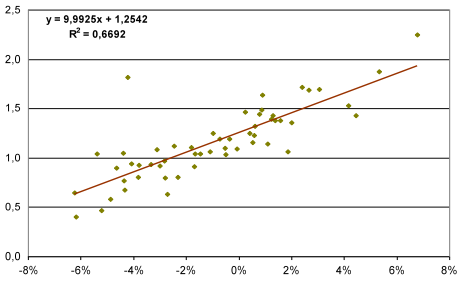
P/B vs ROCE*



*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

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

период 2000-2006 гг., и на 30% ниже текущих уровней.

Расчет стоимости через мультипликатор P/B

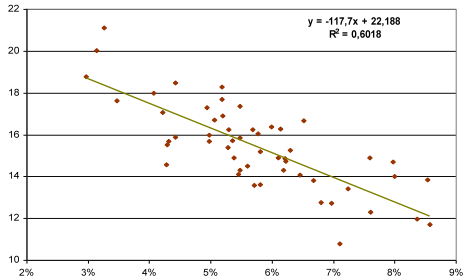
Tiker	Current price, $	Current P/B	Average P/B 1991-1997	Average P/B 2000-2006	Average ROE 1991-1997	Average ROE 2000-2006	Beta 1991-1997	Beta 2000-2006	Current Beta	Beta est	COE est	ROE 12 E	Implied g	BPS 12e, $	Implied price, $ 1 meth.	Implied price, $ 2 meth.	Implied ups./down. 1 meth.	Implied ups./down. 2 meth.
BAC	13,3	0,64	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	55%	21%
JPM	45,9	1,07	N. A.	1,67	N. A.	9,9%	1,4	1,3	1,4	1,2	10,1%	11,9%	3,0%	51,7	62,0	59,6	35%	30%
C	4,5	0,79	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	23%	-20%
WFC	31,9	1,43	N. A.	2,81	N. A.	17,9%	1,1	0,8	1,5	1,3	10,3%	14,8%	3,4%	27,0	38,0	40,3	19%	26%
USB	26,9	1,87	N. A.	2,69	N. A.	19,4%	0,8	1,0	1,3	1,3	10,6%	15,9%	3,8%	17,5	25,6	28,4	-5%	5%
PNC	61,8	1,10	1,77	2,31	14,0%	16,8%	1,2	0,9	1,5	1,3	10,5%	10,0%	3,6%	66,2	67,6	55,6	9%	-10%
STI	29,2	0,80	1,91	1,94	15,2%	15,0%	1,2	0,8	1,8	1,2	9,9%	6,1%	2,0%	38,5	31,7	18,2	9%	-38%
COF	52,2	0,90	N. A.	3,07	N. A.	22,0%	1,3	1,4	2,1	1,8	12,8%	8,2%	6,7%	67,3	45,9	14,4	-12%	-72%
BBT	27,1	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	32,3	28,8	19%	6%
RF	7,2	0,68	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	21%	-36%
FITB	13,9	1,06	2,96	3,75	17,9%	17,9%	0,9	0,8	2,3	1,4	11,1%	10,0%	5,6%	15,6	15,0	11,3	8%	-18%
KEY	8,7	0,92	1,94	1,70	17,2%	12,9%	1,1	0,9	1,4	1,2	10,0%	7,0%	3,6%	10,8	9,1	5,3	4%	-39%
MTB	87,5	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	88,6	86,0	1%	-2%
CMA	36,8	1,12	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	-10%	-40%
MI	7,8	0,65	1,60	1,86	15,4%	16,1%	0,8	0,8	2,0	1,3	10,7%	4,5%	0,5%	9,2	7,6	3,2	-3%	-58%
HBAN	6,6	1,23	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	7%	-5%
ZION	23,2	0,92	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	-5%	-52%
SNV	2,5	0,94	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	-10%	-50%
FHN	11,3	1,25	2,14	2,62	18,1%	22,3%	0,8	0,7	1,2	1,0	8,9%	7,9%	-0,1%	10,4	10,5	8,6	-7%	-24%
BOKF	51,0	1,38	1,97	1,85	20,3%	14,6%	0,4	0,7	1,2	0,9	8,6%	10,2%	0,5%	42,6	52,2	47,0	2%	-8%
ASBC	14,7	0,97	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	0%	-35%
CYN	55,7	1,48	1,63	2,43	3,5%	17,3%	1,1	0,7	1,3	1,0	9,1%	9,9%	2,0%	42,9	50,3	44,4	-10%	-20%
EWBC	22,4	1,64	N. A.	2,89	N. A.	18,1%	N. A.	0,7	1,8	1,3	10,3%	11,2%	3,2%	16,5	18,4	16,8	-18%	-25%
CBSH	39,5	1,69	1,48	2,15	13,0%	15,3%	0,7	0,7	1,0	0,9	8,4%	11,4%	1,9%	26,3	36,3	35,9	-8%	-9%
WBS	21,0	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%	-46%
TCB	15,2	1,47	1,73	3,65	15,3%	24,4%	1,1	0,9	1,3	1,1	9,7%	9,9%	3,3%	12,2	13,3	11,6	-13%	-24%
FULT	10,9	1,16	1,74	2,25	14,6%	14,9%	0,6	0,6	1,2	0,9	8,4%	8,9%	2,0%	10,6	12,4	10,6	13%	-3%
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	50,4	50,9	-13%	-12%
VLY	13,6	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	12,2	11,0	-10%	-19%
SUSQ	8,9	0,59	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	31%	-91%
BXS	15,3	1,05	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	6%	-29%
SIVB	54,8	1,82	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	-54%	-67%
BOH	47,3	2,25	1,51	2,43	14,3%	15,8%	0,8	0,8	1,0	1,0	8,9%	15,7%	3,7%	22,9	40,6	48,7	-14%	3%
WTFC	35,0	0,81	N. A.	2,11	N. A.	12,8%	N. A.	0,6	1,4	1,0	9,0%	6,7%	3,5%	36,5	44,3	19,5	27%	-44%
PVTB	15,1	1,09	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	0,9	0,47	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.	58%	N. A.
WTNY	13,3	1,04	1,41	1,80	12,2%	11,9%	0,6	0,7	1,4	1,1	9,3%	3,9%	3,9%	13,2	9,1	N. A.	-31%	N. A.
UMBF	37,6	1,43	1,27	1,34	9,6%	7,7%	0,5	0,7	0,9	0,8	8,0%	9,3%	3,0%	30,0	36,3	35,0	-3%	-7%
CATY	16,7	1,11	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	-3%	-32%
MBFI	19,3	0,91	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	19%	-19%
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%	14,9	16,9	12,6	2%	-24%
IBKC	57,9	1,19	N. A.	1,61	N. A.	11,3%	N. A.	0,6	1,0	0,8	8,0%	7,3%	2,3%	51,9	57,3	42,0	-1%	-27%
TRMK	22,5	1,25	1,39	2,21	13,3%	16,1%	0,5	0,7	1,1	0,9	8,6%	9,0%	1,9%	19,6	23,3	19,2	4%	-15%
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	7,9	5,6	4%	-25%
UMPQ	11,0	0,77	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	7%	-46%
PRSP	41,1	1,32	N. A.	2,15	N. A.	15,4%	N. A.	0,7	1,0	0,9	8,5%	9,1%	2,1%	35,4	40,9	35,9	0%	-13%
FNB	10,2	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	11,6	8,9	14%	-12%
HBHC	32,4	1,40	1,47	1,98	13,9%	12,8%	0,6	0,6	1,1	0,8	8,0%	9,2%	2,2%	30,2	32,0	34,0	-1%	5%
ONB	10,5	1,04	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	16%	-16%
UCBI	2,0	0,41	N. A.	2,48	N. A.	14,2%	N. A.	0,7	1,9	1,2	9,8%	3,6%	4,1%	2,7	3,1	N. A.	57%	N. A.
UBSI	26,3	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	24,2	20,9	-8%	-20%
FMBI	11,6	0,94	1,56	2,82	12,5%	18,5%	0,5	0,8	1,6	1,2	9,8%	6,4%	3,0%	13,6	11,4	6,3	-2%	-46%
PRK	64,4	1,53	2,57	2,88	18,9%	17,8%	0,3	0,7	1,0	0,9	8,4%	12,6%	2,8%	46,8	70,3	75,5	9%	17%
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	7%	-4%
Median		**1,1**	**1,7**	**2,2**	**15%**	**15%**	**0,7**	**0,8**	**1,4**	**1,1**	**9%**	**9%**	**3%**				**2%**	**-20%**

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

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

Рисунок 7

P/E vs COE-g*



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

Мультипликатор P/E

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

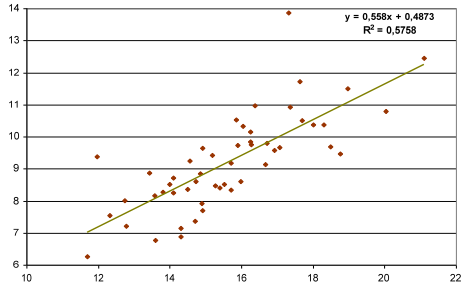
Ticker	Current price, $	Current P/E	P/E12e	Average P/E 1991-1997	Average P/E 2000-2006	DPR 2000-2006	Implied g	COE e	COE hist 2000-2006	Implied PE 1 meth.	Implied PE 2 meth.	EPS 2012E	Implied price 1 method	Implied price 2 method	Implied ups./down. 1 meth.	Implied ups./down. 2 meth.
BAC	13,3	9,9	7,1	N. A.	11,7	43%	0,7%	11,4%	9,2%	9,4	8,8	1,88	15,8	14,9	19%	12%
JPM	45,9	9,2	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	12,7	8,5	N. A.	14,3	38%	4,2%	11,4%	10,4%	12,2	8,7	0,52	5,8	4,1	29%	-7%
WFC	31,9	12,7	8,9	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,3%	8,6%	12,6	10,1	3,61	41,4	33,0	30%	3%
USB	26,9	15,8	10,4	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,6%	9,6%	11,7	9,8	2,59	27,5	23,0	2%	-15%
PNC	61,8	11,4	9,7	17,3	13,6	46%	3,6%	10,5%	9,3%	11,2	9,9	6,36	64,9	57,0	5%	-8%
STI	29,2	N. A.	12,6	14,0	13,8	38%	2,0%	9,9%	8,7%	11,7	10,5	2,31	24,6	22,1	-16%	-24%
COF	52,2	7,8	9,6	N. A.	15,7	2%	6,7%	12,8%	11,7%	12,8	7,1	5,46	62,2	34,5	19%	-34%
BBT	27,1	21,7	10,5	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,59	31,6	26,9	17%	-1%
RF	7,2	N. A.	12,9	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,56	5,4	5,2	-24%	-28%
FITB	13,9	22,0	9,5	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,46	16,6	12,0	20%	-13%
KEY	8,7	18,6	10,9	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,80	8,8	7,6	1%	-13%
MTB	87,5	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	36,8	33,5	14,3	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,57	27,4	24,7	-26%	-33%
MI	7,8	N. A.	16,9	12,0	12,0	30%	0,5%	10,7%	8,9%	9,9	9,6	0,46	4,1	4,0	-47%	-48%
HBAN	6,6	31,4	9,6	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,68	7,0	6,0	6%	-9%
ZION	23,2	N. A.	13,4	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,73	15,8	15,7	-32%	-32%
SNV	2,5	N. A.	13,7	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,18	1,3	1,6	-48%	-35%
FHN	11,3	N. A.	14,5	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,78	9,4	8,4	-17%	-26%
BOKF	51,0	13,1	12,3	11,1	14,9	0%	0,5%	8,6%	8,1%	13,9	12,1	4,15	53,5	46,2	5%	-9%
ASBC	14,7	N. A.	14,2	14,8	13,4	44%	1,5%	9,1%	8,7%	12,8	11,5	1,04	12,2	11,0	-17%	-26%
CYN	55,7	24,0	13,7	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	4,06	51,1	43,0	-8%	-23%
EWBC	22,4	21,7	12,6	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,78	21,5	16,3	-4%	-27%
CBSH	39,5	14,9	13,6	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,91	38,6	33,2	-2%	-16%
WBS	21,0	20,8	15,1	11,3	12,3	24%	1,1%	10,7%	8,7%	9,7	9,5	1,39	12,2	12,1	-42%	-43%
TCB	15,2	14,4	12,5	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	1,22	15,5	12,1	2%	-21%
FULT	10,9	17,1	11,9	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,92	12,2	10,4	11%	-5%
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	13,6	16,1	14,8	13,6	17,4	56%	2,6%	8,7%	8,0%	15,4	11,9	0,92	13,0	10,1	-4%	-26%
SUSQ	8,9	44,7	13,0	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,69	7,5	6,9	-16%	-23%
BXS	15,3	56,7	14,8	11,8	14,7	47%	1,8%	8,3%	8,1%	14,3	12,5	1,04	13,7	12,0	-10%	-22%
SIVB	54,8	24,5	17,5	22,0	19,0	0%	3,0%	12,8%	12,5%	18,3	7,1	3,14	51,2	19,8	-7%	-64%
BOH	47,3	12,5	13,8	11,4	16,0	41%	3,7%	8,9%	8,7%	15,4	11,7	3,44	48,6	37,1	3%	-22%
WTFC	35,0	233,3	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	15,1	N. A.	14,8	N. A.	20,0	9%	5,4%	9,9%	8,6%	14,0	10,5	1,02	13,0	9,8	-14%	-35%
CRBC	0,9	N. A.	8,3	12,9	18,8	59%	5,4%	10,1%	8,4%	11,8	10,3	0,10	1,1	1,0	29%	12%
WTNY	13,3	N. A.	21,6	11,1	15,9	51%	3,9%	9,3%	8,3%	13,0	11,2	0,61	7,4	6,3	-45%	-52%
UMBF	37,6	16,6	14,2	13,9	17,3	35%	3,0%	8,0%	7,9%	17,0	12,7	2,65	41,7	31,3	11%	-17%
CATY	16,7	555,7	11,6	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,44	17,6	13,5	6%	-19%
MBFI	19,3	N. A.	11,4	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,70	21,0	18,1	9%	-6%
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	14%	-13%
IBKC	57,9	29,1	15,5	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,74	49,3	44,2	-15%	-24%
TRMK	22,5	14,3	12,6	11,2	14,1	35%	1,9%	8,6%	8,3%	13,4	12,0	1,79	22,1	19,8	-2%	-12%
NPBC	7,5	31,4	12,6	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,60	7,7	6,3	2%	-16%
UMPQ	11,0	84,6	15,2	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,72	9,5	7,5	-14%	-32%
PRSP	41,1	15,0	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	10,2	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	32,4	21,3	12,9	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,52	33,7	29,9	4%	-8%
ONB	10,5	19,4	12,8	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	0,82	11,6	9,5	11%	-9%
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%	-23%
UBSI	26,3	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%	-24%
FMBI	11,6	N. A.	14,2	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,82	9,7	8,0	-17%	-31%
PRK	64,4	14,2	11,2	15,3	17,7	53%	2,8%	8,4%	8,0%	16,4	12,3	5,74	87,3	65,2	36%	1%
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		**16,7**	**12,7**	**12,6**	**15,5**	**41%**	**3%**	**9%**	**9%**	**13,4**	**11,2**	**1,6**			**1,6%**	**-19,7%**

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	13,34	135016	3,2	N. A.	6,3	112808	51%	11,4%	9,1	5,5	6,1	27,2	29,8	104%	124%
JPM	45,86	182684	3,9	N. A.	7,4	105307	67%	10,1%	13,4	8,0	7,1	64,3	57,5	40%	25%
C	4,46	129590	3,4	N. A.	7,2	88080	58%	11,4%	10,5	6,3	6,9	7,3	8,0	64%	80%
WFC	31,94	168262	4,6	N. A.	9,6	89431	59%	10,3%	11,3	6,8	9,3	42,9	58,5	34%	83%
USB	26,92	51739	6,1	N. A.	6,8	19494	46%	10,6%	10,7	6,5	6,6	32,3	32,8	20%	22%
PNC	61,77	32461	4,8	6,3	8,2	14777	63%	10,5%	10,5	6,4	7,9	59,9	74,6	-3%	21%
STI	29,21	15649	5,7	8,2	8,3	9071	59%	9,9%	11,1	6,7	8,0	42,4	51,2	45%	75%
COF	52,23	23887	2,9	N. A.	4,8	16416	60%	12,8%	9,9	6,0	4,7	77,0	59,8	47%	15%
BBT	27,07	18839	5,1	4,8	8,3	8836	52%	9,2%	12,3	7,3	8,0	40,9	44,7	51%	65%
RF	7,18	9031	4,2	7,0	8,0	6769	60%	10,2%	10,5	6,3	7,8	12,3	15,2	72%	111%
FITB	13,85	12710	5,1	9,7	12,4	6361	48%	11,1%	10,8	6,5	12,1	21,4	39,7	55%	186%
KEY	8,72	8293	5,8	6,3	6,9	4522	61%	10,0%	11,3	6,8	6,7	11,5	11,4	32%	30%
MTB	87,54	10523	6,7	4,7	9,7	4108	55%	9,2%	13,3	7,9	9,4	111,0	132,0	27%	51%
CMA	36,79	6503	7,2	5,9	7,2	2657	53%	9,9%	11,1	6,7	7,0	42,7	44,8	16%	22%
MI	7,76	4114	5,0	5,9	9,4	2315	61%	10,7%	9,7	5,9	9,1	9,1	14,0	17%	80%
HBAN	6,59	5689	5,7	6,5	7,9	2815	59%	10,6%	10,5	6,3	7,7	7,7	9,3	17%	42%
ZION	23,23	4251	8,0	6,9	8,5	2474	57%	10,4%	10,0	6,1	8,3	31,8	43,3	37%	86%
SNV	2,47	1940	7,8	4,1	11,2	1258	65%	10,6%	8,8	5,4	10,8	2,7	5,5	10%	121%
FHN	11,29	2973	9,3	6,3	13,1	1580	71%	8,9%	12,4	7,4	12,7	11,8	20,3	5%	80%
BOKF	50,96	3479	6,9	7,0	7,7	1245	60%	8,6%	13,0	7,7	7,5	51,7	49,9	1%	-2%
ASBC	14,74	2553	7,2	6,4	8,9	1022	50%	9,1%	12,1	7,3	8,6	19,7	23,4	33%	58%
CYN	55,65	2942	8,7	8,1	8,5	1115	53%	9,1%	12,6	7,5	8,2	68,6	75,0	23%	35%
EWBC	22,39	3327	7,1	N. A.	10,4	873	44%	10,3%	11,6	7,0	10,1	20,8	30,1	-7%	34%
CBSH	39,50	3435	7,9	6,6	8,9	1081	59%	8,4%	13,3	7,9	8,6	37,6	40,8	-5%	3%
WBS	21,00	1830	7,2	4,1	7,5	765	57%	10,7%	9,6	5,9	7,3	19,9	24,9	-5%	18%
TCB	15,24	2393	5,0	5,5	9,4	1200	60%	9,7%	12,3	7,4	9,2	20,5	25,5	35%	67%
FULT	10,94	2179	6,3	8,2	10,3	771	54%	8,4%	13,3	7,9	10,0	13,2	16,7	21%	53%
CFR	57,96	3550	11,5	11,1	9,8	946	61%	8,5%	14,4	8,5	9,5	47,8	53,3	-17%	-8%
VLY	13,55	2190	9,1	7,4	10,9	580	47%	8,7%	13,6	8,1	10,6	14,2	18,5	4%	37%
SUSQ	8,94	1161	5,6	7,3	9,3	625	66%	9,6%	11,5	6,9	9,0	10,5	13,7	17%	53%
BXS	15,30	1277	6,0	6,2	8,6	725	62%	8,3%	13,4	8,0	8,4	24,1	25,3	58%	66%
SIVB	54,82	2325	9,6	6,7	11,5	766	61%	12,8%	12,7	7,6	11,2	47,4	69,8	-14%	27%
BOH	47,25	2266	7,2	6,0	8,6	604	60%	8,9%	13,5	8,0	8,4	37,7	39,2	-20%	-17%
WTFC	35,00	1223	6,7	N. A.	9,7	650	65%	9,0%	13,2	7,8	9,4	47,0	56,4	34%	61%
PVTB	15,08	1076	5,5	N. A.	10,8	534	56%	9,9%	12,2	7,3	10,5	21,8	31,2	44%	107%
CRBC	0,86	342	2,8	7,3	9,5	411	62%	10,1%	11,0	6,6	9,2	2,4	3,3	178%	285%
WTNY	13,26	1282	13,0	7,6	9,7	543	62%	9,3%	12,1	7,3	9,5	14,3	18,6	8%	40%
UMBF	37,60	1524	9,5	8,7	13,9	789	75%	8,0%	14,8	8,8	13,5	39,6	60,8	5%	62%
CATY	16,67	1309	7,8	6,1	9,8	378	37%	10,1%	11,9	7,1	9,6	19,8	26,5	19%	59%
MBFI	19,28	1040	5,1	N. A.	8,4	486	58%	9,0%	12,5	7,5	8,2	26,4	28,7	37%	49%
FMER	16,50	1795	7,8	8,5	8,3	728	54%	9,1%	13,3	7,9	8,1	22,6	23,2	37%	40%
IBKC	57,85	1556	13,6	N. A.	8,4	522	56%	8,0%	13,5	8,0	8,1	63,8	64,6	10%	12%
TRMK	22,47	1436	7,3	6,2	8,7	524	54%	8,6%	12,7	7,6	8,5	26,4	29,4	17%	31%
NPBC	7,53	1140	7,8	7,9	11,0	399	59%	9,1%	12,8	7,6	10,6	7,5	10,6	0%	40%
UMPQ	11,00	1260	7,9	N. A.	9,1	503	61%	9,3%	12,8	7,6	8,9	11,9	13,8	8%	26%
PRSP	41,10	1922	9,3	N. A.	9,8	406	50%	8,5%	14,0	8,3	9,5	33,5	38,2	-18%	-7%
FNB	10,17	1227	8,1	2,8	8,4	459	61%	8,6%	11,1	6,7	8,1	9,1	11,1	-10%	9%
HBHC	32,39	1397	10,4	N. A.	9,2	796	61%	8,0%	13,6	8,1	8,9	54,1	59,8	67%	85%
ONB	10,46	991	11,7	9,6	11,7	430	62%	8,2%	13,9	8,2	11,4	13,2	18,2	26%	74%
UCBI	1,97	172	107,4	N. A.	10,4	297	61%	9,8%	11,8	7,1	10,1	8,7	12,3	340%	526%
UBSI	26,28	1146	9,0	7,0	9,6	356	47%	9,2%	12,5	7,5	9,4	29,8	37,4	14%	42%
FMBI	11,64	868	8,1	6,3	10,5	410	51%	9,8%	11,8	7,1	10,2	17,6	25,4	51%	118%
PRK	64,37	991	6,0	8,7	10,5	360	48%	8,4%	14,3	8,5	10,2	95,8	115,2	49%	79%
CVBF	8,22	872	5,7	5,6	10,2	271	46%	9,4%	12,4	7,4	9,9	9,3	12,4	13%	50%
Median			**7,1**	**6,6**	**9,2**		**59%**	**9%**	**12,3**	**7,4**	**9,0**			**20,4%**	**50,6%**

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. 1 method	P/B Implied ups./down. 2 method	P/E Implied ups./down. 1 method	P/E Implied ups./down. 2 method	Mcap/PTPP Implied ups./down. 1 method	Mcap/PTPP Implied ups./down. 2 method	Average	Median
BAC	55%	21%	19%	12%	104%	124%	56%	38%
JPM	35%	30%	84%	15%	40%	25%	38%	33%
C	23%	-20%	29%	-7%	64%	80%	28%	26%
WFC	19%	26%	30%	3%	34%	83%	33%	28%
USB	-5%	5%	2%	-15%	20%	22%	5%	4%
PNC	9%	-10%	5%	-8%	-3%	21%	2%	1%
STI	9%	-38%	-16%	-24%	45%	75%	9%	-4%
COF	-12%	-72%	19%	-34%	47%	15%	-6%	1%
BBT	19%	6%	17%	-1%	51%	65%	26%	18%
RF	21%	-36%	-24%	-28%	72%	111%	19%	-1%
FITB	8%	-18%	20%	-13%	55%	186%	40%	14%
KEY	4%	-39%	1%	-13%	32%	30%	3%	3%
MTB	1%	-2%	17%	-12%	27%	51%	14%	9%
CMA	-10%	-40%	-26%	-33%	16%	22%	-12%	-18%
MI	-3%	-58%	-47%	-48%	17%	80%	-10%	-25%
HBAN	7%	-5%	6%	-9%	17%	42%	10%	6%
ZION	-5%	-52%	-32%	-32%	37%	86%	0%	-19%
SNV	-10%	-50%	-48%	-35%	10%	121%	-2%	-23%
FHN	-7%	-24%	-17%	-26%	5%	80%	2%	-12%
BOKF	2%	-8%	5%	-9%	1%	-2%	-2%	0%
ASBC	0%	-35%	-17%	-26%	33%	58%	2%	-8%
CYN	-10%	-20%	-8%	-23%	23%	35%	0%	-9%
EWBC	-18%	-25%	-4%	-27%	-7%	34%	-8%	-12%
CBSH	-8%	-9%	-2%	-16%	-5%	3%	-6%	-6%
WBS	-22%	-46%	-42%	-43%	-5%	18%	-23%	-32%
TCB	-13%	-24%	2%	-21%	35%	67%	8%	-6%
FULT	13%	-3%	11%	-5%	21%	53%	15%	12%
CFR	-13%	-12%	5%	-24%	-17%	-8%	-12%	-13%
VLY	-10%	-19%	-4%	-26%	4%	37%	-3%	-7%
SUSQ	31%	-91%	-16%	-23%	17%	53%	-5%	1%
BXS	6%	-29%	-10%	-22%	58%	66%	11%	-2%
SIVB	-54%	-67%	-7%	-64%	-14%	27%	-30%	-34%
BOH	-14%	3%	3%	-22%	-20%	-17%	-11%	-16%
WTFC	27%	-44%	-7%	-27%	34%	61%	7%	10%
PVTB	-13%	-71%	-14%	-35%	44%	107%	3%	-14%
CRBC	58%	N. A.	29%	12%	178%	285%	112%	58%
WTNY	-31%	N. A.	-45%	-52%	8%	40%	-16%	-31%
UMBF	-3%	-7%	11%	-17%	5%	62%	9%	1%
CATY	-3%	-32%	6%	-19%	19%	59%	5%	1%
MBFI	19%	-19%	9%	-6%	37%	49%	15%	14%
FMER	2%	-24%	14%	-13%	37%	40%	9%	8%
IBKC	-1%	-27%	-15%	-24%	10%	12%	-7%	-8%
TRMK	4%	-15%	-2%	-12%	17%	31%	4%	1%
NPBC	4%	-25%	2%	-16%	0%	40%	1%	1%
UMPQ	7%	-46%	-14%	-32%	8%	26%	-9%	-4%
PRSP	0%	-13%	10%	-15%	-18%	-7%	-7%	-10%
FNB	14%	-12%	-24%	-10%	-10%	9%	-6%	-10%
HBHC	-1%	5%	4%	-8%	67%	85%	25%	5%
ONB	16%	-16%	11%	-9%	26%	74%	17%	13%
UCBI	57%	N. A.	-6%	-23%	340%	526%	179%	57%
UBSI	-8%	-20%	-9%	-24%	14%	42%	-1%	-8%
FMBI	-2%	-46%	-17%	-31%	51%	118%	12%	-9%
PRK	9%	17%	36%	1%	49%	79%	32%	26%
CVBF	7%	-4%	13%	-7%	13%	50%	12%	10%
Median	**2%**	**-20%**	**2%**	**-20%**	**20%**	**51%**	**3%**	**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.