Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

За прошедшие 5 рабочих дней банковские акции США в целом чувствовали себя лучше широкого рынка: S&P 500 за это время вырос на 1.4%, в то время как индекс региональных банков США поднялся на 4.1%, а относительно крупные банки США увеличили свою капитализацию на 1.3%.

На прошедшей неделе достаточно неплохо выглядели региональные банки, которые до последнего времени чувствовали себя несколько хуже рынка. Хорошую динамику продемонстрировали банки, которые имеют определенные проблемы с качеством кредитного портфеля и/или достаточностью капитала. Благодаря позитивным новостям относительно этих вопросов инвесторы подбирают недооцененные акции.

В частности хорошая динамика CVBF (CVB Financial) связана с новостью о продаже части своих проблемных кредитов с относительно небольшим дисконтом, 4% к текущей стоимости кредитов. После этого FIG partners повысили рекомендацию по банку, а котировки CVBF за неделю прибавили 17%.

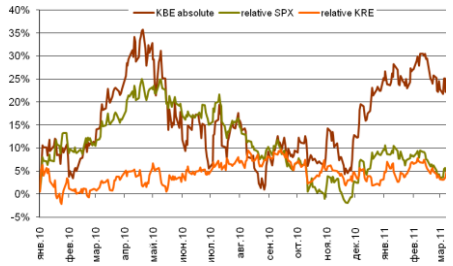
Аналогична ситуация и с UCBI (United Community Banks) который заявил об успешном привлечении капитала и продаже существенной части своих проблемных кредитов. Эти новости не стали сюрпризом для рынка, однако сам факт успешного завершение ранее анонсированных событий позволил банку прибавить более 10% за неделю. Плюс ко всему, Sandler O'Neil повысил рекомендацию по UCBI.

Дополнительным позитивным моментом для банковской отрасли стало заявление Бена Бернанке о том, что апрельское заседание по поводу законопроектов в области interchange fees переносится на июль. Событие в целом, ожидаемое, однако благодаря этой новости банки, существенная часть доходов которых приходится на данные комиссии, TCB (TCF Financial) и CBSH (Commerce Bancshares), показали весьма неплохую динамику по итогам недели. Также эта новость положительно сказалась и на динамике V (Visa) и MA (MasterCard).

Предстоящие несколько недель пройдут под знаком отчетности за I квартал 2011 г. В данный момент идет активный пересмотр прогнозируемых результатов и выпуск аналитических отчетов различными инвестдомами. Со второй половины следующей недели банки уже начнут предоставлять свои результаты. Не исключено, что до начала отчетности котировки могут подрасти. Но начала периода отчетности (отчетность JPM, которая выйдет 13/04/11) мы можем увидеть некоторую фиксацию прибыли. По крайней мере, в последние несколько кварталов мы наблюдали именно такую динамику: хороший отчет JPM, после чего котировки финансовых институтов некоторое время снижаются.

Тем не менее, 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).

Динамика банковских индексов



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
CVBF	17,0%	17,3%	-3,1%
UCBI	12,2%	66,2%	-53,7%
MBFI	10,1%	4,0%	-6,1%
CRBC	8,7%	-2,6%	-20,8%
NPBC	7,0%	2,7%	12,9%
KBE	**1,3%**	**0,2%**	**0,2%**
KRE	**4,1%**	**1,7%**	**2,4%**

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

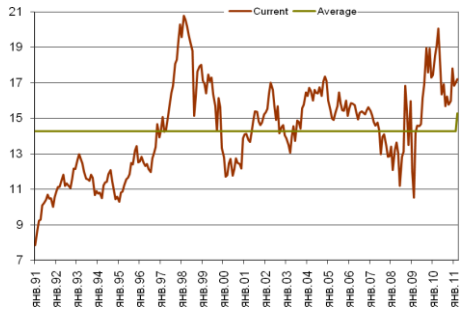
	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
USB	-0,9%	-1,3%	1,7%
PVTB	-0,6%	-0,2%	10,0%
EWBC	-0,4%	-3,7%	25,4%
COF	-0,3%	7,3%	25,3%
C	-0,2%	-2,0%	6,5%

Источник: Bloomberg

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

Рисунок 1

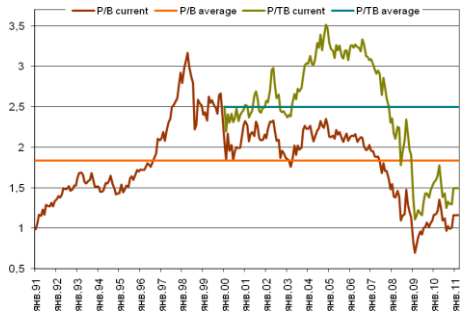
Динамика P/E



*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

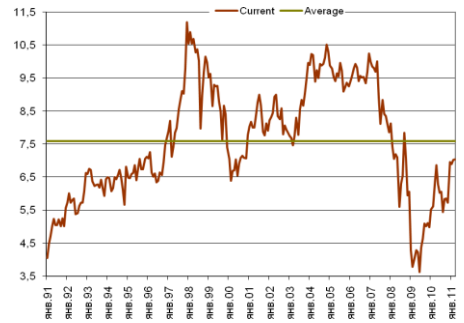
Динамика P/B и P/TB



*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

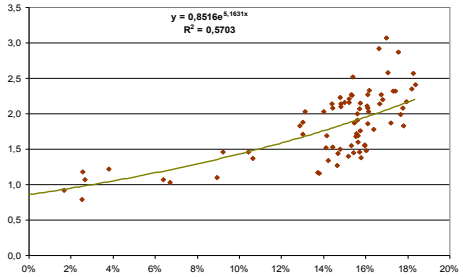
	P/E					P/B				P/TB		Market cap to PTPP		
	Cur.	12E cons	13E cons	91-97 avg.	00-06 avg.	Cur.	12E cons	91-91 avg.	00-06 avg.	Cur.	00-06 avg.	Cur	91-97 avg.	00-06 avg.
BAC	9,96	7,2	6,0	N.A.	11,7	0,64	0,56	N.A.	2,0	1,1	3,2	3,2	N.A.	6,3
JPM	9,27	8,3	7,5	N.A.	14,7	1,08	0,90	N.A.	1,7	1,6	2,6	3,9	N.A.	7,4
C	12,7	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	12,7	8,9	7,8	N.A.	16,9	1,43	1,19	N.A.	2,8	2,1	4,3	4,6	N.A.	9,6
USB	15,7	10,3	8,9	N.A.	13,6	1,86	1,53	N.A.	2,7	3,3	4,8	6,1	N.A.	6,8
PNC	11,7	9,9	9,1	17,3	13,6	1,13	1,01	1,8	2,3	1,6	4,4	4,9	6,3	8,2
STI	N. A.	12,6	9,3	14,0	13,8	0,80	0,76	1,9	1,9	1,4	2,6	5,7	8,2	8,3
COF	7,8	9,5	9,0	N.A.	15,7	0,90	0,77	N.A.	3,1	1,9	3,1	2,9	N.A.	4,8
BBT	22,1	10,7	8,9	33,2	14,1	1,17	1,05	1,8	2,3	2,0	3,3	5,2	4,8	8,3
RF	N. A.	13,1	8,8	12,6	12,7	0,69	0,68	1,8	1,7	1,2	2,7	4,2	7,0	8,0
FITB	22,2	9,6	8,9	17,8	21,1	1,07	0,90	3,0	3,7	1,6	4,3	5,1	9,7	12,4
KEY	19	11,2	9,5	11,6	14,3	0,94	0,83	1,9	1,7	1,1	2,1	6	6,3	6,9
MTB	14,8	12,2	10,8	11,4	17,1	1,41	1,24	1,7	2,2	2,7	4,2	6,9	4,7	9,7
CMA	33,7	14,4	9,8	11,9	12,8	1,13	1,02	1,8	2,0	1,2	2,0	7,2	5,9	7,2
MI	N. A.	17,7	12,2	12,0	12,0	0,68	0,88	1,6	1,9	0,8	2,9	5,3	5,9	9,4
HBAN	32,4	10,0	8,7	12,8	14,9	1,27	1,06	2,0	2,0	1,5	2,3	5,9	6,5	7,9
ZION	N. A.	13,7	9,1	11,9	15,5	0,94	0,83	2,1	2,1	1,2	3,3	8,1	6,9	8,5
SNV	N. A.	14,0	8,1	8,5	9,2	0,96	0,85	1,4	1,6	1,0	1,6	8	4,1	11,2
FHN	N. A.	14,6	9,5	12,4	13,8	1,26	1,09	2,1	2,6	1,4	3,0	9,4	6,3	13,1
BOKF	13,5	12,6	11,2	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.	14,4	11,4	14,8	13,4	0,99	0,90	1,8	2,1	1,5	2,9	7,3	6,4	8,9
CYN	24,7	14,1	11,6	15,0	15,3	1,53	1,34	1,6	2,4	2,1	3,2	9	8,1	8,5
EWBC	21,6	12,5	10,3	N.A.	18,3	1,63	1,35	N.A.	2,9	2,1	3,4	7,1	N.A.	10,4
CBSH	15,4	14,1	13,0	11,9	14,9	1,76	1,56	1,5	2,2	1,9	2,2	8,2	6,6	8,9
WBS	21,4	15,5	11,9	11,3	12,3	1,07	0,95	1,0	1,6	1,6	2,5	7,4	4,1	7,5
TCB	14,8	12,9	9,7	12,6	15,2	1,52	1,29	1,7	3,6	1,7	4,4	5,2	5,5	9,4
FULT	17,8	12,4	10,8	13,2	16,0	1,20	1,07	1,7	2,2	1,7	2,9	6,5	8,2	10,3
CFR	17,4	15,2	13,2	53,0	16,7	1,77	1,60	1,5	2,8	2,4	3,5	12	11,1	9,8
VLY	16,6	15,2	13,6	13,6	17,4	1,74	1,67	2,4	3,4	2,3	3,8	9,4	7,4	10,9
SUSQ	47,1	14,1	10,3	12,1	14,6	0,62	0,64	1,4	1,6	1,3	2,1	5,9	7,3	9,3
BXS	58,6	15,4	10,7	11,8	14,7	1,08	1,04	1,5	1,9	1,4	2,2	6,2	6,2	8,6
SIVB	25,6	18,2	14,9	22,0	19,0	1,90	1,62	1,7	2,6	1,9	2,7	10	6,7	11,5
BOH	12,7	14,1	12,8	11,4	16,0	2,28	2,12	1,5	2,4	2,4	2,6	7,3	6,0	8,6
WTFC	246	15,4	11,8	N.A.	18,5	0,85	1,01	N.A.	2,1	1,1	2,7	7,1	N.A.	9,7
PVTB	N. A.	14,7	9,7	N.A.	20,0	1,08	0,96	N.A.	2,4	1,2	3,0	5,5	N.A.	10,8
CRBC	N. A.	9,1	5,5	12,9	18,8	0,51	0,50	1,3	1,8	0,9	2,1	3,1	7,3	9,5
WTNY	N. A.	23,7	18,6	11,1	15,9	1,10	1,04	1,4	1,8	1,7	2,2	14	7,6	9,7
UMBF	16,6	14,2	12,4	13,9	17,3	1,43	1,25	1,3	1,3	2,0	1,5	9,4	8,7	13,9
CATY	583	12,3	9,9	12,2	16,3	1,16	1,02	1,5	2,4	1,6	3,2	8,2	6,1	9,8
MBFI	N. A.	12,5	10,5	N.A.	15,4	1,01	0,90	N.A.	1,9	1,6	2,5	5,6	N.A.	8,4
FMER	16,2	12,8	10,8	14,9	15,7	1,25	1,17	1,7	2,2	1,9	2,6	8,2	8,5	8,3
IBKC	30,3	16,2	12,7	N.A.	14,5	1,25	1,16	N.A.	1,6	1,6	2,4	14	N.A.	8,4
TRMK	15,1	13,3	11,7	11,2	14,1	1,32	1,21	1,4	2,2	1,8	2,7	7,7	6,2	8,7
NPBC	33,6	13,3	11,5	14,3	16,4	1,11	1,01	2,2	2,2	1,5	3,2	8,4	7,9	11,0
UMPQ	88,2	15,9	12,8	N.A.	16,7	0,80	0,75	N.A.	1,8	1,4	3,1	8,2	N.A.	9,1
PRSP	15,7	13,9	12,7	N.A.	16,3	1,38	1,22	N.A.	2,2	4,0	4,3	9,8	N.A.	9,8
FNB	17,4	12,9	10,8	7,1	10,8	1,14	1,09	0,7	1,7	2,4	3,0	8,4	2,8	8,4
HBHC	22,1	13,4	10,8	11,2	15,7	1,45	1,12	1,5	2,0	1,5	2,3	11	N.A.	9,2
ONB	20	13,2	11,6	16,5	17,6	1,07	1,00	2,1	2,3	1,4	2,7	12	9,6	11,7
UCBI	N. A.	15,1	11,1	N.A.	18,0	0,46	0,83	N.A.	2,5	0,5	3,3	121	N.A.	10,4
UBSI	15	14,1	13,7	13,4	14,9	1,48	1,34	1,7	2,3	2,5	3,0	9,2	7,0	9,6
FMBI	N. A.	14,5	9,3	14,2	15,9	0,96	0,88	1,6	2,8	1,5	3,4	8,3	6,3	10,5
PRK	15	11,8	9,8	15,3	17,7	1,61	1,45	2,6	2,9	1,9	3,0	6,3	8,7	10,5
CVBF	15,3	12,8	10,5	11,2	16,3	1,58	1,46	1,7	3,2	1,8	3,4	6,6	5,6	10,2
Median	**17,4**	**13,3**	**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

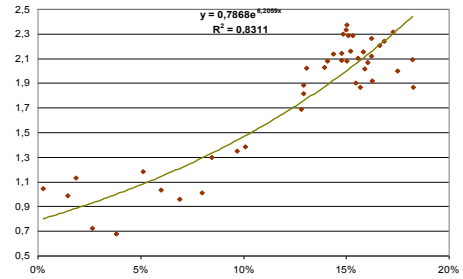
P/B vs ROCE*



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

Рисунок 5

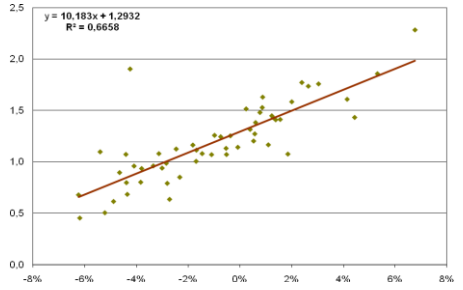
P/B vs ROCE*



*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

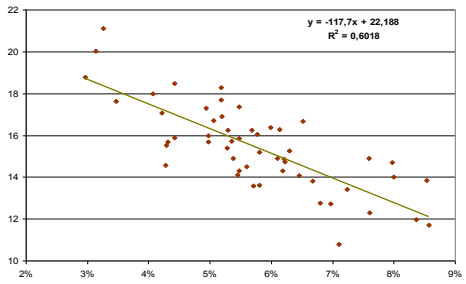
	Current	Current	Average P/B		Average ROE		Beta		Current	Beta	COE	ROE	Implied	BPS	Implied price, $		Implied ups./down.	
Tiker	price, $	P/B	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	Beta	est	est	12 E	g	12e, $	1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.
BAC	13,4	0,64	N. A.	1,96	N. A.	17,5%	1,3	0,9	1,8	1,5	11,4%	8,7%	0,7%	23,7	21,4	16,0	60%	20%
JPM	46,4	1,08	N. A.	1,67	N. A.	9,9%	1,4	1,3	1,3	1,2	10,1%	11,9%	3,0%	51,7	63,8	59,5	38%	28%
C	4,5	0,79	N. A.	2,68	N. A.	20,7%	1,5	1,1	1,5	1,5	11,4%	8,6%	4,2%	6,4	5,7	3,6	27%	-20%
WFC	32,1	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	39,0	40,2	22%	25%
USB	26,7	1,86	N. A.	2,69	N. A.	19,4%	0,8	1,0	1,2	1,3	10,6%	15,9%	3,8%	17,5	26,4	28,3	-1%	6%
PNC	63,7	1,13	1,77	2,31	14,0%	16,8%	1,2	0,9	1,5	1,3	10,5%	10,0%	3,6%	63,1	69,7	53,0	9%	-17%
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	32,9	18,2	13%	-38%
COF	52,1	0,90	N. A.	3,07	N. A.	22,0%	1,3	1,4	2,0	1,8	12,8%	8,2%	6,7%	67,3	47,7	14,4	-8%	-72%
BBT	27,6	1,17	1,81	2,31	14,9%	16,0%	0,8	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,3%	3,4%	26,3	33,3	28,8	20%	4%
RF	7,3	0,69	1,84	1,66	15,5%	13,5%	0,9	0,8	1,7	1,2	10,2%	5,8%	1,9%	10,7	9,0	4,6	24%	-37%
FITB	14,0	1,07	2,96	3,75	17,9%	17,9%	0,9	0,8	2,2	1,4	11,1%	10,0%	5,6%	15,6	15,4	11,3	10%	-19%
KEY	9,0	0,94	1,94	1,70	17,2%	12,9%	1,1	0,9	1,4	1,2	10,0%	7,0%	3,6%	10,8	9,4	5,3	5%	-41%
MTB	89,7	1,41	1,70	2,16	16,3%	13,5%	0,7	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,6%	4,5%	72,4	91,2	86,0	2%	-4%
CMA	37,0	1,13	1,82	1,97	16,6%	15,8%	1,0	0,9	1,3	1,2	9,9%	7,5%	2,5%	36,2	34,2	22,2	-7%	-40%
MI	8,1	0,68	1,60	1,86	15,4%	16,1%	0,8	0,8	2,0	1,3	10,7%	4,5%	0,5%	9,2	7,9	3,2	-3%	-60%
HBAN	6,8	1,27	1,98	1,96	16,7%	14,5%	0,9	0,8	1,8	1,3	10,6%	11,2%	2,5%	6,4	7,2	6,3	6%	-8%
ZION	23,5	0,94	2,10	2,14	19,1%	12,9%	0,9	0,7	2,1	1,3	10,4%	6,6%	3,7%	28,3	22,8	11,1	-3%	-53%
SNV	2,5	0,96	1,38	1,63	17,9%	19,0%	0,7	0,9	1,9	1,3	10,6%	6,5%	3,0%	3,0	2,3	1,2	-9%	-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	10,8	8,6	-5%	-25%
BOKF	52,3	1,41	1,97	1,85	20,3%	14,6%	0,4	0,7	1,1	0,9	8,6%	10,2%	0,5%	42,6	53,7	47,0	3%	-10%
ASBC	15,0	0,99	1,82	2,13	17,0%	16,9%	0,5	0,8	1,1	1,0	9,1%	6,3%	1,5%	16,7	15,3	9,6	2%	-36%
CYN	57,4	1,53	1,63	2,43	3,5%	17,3%	1,1	0,7	1,3	1,0	9,1%	9,9%	2,0%	42,9	51,8	44,4	-10%	-23%
EWBC	22,3	1,63	N. A.	2,89	N. A.	18,1%	N. A.	0,7	1,9	1,3	10,3%	11,2%	3,2%	16,5	18,9	16,8	-15%	-24%
CBSH	41,0	1,76	1,48	2,15	13,0%	15,3%	0,7	0,7	1,0	0,9	8,4%	11,4%	1,9%	26,3	37,4	35,9	-9%	-12%
WBS	21,6	1,07	1,04	1,62	11,6%	13,4%	0,7	0,8	1,9	1,3	10,7%	6,3%	1,1%	22,7	17,0	11,2	-21%	-48%
TCB	15,7	1,52	1,73	3,65	15,3%	24,4%	1,1	0,9	1,3	1,1	9,7%	9,9%	3,3%	12,2	13,7	11,6	-13%	-26%
FULT	11,4	1,20	1,74	2,25	14,6%	14,9%	0,6	0,6	1,2	0,9	8,4%	8,9%	2,0%	10,6	12,7	10,6	12%	-6%
CFR	59,8	1,77	1,52	2,82	12,0%	17,8%	0,8	0,8	0,9	0,9	8,5%	10,9%	3,5%	37,3	51,9	50,9	-13%	-15%
VLY	13,9	1,74	2,36	3,44	19,1%	21,4%	0,5	0,7	1,1	0,9	8,7%	11,4%	2,6%	8,3	12,5	11,0	-10%	-21%
SUSQ	9,4	0,62	1,35	1,57	11,5%	11,1%	0,6	0,8	1,5	1,1	9,6%	4,7%	4,4%	14,7	12,2	0,8	29%	-91%
BXS	15,8	1,08	1,46	1,86	14,8%	13,4%	0,4	0,7	0,9	0,9	8,3%	6,8%	1,8%	15,2	16,8	10,9	6%	-31%
SIVB	57,4	1,90	1,70	2,61	13,5%	15,5%	0,6	1,6	1,7	1,8	12,8%	8,6%	3,0%	35,5	26,0	18,0	-55%	-69%
BOH	48,0	2,28	1,51	2,43	14,3%	15,8%	0,8	0,8	1,0	1,0	8,9%	15,7%	3,7%	22,6	41,7	48,1	-13%	0%
WTFC	36,9	0,85	N. A.	2,11	N. A.	12,8%	N. A.	0,6	1,4	1,0	9,0%	6,7%	3,5%	36,5	45,8	19,6	24%	-47%
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	13,5	4,4	-10%	-71%
CRBC	0,9	0,51	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.	51%	N. A.
WTNY	14,0	1,10	1,41	1,80	12,2%	11,9%	0,6	0,7	1,4	1,1	9,3%	3,9%	3,9%	13,4	9,5	N. A.	-32%	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	37,4	35,0	0%	-7%
CATY	17,5	1,16	1,54	2,40	12,3%	16,4%	0,5	0,9	1,8	1,2	10,1%	8,3%	3,7%	17,2	16,7	11,3	-5%	-36%
MBFI	21,2	1,01	N. A.	1,88	N. A.	12,9%	N. A.	0,7	1,3	1,0	9,0%	7,3%	3,0%	23,5	23,7	15,6	11%	-27%
FMER	17,4	1,25	1,70	2,20	12,9%	14,1%	0,6	0,8	1,1	1,0	9,1%	8,7%	4,6%	14,9	17,4	12,6	0%	-28%
IBKC	60,4	1,25	N. A.	1,61	N. A.	11,3%	N. A.	0,6	1,0	0,8	8,0%	7,3%	2,3%	51,9	59,1	42,0	-2%	-30%
TRMK	23,7	1,32	1,39	2,21	13,3%	16,1%	0,5	0,7	1,1	0,9	8,6%	9,0%	1,9%	19,6	24,0	19,2	1%	-19%
NPBC	8,1	1,11	2,25	2,22	16,8%	15,3%	0,4	0,7	1,5	1,0	9,1%	7,4%	2,0%	8,0	8,1	5,6	1%	-30%
UMPQ	11,5	0,80	N. A.	1,76	N. A.	13,2%	N. A.	0,7	1,5	1,1	9,3%	4,9%	1,7%	15,2	12,2	5,9	6%	-48%
PRSP	43,0	1,38	N. A.	2,15	N. A.	15,4%	N. A.	0,7	1,0	0,9	8,5%	9,1%	2,1%	35,4	42,2	35,9	-2%	-17%
FNB	10,6	1,14	0,73	1,71	11,6%	13,2%	0,6	0,7	1,3	0,9	8,6%	8,5%	1,1%	9,8	11,9	8,9	12%	-16%
HBHC	33,6	1,45	1,47	1,98	13,9%	12,8%	0,6	0,6	1,1	0,8	8,0%	9,2%	2,2%	30,1	33,0	33,9	-2%	1%
ONB	10,8	1,07	2,09	2,26	13,4%	12,0%	0,4	0,6	1,1	0,8	8,2%	7,7%	4,2%	10,9	12,5	8,8	16%	-19%
UCBI	2,2	0,46	N. A.	2,48	N. A.	14,2%	N. A.	0,7	1,6	1,2	9,8%	3,6%	4,1%	2,7	3,2	N. A.	46%	N. A.
UBSI	26,9	1,48	1,66	2,31	14,0%	15,8%	0,4	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,0%	3,4%	20,1	25,0	20,9	-7%	-22%
FMBI	12,0	0,96	1,56	2,82	12,5%	18,5%	0,5	0,8	1,6	1,2	9,8%	6,4%	3,0%	13,6	11,9	6,3	-1%	-47%
PRK	67,8	1,61	2,57	2,88	18,9%	17,8%	0,3	0,7	1,0	0,9	8,4%	12,6%	2,8%	46,8	72,3	75,5	7%	11%
CVBF	9,6	1,58	1,70	3,17	17,8%	20,6%	0,4	0,7	1,7	1,1	9,4%	11,4%	2,6%	6,6	9,1	7,9	-5%	-18%
Median		**1,1**	**1,7**	**2,2**	**15%**	**15%**	**0,7**	**0,8**	**1,3**	**1,1**	**9%**	**9%**	**3%**				**0%**	**-23%**

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).

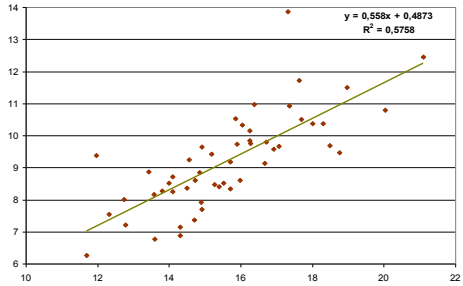
Ticker	Current price, $	Current P/E	P/E12e	Average P/E		DPR	Implied g	COE e	COE hist	Implied PE		EPS	Implied price		Implied ups./down.	
				1991-1997	2000-2006	2000-2006			2000-2006	1 meth.	2 meth.	2012E	1 method	2 method	1 meth.	2 meth.
BAC	13,4	10,0	7,2	N. A.	11,7	43%	0,7%	11,4%	9,2%	9,4	8,8	1,87	15,8	14,8	18%	11%
JPM	46,4	9,3	8,3	N. A.	14,7	50%	3,0%	10,1%	11,0%	16,5	10,3	5,59	84,4	52,6	82%	13%
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	32,1	12,7	8,9	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,3%	8,6%	12,6	10,1	3,61	41,5	33,1	30%	3%
USB	26,7	15,7	10,3	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,6%	9,6%	11,7	9,8	2,60	27,6	23,1	3%	-14%
PNC	63,7	11,7	9,9	17,3	13,6	46%	3,6%	10,5%	9,3%	11,2	9,9	6,41	65,3	57,4	2%	-10%
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	52,1	7,8	9,5	N. A.	15,7	2%	6,7%	12,8%	11,7%	12,8	7,1	5,46	62,2	34,5	19%	-34%
BBT	27,6	22,1	10,7	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,59	31,6	26,9	14%	-3%
RF	7,3	N. A.	13,1	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,56	5,4	5,2	-25%	-29%
FITB	14,0	22,2	9,6	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,46	16,6	12,0	19%	-14%
KEY	9,0	19,0	11,2	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,80	8,8	7,6	-1%	-15%
MTB	89,7	14,8	12,2	11,4	17,1	25%	4,5%	9,2%	8,7%	15,2	11,4	7,36	102,6	76,9	14%	-14%
CMA	37,0	33,7	14,4	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,57	27,4	24,7	-26%	-33%
MI	8,1	N. A.	17,7	12,0	12,0	30%	0,5%	10,7%	8,9%	9,9	9,6	0,46	4,1	4,0	-50%	-51%
HBAN	6,8	32,4	10,0	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,68	7,0	6,0	2%	-12%
ZION	23,5	N. A.	13,7	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,72	15,6	15,6	-33%	-34%
SNV	2,5	N. A.	14,0	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,18	1,3	1,6	-49%	-37%
FHN	11,4	N. A.	14,6	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,78	9,4	8,4	-18%	-26%
BOKF	52,3	13,5	12,6	11,1	14,9	0%	0,5%	8,6%	8,1%	13,9	12,1	4,15	53,5	46,2	2%	-11%
ASBC	15,0	N. A.	14,4	14,8	13,4	44%	1,5%	9,1%	8,7%	12,8	11,5	1,05	12,3	11,0	-18%	-27%
CYN	57,4	24,7	14,1	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	4,06	51,1	43,0	-11%	-25%
EWBC	22,3	21,6	12,5	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,79	21,5	16,3	-3%	-27%
CBSH	41,0	15,4	14,1	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,91	38,6	33,2	-6%	-19%
WBS	21,6	21,4	15,5	11,3	12,3	24%	1,1%	10,7%	8,7%	9,7	9,5	1,39	12,2	12,1	-43%	-44%
TCB	15,7	14,8	12,9	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	1,22	15,4	12,0	-2%	-23%
FULT	11,4	17,8	12,4	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,92	12,2	10,4	7%	-8%
CFR	59,8	17,4	15,2	53,0	16,7	133%	3,5%	8,5%	8,6%	16,7	12,1	3,93	60,9	44,1	2%	-26%
VLY	13,9	16,6	15,2	13,6	17,4	56%	2,6%	8,7%	8,0%	15,4	11,9	0,92	13,0	10,1	-7%	-28%
SUSQ	9,4	47,1	14,1	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,67	7,3	6,7	-22%	-29%
BXS	15,8	58,6	15,4	11,8	14,7	47%	1,8%	8,3%	8,1%	14,3	12,5	1,03	13,6	11,9	-14%	-25%
SIVB	57,4	25,6	18,2	22,0	19,0	0%	3,0%	12,8%	12,5%	18,3	7,1	3,15	51,4	19,9	-10%	-65%
BOH	48,0	12,7	14,1	11,4	16,0	41%	3,7%	8,9%	8,7%	15,4	11,7	3,39	48,0	36,6	0%	-24%
WTFC	36,9	246,2	15,4	N. A.	18,5	14%	3,5%	9,0%	7,9%	14,8	11,6	2,40	32,6	25,5	-12%	-31%
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	0,9	N. A.	9,1	12,9	18,8	59%	5,4%	10,1%	8,4%	11,8	10,3	0,10	1,1	1,0	18%	3%
WTNY	14,0	N. A.	23,7	11,1	15,9	51%	3,9%	9,3%	8,3%	13,0	11,2	0,59	7,1	6,1	-49%	-56%
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	17,5	583,3	12,3	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,43	17,5	13,4	0%	-23%
MBFI	21,2	N. A.	12,5	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,70	21,0	18,1	-1%	-15%
FMER	17,4	16,2	12,8	14,9	15,7	63%	4,6%	9,1%	8,9%	15,1	11,5	1,36	18,9	14,4	9%	-17%
IBKC	60,4	30,3	16,2	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,74	49,3	44,2	-18%	-27%
TRMK	23,7	15,1	13,3	11,2	14,1	35%	1,9%	8,6%	8,3%	13,4	12,0	1,78	22,0	19,8	-7%	-17%
NPBC	8,1	33,6	13,3	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,61	7,8	6,5	-3%	-20%
UMPQ	11,5	88,2	15,9	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,72	9,5	7,5	-17%	-35%
PRSP	43,0	15,7	13,9	N. A.	16,3	20%	2,1%	8,5%	8,3%	15,8	12,2	3,09	45,2	35,0	5%	-19%
FNB	10,6	17,4	12,9	7,1	10,8	71%	1,1%	8,6%	8,2%	10,2	12,1	0,82	7,7	9,2	-27%	-14%
HBHC	33,6	22,1	13,4	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,52	33,7	29,8	0%	-11%
ONB	10,8	20,0	13,2	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	0,82	11,6	9,5	7%	-12%
UCBI	2,2	N. A.	15,1	N. A.	18,0	18%	4,1%	9,8%	8,2%	12,9	10,7	0,15	1,7	1,4	-22%	-36%
UBSI	26,9	15,0	14,1	13,4	14,9	46%	3,4%	9,2%	8,7%	13,7	11,3	1,91	24,0	19,9	-11%	-26%
FMBI	12,0	N. A.	14,5	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,82	9,7	8,0	-19%	-33%
PRK	67,8	15,0	11,8	15,3	17,7	53%	2,8%	8,4%	8,0%	16,4	12,3	5,74	87,3	65,2	29%	-4%
CVBF	9,6	15,3	12,8	11,2	16,3	39%	2,6%	9,4%	8,2%	13,6	11,2	0,75	9,4	7,7	-2%	-20%
Median		**17,4**	**13,3**	**12,6**	**15,5**	**41%**	**3%**	**9%**	**9%**	**13,4**	**11,2**	**1,6**			**-2,7%**	**-23,4%**

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 циклические 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	13,37	135320	3,2	N. A.	6,3	112569	51%	11,4%	9,1	5,5	6,1	27,2	29,8	103%	123%
JPM	46,35	184636	3,9	N. A.	7,4	105043	67%	10,1%	13,4	8,0	7,2	64,1	57,5	38%	24%
C	4,45	129299	3,4	N. A.	7,2	87161	58%	11,4%	10,5	6,3	7,0	7,2	8,0	63%	79%
WFC	32,06	168895	4,6	N. A.	9,6	89833	59%	10,3%	11,3	6,8	9,3	43,1	58,9	34%	84%
USB	26,68	51278	6,1	N. A.	6,8	19519	46%	10,6%	10,7	6,5	6,6	32,4	32,9	21%	23%
PNC	63,72	33485	4,9	6,3	8,2	14769	63%	10,5%	10,5	6,4	7,9	59,8	74,7	-6%	17%
STI	29,20	15644	5,7	8,2	8,3	9049	59%	9,9%	11,1	6,7	8,1	42,3	51,2	45%	75%
COF	52,09	23823	2,9	N. A.	4,8	16432	60%	12,8%	9,9	6,0	4,7	77,0	60,0	48%	15%
BBT	27,62	19222	5,2	4,8	8,3	8869	52%	9,2%	12,3	7,3	8,0	41,1	45,0	49%	63%
RF	7,29	9169	4,2	7,0	8,0	6769	60%	10,2%	10,5	6,3	7,8	12,3	15,2	69%	108%
FITB	13,99	12839	5,1	9,7	12,4	6361	48%	11,1%	10,8	6,5	12,1	21,4	39,8	53%	184%
KEY	8,95	8512	6,0	6,3	6,9	4371	61%	10,0%	11,3	6,8	6,7	11,1	11,0	24%	23%
MTB	89,69	10781	6,9	4,7	9,7	4108	55%	9,2%	13,3	7,9	9,4	111,0	132,3	24%	48%
CMA	36,95	6532	7,2	5,9	7,2	2657	53%	9,9%	11,1	6,7	7,0	42,7	44,9	15%	21%
MI	8,14	4315	5,3	5,9	9,4	2324	61%	10,7%	9,7	5,9	9,1	9,1	14,1	12%	73%
HBAN	6,81	5879	5,9	6,5	7,9	2815	59%	10,6%	10,5	6,3	7,7	7,7	9,4	13%	37%
ZION	23,52	4305	8,1	6,9	8,5	2474	57%	10,4%	10,0	6,1	8,3	31,8	43,4	35%	85%
SNV	2,52	1979	8,0	4,1	11,2	1258	65%	10,6%	8,8	5,4	10,9	2,7	5,5	8%	117%
FHN	11,39	2999	9,4	6,3	13,1	1579	71%	8,9%	12,4	7,4	12,7	11,8	20,3	4%	78%
BOKF	52,25	3567	7,1	7,0	7,7	1245	60%	8,6%	13,0	7,7	7,5	51,7	50,0	-1%	-4%
ASBC	15,02	2601	7,3	6,4	8,9	1022	50%	9,1%	12,1	7,3	8,6	19,7	23,4	31%	56%
CYN	57,36	3033	9,0	8,1	8,5	1118	53%	9,1%	12,6	7,5	8,2	68,7	75,3	20%	31%
EWBC	22,29	3312	7,1	N. A.	10,4	877	44%	10,3%	11,6	7,0	10,1	20,9	30,3	-6%	36%
CBSH	41,01	3566	8,2	6,6	8,9	1081	59%	8,4%	13,3	7,9	8,6	37,6	40,8	-8%	0%
WBS	21,57	1880	7,4	4,1	7,5	765	57%	10,7%	9,6	5,9	7,3	19,9	24,9	-8%	16%
TCB	15,73	2470	5,2	5,5	9,4	1200	60%	9,7%	12,3	7,4	9,2	20,5	25,5	30%	62%
FULT	11,37	2264	6,5	8,2	10,3	771	54%	8,4%	13,3	7,9	10,1	13,2	16,8	16%	47%
CFR	59,79	3662	11,8	11,1	9,8	946	61%	8,5%	14,4	8,5	9,5	47,8	53,4	-20%	-11%
VLY	13,93	2251	9,4	7,4	10,9	580	47%	8,7%	13,6	8,1	10,6	14,2	18,6	2%	33%
SUSQ	9,41	1223	5,9	7,3	9,3	625	66%	9,6%	11,5	6,9	9,0	10,5	13,7	11%	45%
BXS	15,83	1322	6,2	6,2	8,6	725	62%	8,3%	13,4	8,0	8,4	24,1	25,4	52%	60%
SIVB	57,40	2435	10,0	6,7	11,5	768	61%	12,8%	12,7	7,6	11,2	47,5	70,2	-17%	22%
BOH	48,00	2302	7,3	6,0	8,6	605	60%	8,9%	13,5	8,0	8,4	37,7	39,3	-21%	-18%
WTFC	36,93	1290	7,1	N. A.	9,7	651	65%	9,0%	13,2	7,8	9,4	47,0	56,6	27%	53%
PVTB	14,99	1070	5,5	N. A.	10,8	534	56%	9,9%	12,2	7,3	10,5	21,8	31,3	45%	109%
CRBC	0,94	371	3,1	7,3	9,5	411	62%	10,1%	11,0	6,6	9,2	2,4	3,3	156%	255%
WTNY	13,96	1349	13,7	7,6	9,7	527	62%	9,3%	12,1	7,3	9,5	13,9	18,1	-1%	29%
UMBF	37,55	1522	9,4	8,7	13,9	562	75%	8,0%	14,8	8,8	13,5	28,2	43,4	-25%	16%
CATY	17,50	1374	8,2	6,1	9,8	789	37%	10,1%	11,9	7,1	9,6	41,3	55,5	136%	217%
MBFI	21,23	1146	5,6	N. A.	8,4	378	58%	9,0%	12,5	7,5	8,2	20,5	22,4	-3%	6%
FMER	17,38	1890	8,2	8,5	8,3	486	54%	9,1%	13,3	7,9	8,1	15,1	15,5	-13%	-11%
IBKC	60,39	1624	14,2	N. A.	8,4	728	56%	8,0%	13,5	8,0	8,1	88,9	90,3	47%	50%
TRMK	23,68	1514	7,7	6,2	8,7	525	54%	8,6%	12,7	7,6	8,5	26,5	29,6	12%	25%
NPBC	8,06	1220	8,4	7,9	11,0	524	59%	9,1%	12,8	7,6	10,7	9,9	13,9	23%	73%
UMPQ	11,46	1313	8,2	N. A.	9,1	399	61%	9,3%	12,8	7,6	8,9	9,4	11,0	-18%	-4%
PRSP	43,03	2013	9,8	N. A.	9,8	503	50%	8,5%	14,0	8,3	9,5	41,5	47,4	-4%	10%
FNB	10,62	1282	8,4	2,8	8,4	406	61%	8,6%	11,1	6,7	8,1	8,1	9,8	-24%	-8%
HBHC	33,64	1451	10,8	N. A.	9,2	459	61%	8,0%	13,6	8,1	8,9	31,2	34,6	-7%	3%
ONB	10,81	1024	12,1	9,6	11,7	873	62%	8,2%	13,9	8,2	11,4	26,8	37,0	148%	243%
UCBI	2,21	192	120,5	N. A.	10,4	430	61%	9,8%	11,8	7,1	10,1	12,5	17,9	468%	709%
UBSI	26,93	1175	9,2	7,0	9,6	295	47%	9,2%	12,5	7,5	9,4	24,7	31,1	-8%	15%
FMBI	11,96	892	8,3	6,3	10,5	356	51%	9,8%	11,8	7,1	10,2	15,3	22,1	28%	85%
PRK	67,78	1044	6,3	8,7	10,5	410	48%	8,4%	14,3	8,5	10,2	109,2	131,6	61%	94%
CVBF	9,62	1020	6,6	5,6	10,2	360	46%	9,4%	12,4	7,4	9,9	12,3	16,5	28%	71%
Median			**7,2**	**6,6**	**9,2**	**273,1**	**59%**	**9%**	**12,3**	**7,4**	**9,0**			**20,6%**	**46,4%**

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.

Ticker	P/B		P/E		Mcap/PTPP		Average	Median
	Implied ups./down.		Implied ups./down.		Implied ups./down.			
	1 method	2 method	1 method	2 method	1 method	2 method		
BAC	60%	20%	18%	11%	103%	123%	56%	40%
JPM	38%	28%	82%	13%	38%	24%	37%	33%
C	27%	-20%	29%	-7%	63%	79%	29%	28%
WFC	22%	25%	30%	3%	34%	84%	33%	27%
USB	-1%	6%	3%	-14%	21%	23%	7%	5%
PNC	9%	-17%	2%	-10%	-6%	17%	-1%	-2%
STI	13%	-38%	-16%	-24%	45%	75%	9%	-2%
COF	-8%	-72%	19%	-34%	48%	15%	-5%	3%
BBT	20%	4%	14%	-3%	49%	63%	25%	17%
RF	24%	-37%	-25%	-29%	69%	108%	19%	-1%
FITB	10%	-19%	19%	-14%	53%	184%	39%	14%
KEY	5%	-41%	-1%	-15%	24%	23%	-1%	2%
MTB	2%	-4%	14%	-14%	24%	48%	12%	8%
CMA	-7%	-40%	-26%	-33%	15%	21%	-12%	-17%
MI	-3%	-60%	-50%	-51%	12%	73%	-13%	-26%
HBAN	6%	-8%	2%	-12%	13%	37%	7%	4%
ZION	-3%	-53%	-33%	-34%	35%	85%	-1%	-18%
SNV	-9%	-51%	-49%	-37%	8%	117%	-3%	-23%
FHN	-5%	-25%	-18%	-26%	4%	78%	1%	-11%
BOKF	3%	-10%	2%	-11%	-1%	-4%	-4%	-3%
ASBC	2%	-36%	-18%	-27%	31%	56%	1%	-8%
CYN	-10%	-23%	-11%	-25%	20%	31%	-3%	-10%
EWBC	-15%	-24%	-3%	-27%	-6%	36%	-7%	-11%
CBSH	-9%	-12%	-6%	-19%	-8%	0%	-9%	-9%
WBS	-21%	-48%	-43%	-44%	-8%	16%	-25%	-32%
TCB	-13%	-26%	-2%	-23%	30%	62%	5%	-8%
FULT	12%	-6%	7%	-8%	16%	47%	11%	10%
CFR	-13%	-15%	2%	-26%	-20%	-11%	-14%	-14%
VLY	-10%	-21%	-7%	-28%	2%	33%	-5%	-8%
SUSQ	29%	-91%	-22%	-29%	11%	45%	-9%	-5%
BXS	6%	-31%	-14%	-25%	52%	60%	8%	-4%
SIVB	-55%	-69%	-10%	-65%	-17%	22%	-32%	-36%
BOH	-13%	0%	0%	-24%	-21%	-18%	-13%	-16%
WTFC	24%	-47%	-12%	-31%	27%	53%	3%	6%
PVTB	-10%	-71%	-13%	-35%	45%	109%	4%	-12%
CRBC	51%	N. A.	18%	3%	156%	255%	97%	51%
WTNY	-32%	N. A.	-49%	-56%	-1%	29%	-22%	-32%
UMBF	0%	-7%	11%	-17%	-25%	16%	-4%	-4%
CATY	-5%	-36%	0%	-23%	136%	217%	48%	-2%
MBFI	11%	-27%	-1%	-15%	-3%	6%	-5%	-2%
FMER	0%	-28%	9%	-17%	-13%	-11%	-10%	-12%
IBKC	-2%	-30%	-18%	-27%	47%	50%	3%	-10%
TRMK	1%	-19%	-7%	-17%	12%	25%	-1%	-3%
NPBC	1%	-30%	-3%	-20%	23%	73%	7%	-1%
UMPQ	6%	-48%	-17%	-35%	-18%	-4%	-19%	-17%
PRSP	-2%	-17%	5%	-19%	-4%	10%	-4%	-3%
FNB	12%	-16%	-27%	-14%	-24%	-8%	-13%	-15%
HBHC	-2%	1%	0%	-11%	-7%	3%	-3%	-1%
ONB	16%	-19%	7%	-12%	148%	243%	64%	11%
UCBI	46%	N. A.	-22%	-36%	468%	709%	233%	46%
UBSI	-7%	-22%	-11%	-26%	-8%	15%	-10%	-10%
FMBI	-1%	-47%	-19%	-33%	28%	85%	2%	-10%
PRK	7%	11%	29%	-4%	61%	94%	33%	20%
CVBF	-5%	-18%	-2%	-20%	28%	71%	9%	-4%
Median	**0%**	**-23%**	**-3%**	**-23%**	**21%**	**46%**	**0%**	**-3%**

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.