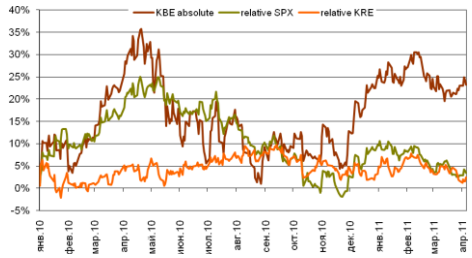
11 апреля 2011 г.

Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

Динамика банковских индексов



Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
UCBI	8,6%	89,0%	-54,1%
SNV	6,7%	0,0%	-20,6%
ZION	3,0%	3,7%	1,2%
C	2,5%	-0,2%	0,2%
FMBI	2,4%	3,1%	-14,5%
KBE	**0,2%**	**-0,2%**	**-5,1%**
KRE	**-0,6%**	**2,3%**	**-2,8%**

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
CRBC	-6,5%	1,0%	-30,1%
UMPQ	-2,4%	2,0%	-17,7%
PRK	-2,4%	3,2%	4,3%
CVBF	-2,3%	15,3%	-7,0%
ASBC	-2,3%	-0,3%	0,9%

Источник: Bloomberg

За прошедшие 5 рабочих дней банковские акции США демонстрировали разнонаправленную динамику по сравнению с широким рынком: S&P 500 за это время упал на 0.3%, в то время как индекс региональных банков США уменьшил свою капитализацию на 0.6%, а относительно крупные банки США увеличили свою капитализацию на 0.2%.

Динамика большинства акций на прошедшей неделе во многом определялась пересмотром прогнозов и рекомендаций в преддверии выхода отчетности за I квартал 2011 г. Среди новостей, относящихся непосредственно к тому или иному финансовому институту, можно выделить спекуляции на тему покупки SNV (Synovus Financial), что позволило банку прибавить за 5 рабочих дней практически 7%.

Ключевым событием предстоящих 2-3 недель выступает отчетность американских финансовых институтов, которая начинается уже в ближайшую среду с отчета JPM (JP Morgan Chase). Основная масса банков, однако, отчитается после 18 апреля.

Мы не ожидаем значительного роста банковских котировок на предстоящей отчетности, так как, скорее всего, эти финансовые институты покажут слабую динамику доходов из-за сезонной слабости непроцентных доходов и снижения процентных доходов, которые, по нашим ожиданиям, также снизятся qoq из-за продолжающегося снижения объема работающих активов и относительно стабильной динамики чистой процентной маржи.

Также важным моментом отчетности выступают темпы роста кредитного портфеля, без роста которого не возможно кардинального улучшения операционных результатов и отношения инвесторов к банкам. Мы ожидаем нейтральную динамику кредитного портфеля американских банков (+0.1% qoq) из-за того, что положительный рост кредитов в сегменте торгово-промышленных кредитов будет перекрыт продолжающейся «разгрузкой» балансов в коммерческой недвижимости.

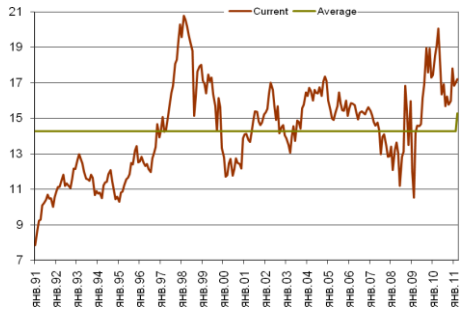
Тем не менее, значительного падения прибыльности сектора не произойдет благодаря росту качества кредитного портфеля (мы ожидаем снижение медианного показателя относительных списаний по рассматриваемой группе банков на уровне 15 б. п. qoq) и, соответствующему ему, снижению объемов провизий на покрытие проблемной задолженности – основной драйвер роста прибыльности сектора в последние 3-4 квартала.

Несмотря на ожидание нейтральной динамики котировок сектора в ближайшие 1-2 месяца, мы по-прежнему позитивно смотрим на банковскую отрасль США в долгосрочном периоде и в основном отдаем предпочтение крупнейшим финансовым институтам. 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

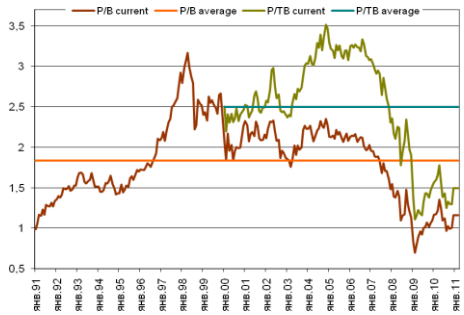
Динамика P/E



*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

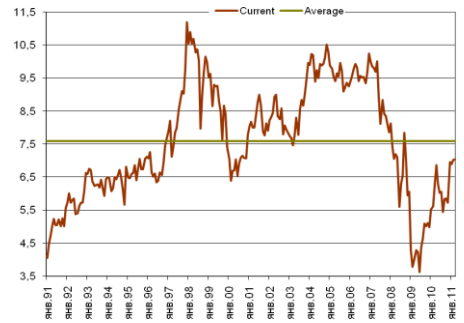
Динамика P/B и P/TB



*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

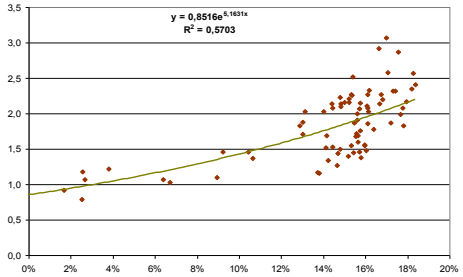
	P/E					P/B				P/TB		Market cap to PTPP		
	Cur.	12E cons	13E cons	91-97 avg.	00-06 avg.	Cur.	12E cons	91-91 avg.	00-06 avg.	Cur.	00-06 avg.	Cur	91-97 avg.	00-06 avg.
BAC	10	7,3	6,1	N.A.	11,7	0,64	0,57	N.A.	2,0	1,1	3,2	3,2	N.A.	6,3
JPM	9,37	8,3	7,4	N.A.	14,7	1,09	0,90	N.A.	1,7	1,6	2,6	3,9	N.A.	7,4
C	13	8,7	7,9	N.A.	14,3	0,81	0,71	N.A.	2,7	1,0	4,1	3,5	N.A.	7,2
WFC	12,5	8,8	7,7	N.A.	16,9	1,41	1,18	N.A.	2,8	2,0	4,3	4,5	N.A.	9,6
USB	15,4	10,1	8,7	N.A.	13,6	1,82	1,50	N.A.	2,7	3,3	4,8	6	N.A.	6,8
PNC	11,7	9,9	8,9	17,3	13,6	1,12	0,95	1,8	2,3	1,6	4,4	4,9	6,3	8,2
STI	N. A.	12,8	9,7	14,0	13,8	0,82	0,78	1,9	1,9	1,4	2,6	5,8	8,2	8,3
COF	7,73	9,4	8,9	N.A.	15,7	0,89	0,77	N.A.	3,1	1,9	3,1	2,9	N.A.	4,8
BBT	21,8	10,5	8,9	33,2	14,1	1,15	1,03	1,8	2,3	2,0	3,3	5,1	4,8	8,3
RF	N. A.	13,1	8,6	12,6	12,7	0,68	0,68	1,8	1,7	1,2	2,7	4,2	7,0	8,0
FITB	21,7	9,4	8,7	17,8	21,1	1,05	0,88	3,0	3,7	1,5	4,3	5	9,7	12,4
KEY	18,9	11,0	9,4	11,6	14,3	0,93	0,82	1,9	1,7	1,1	2,1	5,9	6,3	6,9
MTB	14,4	11,9	10,6	11,4	17,1	1,38	1,21	1,7	2,2	2,6	4,2	6,7	4,7	9,7
CMA	34,5	14,8	10,3	11,9	12,8	1,15	1,04	1,8	2,0	1,2	2,0	7,4	5,9	7,2
MI	N. A.	17,9	12,2	12,0	12,0	0,67	0,87	1,6	1,9	0,8	2,9	5,2	5,9	9,4
HBAN	32	9,9	8,6	12,8	14,9	1,26	1,04	2,0	2,0	1,5	2,3	5,8	6,5	7,9
ZION	N. A.	14,5	9,7	11,9	15,5	0,96	0,86	2,1	2,1	1,3	3,3	8,3	6,9	8,5
SNV	N. A.	14,7	8,7	8,5	9,2	1,03	0,94	1,4	1,6	1,0	1,6	8,5	4,1	11,2
FHN	N. A.	14,7	9,5	12,4	13,8	1,27	1,10	2,1	2,6	1,4	3,0	9,4	6,3	13,1
BOKF	13,4	12,6	11,2	11,1	14,9	1,41	1,22	2,0	1,9	1,6	2,3	7	7,0	7,7
ASBC	N. A.	14,1	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	24,8	14,0	11,7	15,0	15,3	1,54	1,33	1,6	2,4	2,1	3,2	9,1	8,1	8,5
EWBC	22	12,7	10,4	N.A.	18,3	1,66	1,38	N.A.	2,9	2,1	3,4	7,2	N.A.	10,4
CBSH	15,4	14,1	12,9	11,9	14,9	1,76	1,55	1,5	2,2	1,9	2,2	8,2	6,6	8,9
WBS	21,3	15,5	12,4	11,3	12,3	1,07	0,95	1,0	1,6	1,6	2,5	7,4	4,1	7,5
TCB	14,6	12,7	9,6	12,6	15,2	1,49	1,27	1,7	3,6	1,7	4,4	5,1	5,5	9,4
FULT	17,5	12,3	10,6	13,2	16,0	1,18	1,05	1,7	2,2	1,7	2,9	6,4	8,2	10,3
CFR	17,4	15,2	13,1	53,0	16,7	1,77	1,60	1,5	2,8	2,4	3,5	12	11,1	9,8
VLY	16,5	15,1	13,6	13,6	17,4	1,73	1,66	2,4	3,4	2,3	3,8	9,3	7,4	10,9
SUSQ	47,4	14,2	10,4	12,1	14,6	0,62	0,65	1,4	1,6	1,3	2,1	6	7,3	9,3
BXS	58,7	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	25,8	18,1	15,0	22,0	19,0	1,92	1,62	1,7	2,6	1,9	2,7	10	6,7	11,5
BOH	12,5	13,9	12,6	11,4	16,0	2,25	2,10	1,5	2,4	2,3	2,6	7,2	6,0	8,6
WTFC	247	15,2	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.	14,3	9,5	N.A.	20,0	1,06	0,94	N.A.	2,4	1,2	3,0	5,4	N.A.	10,8
CRBC	N. A.	8,5	5,1	12,9	18,8	0,47	0,47	1,3	1,8	0,9	2,1	2,9	7,3	9,5
WTNY	N. A.	23,3	18,3	11,1	15,9	1,08	1,03	1,4	1,8	1,7	2,2	14	7,6	9,7
UMBF	16,8	14,1	12,6	13,9	17,3	1,45	1,29	1,3	1,3	2,0	1,5	9,6	8,7	13,9
CATY	573	12,1	9,8	12,2	16,3	1,14	1,00	1,5	2,4	1,6	3,2	8	6,1	9,8
MBFI	N. A.	12,7	10,1	N.A.	15,4	1,00	0,88	N.A.	1,9	1,6	2,5	5,6	N.A.	8,4
FMER	16,2	12,7	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	30,1	16,2	12,6	N.A.	14,5	1,23	1,15	N.A.	1,6	1,6	2,4	14	N.A.	8,4
TRMK	15,3	13,4	11,8	11,2	14,1	1,33	1,22	1,4	2,2	1,8	2,7	7,8	6,2	8,7
NPBC	33,2	13,1	11,4	14,3	16,4	1,10	0,99	2,2	2,2	1,5	3,2	8,2	7,9	11,0
UMPQ	86	15,6	12,5	N.A.	16,7	0,78	0,74	N.A.	1,8	1,3	3,1	8	N.A.	9,1
PRSP	15,7	13,9	12,9	N.A.	16,3	1,38	1,22	N.A.	2,2	4,0	4,3	9,8	N.A.	9,8
FNB	17,2	12,8	10,7	7,1	10,8	1,13	1,08	0,7	1,7	2,4	3,0	8,3	2,8	8,4
HBHC	21,9	13,1	10,7	11,2	15,7	1,43	1,11	1,5	2,0	1,5	2,3	11	N.A.	9,2
ONB	19,9	13,1	11,6	16,5	17,6	1,07	0,99	2,1	2,3	1,4	2,7	12	9,6	11,7
UCBI	N. A.	16,4	12,0	N.A.	18,0	0,49	0,90	N.A.	2,5	0,5	3,3	131	N.A.	10,4
UBSI	14,7	13,9	13,5	13,4	14,9	1,46	1,32	1,7	2,3	2,4	3,0	9	7,0	9,6
FMBI	N. A.	14,8	9,5	14,2	15,9	0,99	0,90	1,6	2,8	1,5	3,4	8,5	6,3	10,5
PRK	14,6	11,5	9,6	15,3	17,7	1,57	1,41	2,6	2,9	1,8	3,0	6,1	8,7	10,5
CVBF	14,9	12,4	10,1	11,2	16,3	1,55	1,42	1,7	3,2	1,7	3,4	6,5	5,6	10,2
Median	**17,2**	**13,1**	**10,5**	**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

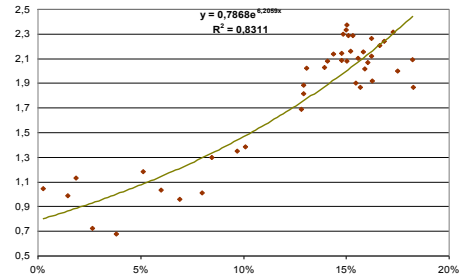
P/B vs ROCE*



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

Рисунок 5

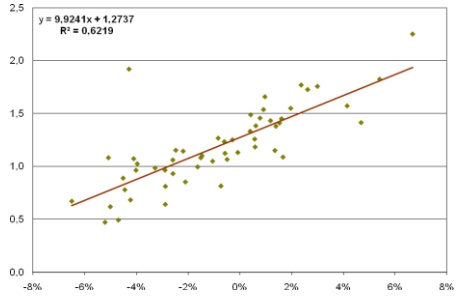
P/B vs ROCE*



*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

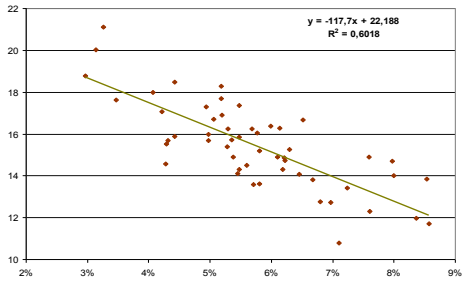
	Current	Current	Average P/B		Average ROE		Beta		Current	Beta	COE	ROE	Implied	BPS	Implied price, $		Implied ups./down.	
Tiker	price, $	P/B	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	Beta	est	est	12 E	g	12e, $	1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.
BAC	13,5	0,64	N. A.	1,96	N. A.	17,5%	1,3	0,9	1,8	1,5	11,4%	8,5%	0,7%	23,8	20,7	15,7	54%	16%
JPM	46,8	1,09	N. A.	1,67	N. A.	9,9%	1,4	1,3	1,3	1,2	10,1%	11,8%	3,0%	51,8	62,0	58,4	32%	25%
C	4,6	0,81	N. A.	2,68	N. A.	20,7%	1,5	1,1	1,5	1,5	11,4%	8,6%	4,2%	6,5	5,5	3,5	22%	-23%
WFC	31,6	1,41	N. A.	2,81	N. A.	17,9%	1,1	0,8	1,5	1,3	10,3%	15,0%	3,4%	26,8	38,9	40,8	23%	29%
USB	26,2	1,82	N. A.	2,69	N. A.	19,4%	0,8	1,0	1,2	1,3	10,6%	16,0%	3,8%	17,4	26,0	28,5	-1%	9%
PNC	63,2	1,12	1,77	2,31	14,0%	16,8%	1,2	0,9	1,5	1,3	10,5%	9,9%	3,6%	66,2	68,5	55,2	8%	-13%
STI	29,7	0,82	1,91	1,94	15,2%	15,0%	1,2	0,8	1,8	1,2	9,9%	9,2%	2,0%	38,2	43,7	31,7	47%	7%
COF	51,7	0,89	N. A.	3,07	N. A.	22,0%	1,3	1,4	2,0	1,8	12,8%	8,3%	6,7%	67,4	48,0	15,7	-7%	-70%
BBT	27,2	1,15	1,81	2,31	14,9%	16,0%	0,8	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,6%	3,4%	26,4	33,3	30,0	22%	10%
RF	7,3	0,68	1,84	1,66	15,5%	13,5%	0,9	0,8	1,7	1,2	10,2%	5,9%	1,9%	10,7	9,1	4,7	25%	-35%
FITB	13,7	1,05	2,96	3,75	17,9%	17,9%	0,9	0,8	2,2	1,4	11,1%	10,1%	5,6%	15,6	15,3	11,4	11%	-17%
KEY	8,9	0,93	1,94	1,70	17,2%	12,9%	1,1	0,9	1,4	1,2	10,0%	7,4%	3,6%	10,9	9,7	5,9	9%	-33%
MTB	87,7	1,38	1,70	2,16	16,3%	13,5%	0,7	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,6%	4,5%	72,5	89,8	86,2	2%	-2%
CMA	37,8	1,15	1,82	1,97	16,6%	15,8%	1,0	0,9	1,3	1,2	9,9%	7,4%	2,5%	36,2	33,7	22,1	-11%	-42%
MI	8,0	0,67	1,60	1,86	15,4%	16,1%	0,8	0,8	2,0	1,3	10,7%	4,2%	0,5%	9,2	7,5	3,0	-6%	-63%
HBAN	6,7	1,26	1,98	1,96	16,7%	14,5%	0,9	0,8	1,8	1,3	10,6%	11,2%	2,5%	6,4	7,1	6,3	6%	-7%
ZION	24,2	0,96	2,10	2,14	19,1%	12,9%	0,9	0,7	2,1	1,3	10,4%	6,4%	3,7%	28,2	22,0	10,2	-9%	-58%
SNV	2,7	1,03	1,38	1,63	17,9%	19,0%	0,7	0,9	1,9	1,3	10,6%	6,6%	3,0%	2,8	2,3	1,2	-14%	-54%
FHN	11,5	1,27	2,14	2,62	18,1%	22,3%	0,8	0,7	1,2	1,0	8,9%	8,1%	-0,1%	10,4	10,8	8,7	-6%	-24%
BOKF	52,1	1,41	1,97	1,85	20,3%	14,6%	0,4	0,7	1,1	0,9	8,6%	10,1%	0,5%	42,6	52,7	46,8	1%	-10%
ASBC	14,7	0,97	1,82	2,13	17,0%	16,9%	0,5	0,8	1,1	1,0	9,1%	6,2%	1,5%	16,8	15,0	9,5	2%	-35%
CYN	57,6	1,54	1,63	2,43	3,5%	17,3%	1,1	0,7	1,3	1,0	9,1%	10,0%	2,0%	43,2	51,2	44,9	-11%	-22%
EWBC	22,7	1,66	N. A.	2,89	N. A.	18,1%	N. A.	0,7	1,9	1,3	10,3%	11,3%	3,2%	16,4	18,7	17,0	-17%	-25%
CBSH	40,9	1,76	1,48	2,15	13,0%	15,3%	0,7	0,7	1,0	0,9	8,4%	11,4%	1,9%	26,4	36,6	35,8	-10%	-12%
WBS	21,6	1,07	1,04	1,62	11,6%	13,4%	0,7	0,8	1,9	1,3	10,7%	6,6%	1,1%	22,7	17,4	11,9	-19%	-45%
TCB	15,4	1,49	1,73	3,65	15,3%	24,4%	1,1	0,9	1,3	1,1	9,7%	10,1%	3,3%	12,1	13,7	11,9	-12%	-23%
FULT	11,2	1,18	1,74	2,25	14,6%	14,9%	0,6	0,6	1,2	0,9	8,4%	9,0%	2,0%	10,6	12,6	10,7	13%	-4%
CFR	59,7	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	50,9	50,6	-15%	-15%
VLY	13,8	1,73	2,36	3,44	19,1%	21,4%	0,5	0,7	1,1	0,9	8,7%	11,4%	2,6%	8,3	12,3	11,0	-11%	-21%
SUSQ	9,5	0,62	1,35	1,57	11,5%	11,1%	0,6	0,8	1,5	1,1	9,6%	4,6%	4,4%	14,7	11,9	0,5	25%	-95%
BXS	15,8	1,08	1,46	1,86	14,8%	13,4%	0,4	0,7	0,9	0,9	8,3%	6,7%	1,8%	15,2	16,5	10,8	4%	-32%
SIVB	57,8	1,92	1,70	2,61	13,5%	15,5%	0,6	1,6	1,7	1,8	12,8%	8,5%	3,0%	35,6	25,6	17,9	-56%	-69%
BOH	47,3	2,25	1,51	2,43	14,3%	15,8%	0,8	0,8	1,0	1,0	8,9%	15,6%	3,7%	22,5	40,7	47,5	-14%	0%
WTFC	37,0	0,85	N. A.	2,11	N. A.	12,8%	N. A.	0,6	1,4	1,0	9,0%	6,9%	3,5%	36,5	46,2	20,9	25%	-44%
PVTB	14,7	1,06	N. A.	2,41	N. A.	13,0%	N. A.	0,8	1,8	1,2	9,9%	7,3%	5,4%	15,7	14,1	6,1	-4%	-59%
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.	60%	N. A.
WTNY	13,8	1,08	1,41	1,80	12,2%	11,9%	0,6	0,7	1,4	1,1	9,3%	4,2%	3,9%	13,4	9,8	N. A.	-29%	N. A.
UMBF	38,0	1,45	1,27	1,34	9,6%	7,7%	0,5	0,7	0,9	0,8	8,0%	9,7%	3,0%	29,6	37,6	36,2	-1%	-5%
CATY	17,2	1,14	1,54	2,40	12,3%	16,4%	0,5	0,9	1,8	1,2	10,1%	7,9%	3,7%	17,2	15,9	10,3	-8%	-40%
MBFI	21,0	1,00	N. A.	1,88	N. A.	12,9%	N. A.	0,7	1,3	1,0	9,0%	7,4%	3,0%	23,8	23,5	16,0	12%	-24%
FMER	17,3	1,25	1,70	2,20	12,9%	14,1%	0,6	0,8	1,1	1,0	9,1%	8,8%	4,6%	14,8	17,3	12,8	0%	-26%
IBKC	59,8	1,23	N. A.	1,61	N. A.	11,3%	N. A.	0,6	1,0	0,8	8,0%	7,4%	2,3%	51,9	58,9	43,1	-2%	-28%
TRMK	24,0	1,33	1,39	2,21	13,3%	16,1%	0,5	0,7	1,1	0,9	8,6%	9,0%	1,9%	19,6	23,6	19,2	-1%	-20%
NPBC	8,0	1,10	2,25	2,22	16,8%	15,3%	0,4	0,7	1,5	1,0	9,1%	7,6%	2,0%	8,0	8,2	5,8	3%	-27%
UMPQ	11,2	0,78	N. A.	1,76	N. A.	13,2%	N. A.	0,7	1,5	1,1	9,3%	4,8%	1,7%	15,1	11,9	5,8	7%	-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	41,5	36,0	-3%	-16%
FNB	10,5	1,13	0,73	1,71	11,6%	13,2%	0,6	0,7	1,3	0,9	8,6%	8,5%	1,1%	9,8	11,8	8,9	12%	-15%
HBHC	33,2	1,43	1,47	1,98	13,9%	12,8%	0,6	0,6	1,1	0,8	8,0%	9,2%	2,2%	29,8	32,3	33,4	-3%	0%
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%	10,8	12,3	8,8	15%	-18%
UCBI	2,4	0,49	N. A.	2,48	N. A.	14,2%	N. A.	0,7	1,6	1,2	9,8%	5,1%	4,1%	2,7	3,9	N. A.	63%	N. A.
UBSI	26,5	1,46	1,66	2,31	14,0%	15,8%	0,4	0,8	1,2	1,0	9,2%	10,0%	3,4%	20,1	24,6	20,9	-7%	-21%
FMBI	12,3	0,99	1,56	2,82	12,5%	18,5%	0,5	0,8	1,6	1,2	9,8%	6,5%	3,0%	13,7	11,8	6,4	-4%	-48%
PRK	66,2	1,57	2,57	2,88	18,9%	17,8%	0,3	0,7	1,0	0,9	8,4%	12,6%	2,8%	46,8	71,0	75,5	7%	14%
CVBF	9,4	1,55	1,70	3,17	17,8%	20,6%	0,4	0,7	1,7	1,1	9,4%	11,3%	2,6%	6,6	8,9	7,8	-5%	-17%
Median		**1,1**	**1,7**	**2,2**	**15%**	**15%**	**0,7**	**0,8**	**1,3**	**1,1**	**9%**	**9%**	**3%**				**-1%**	**-22%**

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).

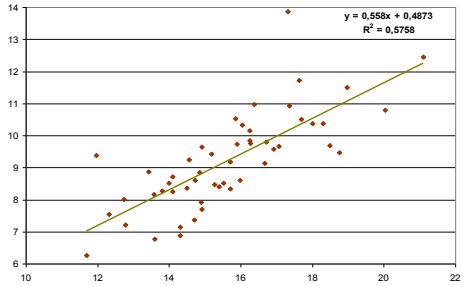
Ticker	Current price, $	Current P/E	P/E12e	Average P/E		DPR	Implied g	COE e	COE hist	Implied PE		EPS	Implied price		Implied ups./down.	
				1991-1997	2000-2006	2000-2006			2000-2006	1 meth.	2 meth.	2012E	1 method	2 method	1 meth.	2 meth.
BAC	13,5	10,0	7,3	N. A.	11,7	43%	0,7%	11,4%	9,2%	9,4	8,8	1,85	15,6	14,6	15%	9%
JPM	46,8	9,4	8,3	N. A.	14,7	50%	3,0%	10,1%	11,0%	16,5	10,3	5,61	84,7	52,8	81%	13%
C	4,6	13,0	8,7	N. A.	14,3	38%	4,2%	11,4%	10,4%	12,2	8,7	0,52	5,8	4,1	26%	-10%
WFC	31,6	12,5	8,8	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,3%	8,6%	12,6	10,1	3,60	41,4	33,0	31%	4%
USB	26,2	15,4	10,1	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,6%	9,6%	11,7	9,8	2,60	27,6	23,1	5%	-12%
PNC	63,2	11,7	9,9	17,3	13,6	46%	3,6%	10,5%	9,3%	11,2	9,9	6,38	65,0	57,1	3%	-10%
STI	29,7	N. A.	12,8	14,0	13,8	38%	2,0%	9,9%	8,7%	11,7	10,5	2,32	24,7	22,2	-17%	-25%
COF	51,7	7,7	9,4	N. A.	15,7	2%	6,7%	12,8%	11,7%	12,8	7,1	5,48	62,4	34,6	21%	-33%
BBT	27,2	21,8	10,5	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,59	31,6	26,9	16%	-1%
RF	7,3	N. A.	13,1	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,55	5,4	5,2	-26%	-29%
FITB	13,7	21,7	9,4	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,46	16,6	12,0	21%	-12%
KEY	8,9	18,9	11,0	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,80	8,9	7,6	0%	-14%
MTB	87,7	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	34,5	14,8	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,56	27,2	24,6	-28%	-35%
MI	8,0	N. A.	17,9	12,0	12,0	30%	0,5%	10,7%	8,9%	9,9	9,6	0,45	4,0	3,9	-50%	-51%
HBAN	6,7	32,0	9,9	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,68	7,0	6,0	3%	-11%
ZION	24,2	N. A.	14,5	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,68	15,3	15,2	-37%	-37%
SNV	2,7	N. A.	14,7	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,18	1,3	1,6	-52%	-40%
FHN	11,5	N. A.	14,7	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,78	9,4	8,4	-18%	-27%
BOKF	52,1	13,4	12,6	11,1	14,9	0%	0,5%	8,6%	8,1%	13,9	12,1	4,14	53,3	46,1	2%	-12%
ASBC	14,7	N. A.	14,1	14,8	13,4	44%	1,5%	9,1%	8,7%	12,8	11,5	1,04	12,2	11,0	-17%	-25%
CYN	57,6	24,8	14,0	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	4,11	51,7	43,5	-10%	-25%
EWBC	22,7	22,0	12,7	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,79	21,5	16,3	-5%	-28%
CBSH	40,9	15,4	14,1	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,91	38,6	33,1	-6%	-19%
WBS	21,6	21,3	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	15,4	14,6	12,7	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	1,22	15,4	12,0	0%	-22%
FULT	11,2	17,5	12,3	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,91	12,1	10,4	8%	-7%
CFR	59,7	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	13,8	16,5	15,1	13,6	17,4	56%	2,6%	8,7%	8,0%	15,4	11,9	0,92	13,0	10,1	-6%	-27%
SUSQ	9,5	47,4	14,2	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,67	7,3	6,7	-22%	-30%
BXS	15,8	58,7	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	57,8	25,8	18,1	22,0	19,0	0%	3,0%	12,8%	12,5%	18,3	7,1	3,20	52,2	20,2	-10%	-65%
BOH	47,3	12,5	13,9	11,4	16,0	41%	3,7%	8,9%	8,7%	15,4	11,7	3,40	48,1	36,7	2%	-22%
WTFC	37,0	246,7	15,2	N. A.	18,5	14%	3,5%	9,0%	7,9%	14,8	11,6	2,43	33,1	25,9	-11%	-30%
PVTB	14,7	N. A.	14,3	N. A.	20,0	9%	5,4%	9,9%	8,6%	14,0	10,5	1,03	13,1	9,9	-11%	-33%
CRBC	0,9	N. A.	8,5	12,9	18,8	59%	5,4%	10,1%	8,4%	11,8	10,3	0,10	1,1	1,0	27%	10%
WTNY	13,8	N. A.	23,3	11,1	15,9	51%	3,9%	9,3%	8,3%	13,0	11,2	0,59	7,1	6,1	-49%	-56%
UMBF	38,0	16,8	14,1	13,9	17,3	35%	3,0%	8,0%	7,9%	17,0	12,7	2,70	42,5	31,9	12%	-16%
CATY	17,2	573,0	12,1	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,43	17,5	13,4	2%	-22%
MBFI	21,0	N. A.	12,7	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,66	20,6	17,7	-2%	-16%
FMER	17,3	16,2	12,7	14,9	15,7	63%	4,6%	9,1%	8,9%	15,1	11,5	1,37	19,0	14,5	9%	-16%
IBKC	59,8	30,1	16,2	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,71	48,9	43,8	-18%	-27%
TRMK	24,0	15,3	13,4	11,2	14,1	35%	1,9%	8,6%	8,3%	13,4	12,0	1,78	22,0	19,8	-8%	-17%
NPBC	8,0	33,2	13,1	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,61	7,8	6,5	-2%	-19%
UMPQ	11,2	86,0	15,6	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,72	9,4	7,4	-16%	-34%
PRSP	43,0	15,7	13,9	N. A.	16,3	20%	2,1%	8,5%	8,3%	15,8	12,2	3,10	45,3	35,1	5%	-19%
FNB	10,5	17,2	12,8	7,1	10,8	71%	1,1%	8,6%	8,2%	10,2	12,1	0,82	7,7	9,2	-26%	-13%
HBHC	33,2	21,9	13,1	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,53	33,8	30,0	2%	-10%
ONB	10,8	19,9	13,1	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	0,82	11,6	9,5	8%	-11%
UCBI	2,4	N. A.	16,4	N. A.	18,0	18%	4,1%	9,8%	8,2%	12,9	10,7	0,15	1,7	1,4	-28%	-41%
UBSI	26,5	14,7	13,9	13,4	14,9	46%	3,4%	9,2%	8,7%	13,7	11,3	1,91	24,0	19,9	-10%	-25%
FMBI	12,3	N. A.	14,8	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,83	9,8	8,1	-20%	-34%
PRK	66,2	14,6	11,5	15,3	17,7	53%	2,8%	8,4%	8,0%	16,4	12,3	5,74	87,3	65,2	32%	-2%
CVBF	9,4	14,9	12,4	11,2	16,3	39%	2,6%	9,4%	8,2%	13,6	11,2	0,76	9,4	7,8	0%	-17%
Median		**17,2**	**13,1**	**12,6**	**15,5**	**41%**	**3%**	**9%**	**9%**	**13,4**	**11,2**	**1,6**			**-1,9%**	**-22,0%**

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

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

Рисунок 8

MCap/PTPP vs P/E



*С 2000 года, на основе квартальных данных, по 51 банкам, из регрессии исключены данные по SNV, COF, FHN и FULT

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Мультипликатор MCap/PTPP

Наряду с традиционными мультипликаторами P/B и P/E, особенно в кризисный/посткризисный период, достаточно большое внимание уделяется мультипликатору PTPP (рыночная капитализация/прибыль до создания резерва) и выплаты налогов, который в идеале (на практике это далеко не всегда так) игнорирует 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	13,48	136433	3,2	N. A.	6,3	112569	51%	11,4%	9,1	5,5	6,1	27,2	29,9	101%	122%
JPM	46,84	186588	3,9	N. A.	7,4	105043	67%	10,1%	13,4	8,0	7,2	64,1	57,8	37%	23%
C	4,56	132496	3,5	N. A.	7,2	87161	58%	11,4%	10,5	6,3	7,0	7,2	8,0	59%	75%
WFC	31,62	166577	4,5	N. A.	9,6	89833	59%	10,3%	11,3	6,8	9,4	43,1	59,1	36%	87%
USB	26,18	50317	6,0	N. A.	6,8	19519	46%	10,6%	10,7	6,5	6,6	32,4	33,0	24%	26%
PNC	63,23	33228	4,9	6,3	8,2	14769	63%	10,5%	10,5	6,4	8,0	59,8	75,0	-5%	19%
STI	29,65	15885	5,8	8,2	8,3	9049	59%	9,9%	11,1	6,7	8,1	42,3	51,4	43%	73%
COF	51,65	23622	2,9	N. A.	4,8	16432	60%	12,8%	9,9	6,0	4,7	77,0	60,3	49%	17%
BBT	27,23	18950	5,1	4,8	8,3	8869	52%	9,2%	12,3	7,3	8,1	41,1	45,2	51%	66%
RF	7,27	9144	4,2	7,0	8,0	6769	60%	10,2%	10,5	6,3	7,8	12,3	15,3	70%	110%
FITB	13,70	12573	5,0	9,7	12,4	6361	48%	11,1%	10,8	6,5	12,2	21,4	39,9	56%	191%
KEY	8,87	8436	5,9	6,3	6,9	4371	61%	10,0%	11,3	6,8	6,7	11,1	11,1	25%	25%
MTB	87,70	10542	6,7	4,7	9,7	4108	55%	9,2%	13,3	7,9	9,4	111,0	132,9	27%	52%
CMA	37,83	6687	7,4	5,9	7,2	2657	53%	9,9%	11,1	6,7	7,0	42,7	45,1	13%	19%
MI	8,04	4262	5,2	5,9	9,4	2324	61%	10,7%	9,7	5,9	9,2	9,1	14,1	14%	76%
HBAN	6,73	5810	5,8	6,5	7,9	2815	59%	10,6%	10,5	6,3	7,7	7,7	9,4	14%	40%
ZION	24,22	4433	8,3	6,9	8,5	2474	57%	10,4%	10,0	6,1	8,3	31,8	43,6	31%	80%
SNV	2,69	2112	8,5	4,1	11,2	1258	65%	10,6%	8,8	5,4	10,9	2,7	5,5	1%	105%
FHN	11,46	3018	9,4	6,3	13,1	1579	71%	8,9%	12,4	7,4	12,8	11,8	20,4	3%	78%
BOKF	52,10	3557	7,0	7,0	7,7	1245	60%	8,6%	13,0	7,7	7,5	51,7	50,2	-1%	-4%
ASBC	14,68	2542	7,2	6,4	8,9	1022	50%	9,1%	12,1	7,3	8,7	19,7	23,5	34%	60%
CYN	57,63	3047	9,1	8,1	8,5	1118	53%	9,1%	12,6	7,5	8,3	68,7	75,7	19%	31%
EWBC	22,66	3367	7,2	N. A.	10,4	877	44%	10,3%	11,6	7,0	10,1	20,9	30,4	-8%	34%
CBSH	40,93	3559	8,2	6,6	8,9	1081	59%	8,4%	13,3	7,9	8,7	37,6	41,0	-8%	0%
WBS	21,55	1878	7,4	4,1	7,5	765	57%	10,7%	9,6	5,9	7,4	19,9	25,0	-8%	16%
TCB	15,43	2423	5,1	5,5	9,4	1200	60%	9,7%	12,3	7,4	9,2	20,5	25,6	33%	66%
FULT	11,18	2226	6,4	8,2	10,3	771	54%	8,4%	13,3	7,9	10,1	13,2	16,8	18%	51%
CFR	59,66	3654	11,8	11,1	9,8	946	61%	8,5%	14,4	8,5	9,6	47,8	53,7	-20%	-10%
VLY	13,84	2236	9,3	7,4	10,9	580	47%	8,7%	13,6	8,1	10,7	14,2	18,6	2%	35%
SUSQ	9,47	1231	6,0	7,3	9,3	625	66%	9,6%	11,5	6,9	9,0	10,5	13,7	10%	45%
BXS	15,84	1322	6,2	6,2	8,6	725	62%	8,3%	13,4	8,0	8,4	24,1	25,5	52%	61%
SIVB	57,84	2454	10,1	6,7	11,5	768	61%	12,8%	12,7	7,6	11,2	47,5	70,5	-18%	22%
BOH	47,28	2268	7,2	6,0	8,6	605	60%	8,9%	13,5	8,0	8,4	37,7	39,5	-20%	-16%
WTFC	37,00	1293	7,1	N. A.	9,7	651	65%	9,0%	13,2	7,8	9,5	47,0	56,8	27%	54%
PVTB	14,71	1050	5,4	N. A.	10,8	534	56%	9,9%	12,2	7,3	10,5	21,8	31,4	48%	114%
CRBC	0,87	347	2,9	7,3	9,5	411	62%	10,1%	11,0	6,6	9,2	2,4	3,3	174%	281%
WTNY	13,75	1329	13,5	7,6	9,7	527	62%	9,3%	12,1	7,3	9,5	13,9	18,1	1%	32%
UMBF	38,04	1542	9,6	8,7	13,9	562	75%	8,0%	14,8	8,8	13,6	28,2	43,6	-26%	15%
CATY	17,19	1350	8,0	6,1	9,8	789	37%	10,1%	11,9	7,1	9,6	41,3	55,8	140%	224%
MBFI	21,01	1134	5,6	N. A.	8,4	378	58%	9,0%	12,5	7,5	8,2	20,5	22,5	-2%	7%
FMER	17,34	1886	8,2	8,5	8,3	486	54%	9,1%	13,3	7,9	8,1	15,1	15,6	-13%	-10%
IBKC	59,84	1615	14,1	N. A.	8,4	728	56%	8,0%	13,5	8,0	8,2	88,6	90,4	48%	51%
TRMK	23,95	1531	7,8	6,2	8,7	525	54%	8,6%	12,7	7,6	8,5	26,5	29,7	10%	24%
NPBC	7,96	1205	8,2	7,9	11,0	524	59%	9,1%	12,8	7,6	10,7	9,9	14,0	25%	75%
UMPQ	11,18	1281	8,0	N. A.	9,1	399	61%	9,3%	12,8	7,6	8,9	9,4	11,0	-16%	-1%
PRSP	43,03	2013	9,8	N. A.	9,8	503	50%	8,5%	14,0	8,3	9,5	41,5	47,6	-4%	11%
FNB	10,51	1268	8,3	2,8	8,4	406	61%	8,6%	11,1	6,7	8,2	8,1	9,8	-23%	-6%
HBHC	33,24	1434	10,6	N. A.	9,2	459	61%	8,0%	13,6	8,1	9,0	31,2	34,7	-6%	4%
ONB	10,75	1019	12,0	9,6	11,7	873	62%	8,2%	13,9	8,2	11,5	26,8	37,2	149%	246%
UCBI	2,40	209	130,9	N. A.	10,4	430	61%	9,8%	11,8	7,1	10,1	12,5	18,0	423%	648%
UBSI	26,47	1155	9,0	7,0	9,6	295	47%	9,2%	12,5	7,5	9,4	24,7	31,2	-7%	18%
FMBI	12,25	914	8,5	6,3	10,5	356	51%	9,8%	11,8	7,1	10,3	15,3	22,2	25%	81%
PRK	66,17	1019	6,1	8,7	10,5	410	48%	8,4%	14,3	8,5	10,3	109,2	132,2	65%	100%
CVBF	9,40	997	6,5	5,6	10,2	360	46%	9,4%	12,4	7,4	9,9	12,3	16,5	31%	76%
Median			**7,2**	**6,6**	**9,2**	**273,1**	**59%**	**9%**	**12,3**	**7,4**	**9,0**			**21,4%**	**47,9%**

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

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

Сводная оценка переоцененности/недооцененности

Исходя из проведенного анализа можно увидеть, что наиболее недооцененными выглядят крупнейшие банки США: BAC (Bank of America), JPM (JPMorgan Chase), C (Citigroup) и WFC (Wells Fargo). Также значительный апсайд наблюдается в CRBC (Citizens Bank) и UCBI (United Community Bank) – это банки, чьи котировки в значительной мере пострадали в последнее время из-за беспокойства инвесторов относительно качества кредитного портфеля данных финансовых институтов и возможного значительного разводнения капитала/продажи по низким мультипликаторам.

Ticker	P/B Implied ups./down.		P/E Implied ups./down.		Mcap/PTPP Implied ups./down.		Average	Median
	1 method	2 method	1 method	2 method	1 method	2 method		
BAC	54%	16%	15%	9%	101%	122%	53%	35%
JPM	32%	25%	81%	13%	37%	23%	35%	29%
C	22%	-23%	26%	-10%	59%	75%	25%	24%
WFC	23%	29%	31%	4%	36%	87%	35%	30%
USB	-1%	9%	5%	-12%	24%	26%	9%	7%
PNC	8%	-13%	3%	-10%	-5%	19%	0%	-1%
STI	47%	7%	-17%	-25%	43%	73%	21%	25%
COF	-7%	-70%	21%	-33%	49%	17%	-4%	5%
BBT	22%	10%	16%	-1%	51%	66%	27%	19%
RF	25%	-35%	-26%	-29%	70%	110%	19%	0%
FITB	11%	-17%	21%	-12%	56%	191%	42%	16%
KEY	9%	-33%	0%	-14%	25%	25%	2%	5%
MTB	2%	-2%	17%	-12%	27%	52%	14%	10%
CMA	-11%	-42%	-28%	-35%	13%	19%	-14%	-19%
MI	-6%	-63%	-50%	-51%	14%	76%	-13%	-28%
HBAN	6%	-7%	3%	-11%	14%	40%	8%	5%
ZION	-9%	-58%	-37%	-37%	31%	80%	-5%	-23%
SNV	-14%	-54%	-52%	-40%	1%	105%	-9%	-27%
FHN	-6%	-24%	-18%	-27%	3%	78%	1%	-12%
BOKF	1%	-10%	2%	-12%	-1%	-4%	-4%	-2%
ASBC	2%	-35%	-17%	-25%	34%	60%	3%	-7%
CYN	-11%	-22%	-10%	-25%	19%	31%	-3%	-11%
EWBC	-17%	-25%	-5%	-28%	-8%	34%	-8%	-12%
CBSH	-10%	-12%	-6%	-19%	-8%	0%	-9%	-9%
WBS	-19%	-45%	-43%	-44%	-8%	16%	-24%	-31%
TCB	-12%	-23%	0%	-22%	33%	66%	7%	-6%
FULT	13%	-4%	8%	-7%	18%	51%	13%	10%
CFR	-15%	-15%	2%	-26%	-20%	-10%	-14%	-15%
VLY	-11%	-21%	-6%	-27%	2%	35%	-5%	-9%
SUSQ	25%	-95%	-22%	-30%	10%	45%	-11%	-6%
BXS	4%	-32%	-14%	-25%	52%	61%	8%	-5%
SIVB	-56%	-69%	-10%	-65%	-18%	22%	-33%	-37%
BOH	-14%	0%	2%	-22%	-20%	-16%	-12%	-15%
WTFC	25%	-44%	-11%	-30%	27%	54%	4%	7%
PVTB	-4%	-59%	-11%	-33%	48%	114%	9%	-8%
CRBC	60%	N. A.	27%	10%	174%	281%	110%	60%
WTNY	-29%	N. A.	-49%	-56%	1%	32%	-20%	-29%
UMBF	-1%	-5%	12%	-16%	-26%	15%	-4%	-3%
CATY	-8%	-40%	2%	-22%	140%	224%	49%	-3%
MBFI	12%	-24%	-2%	-16%	-2%	7%	-4%	-2%
FMER	0%	-26%	9%	-16%	-13%	-10%	-10%	-12%
IBKC	-2%	-28%	-18%	-27%	48%	51%	4%	-10%
TRMK	-1%	-20%	-8%	-17%	10%	24%	-2%	-5%
NPBC	3%	-27%	-2%	-19%	25%	75%	9%	0%
UMPQ	7%	-48%	-16%	-34%	-16%	-1%	-18%	-16%
PRSP	-3%	-16%	5%	-19%	-4%	11%	-4%	-4%
FNB	12%	-15%	-26%	-13%	-23%	-6%	-12%	-14%
HBHC	-3%	0%	2%	-10%	-6%	4%	-2%	-1%
ONB	15%	-18%	8%	-11%	149%	246%	65%	11%
UCBI	63%	N. A.	-28%	-41%	423%	648%	213%	63%
UBSI	-7%	-21%	-10%	-25%	-7%	18%	-9%	-8%
FMBI	-4%	-48%	-20%	-34%	25%	81%	0%	-12%
PRK	7%	14%	32%	-2%	65%	100%	36%	23%
CVBF	-5%	-17%	0%	-17%	31%	76%	11%	-2%
Median	**-1%**	**-22%**	**-2%**	**-22%**	**21%**	**48%**	**1%**	**-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.