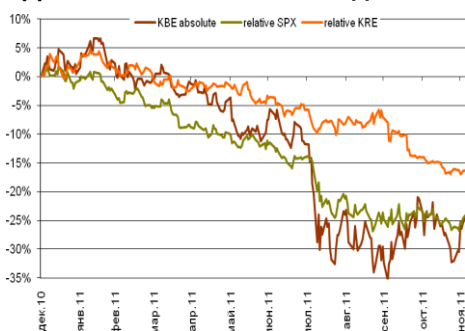


12 декабря 2011 г.

Мультипликаторы американских банков

Михаил Завараев

Динамика банковских индексов


Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Лучшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
PVTB	5,9%	-2,8%	-29,2%
BXS	5,9%	6,4%	-29,8%
CMA	5,1%	0,1%	-35,3%
TCB	4,8%	-5,3%	-33,8%
CRBC	4,8%	10,5%	68,4%
KBE	0,9%	-1,1%	-23,0%
KRE	0,8%	0,7%	-6,0%

Источник: Bloomberg

Худшая динамика

	5-D, %	1-M, %	1-Y, %
UCBI	-7,3%	-8,7%	-35,5%
STI	-7,3%	-10,7%	-37,6%
SNV	-4,7%	-7,2%	-41,0%
ZION	-4,4%	-7,9%	-33,6%
WBS	-3,1%	-1,5%	4,4%

Источник: Bloomberg

За прошедшие 5 рабочих дней динамика банковских акций США была схожа с динамикой широкого рынка: S&P 500 за это время вырос на 0.9%, в то время как индекс региональных банков США увеличил свою капитализацию на 0.7%, а относительно крупные банки США выросли на 0.9%.

Значительное влияние на динамику банковских акций оказывают новости из Европы, которые на прошедшей неделе были восприняты инвесторами с очень сдержанным оптимизмом. С одной стороны мы увидели итальянский план по экономии бюджета на уровне €30 млрд., одобрение парламентом, греческого бюджета на 2012 г. снижение базовой ставки ЕЦБ на 25 б. п., а на саммите ЕС лидеры европейских стран договорились о создании нового фискального союза. С другой стороны, столь ожидаемая «бабушка по выкупу суверенных долгов» не была запущена. Более того, Марио Драги не дал сколько-нибудь четких критериев запуска этого инструмента, что серьезно расстроило рынки, в результате чего мы увидели существенное снижение котировок в прошедший четверг.

По-прежнему основным позитивом для банков США, прежде всего региональных финансовых институтов, остаются достаточно неплохие макроэкономические данные. На прошедшей неделе мы увидели рост потребительской уверенности до шестимесячного максимума, торговый дефицит продолжает уменьшаться и достиг уже минимального за год уровня, в то время как индекс активности в сфере услуг продолжает свой рост, пусть и меньшими темпами, чем раньше. Индекс экономических сюрпризов Citigroup, который достаточно тесно коррелирует с широким рынком, достиг своего полугодового максимума.

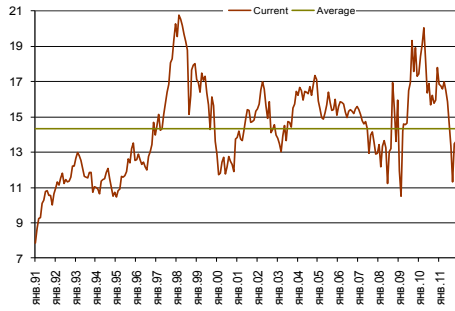
Благодаря оживлению макроэкономики в последние месяцы инвестдома пересматривают свои прогнозы роста ВВП на IV квартал 2011 г. Тем не менее, несмотря на весь макроэкономический позитив последних месяцев, мы не ждем значительного ускорения экономики в следующем году. Вероятно, темпы роста ВВП США останутся на уровне порядка 2%, что ниже, чем средний темп роста экономики в последние десятилетия. Виной тому слабый рынок труда и жилья, которые продолжают страдать от структурных дисбалансов. Плюс ко всему риски со стороны европейских долгов и замедления мировой экономики по-прежнему остаются на относительно высоком уровне.

Несмотря на все еще значительные риски и не самый высокий темп роста экономики, мы считаем текущие уровни фундаментально привлекательными для долгосрочных инвесторов. Многие банки выглядят значительно дешевле справедливых уровней за счет учета избыточных, с нашей точки зрения, рисков в их цене. Тем не менее, ралли в среднесрочном периоде мы не ожидаем, так как отсутствие внятного решения европейских долговых проблем продолжает негативное воздействие на спрос на акции, и прежде всего акции банков, причем по обе стороны Атлантики.

Мы позитивно смотрим на банковскую отрасль США в долгосрочном периоде, и в целом отдаем предпочтение крупнейшим финансовым институтам по сравнению со средними и малыми банками. Нашими лучшими долгосрочными идеями в банковском секторе США остаются JPM (JPMorgan Chase), C (Citigroup), WFC (Wells Fargo), ZION (Zions Bancorporation), BPOP (Popular Inc.), HBAN (Huntington Bancshares Inc.), FITB (Fifth Third Bancorp).

Рисунок 1

Динамика P/E

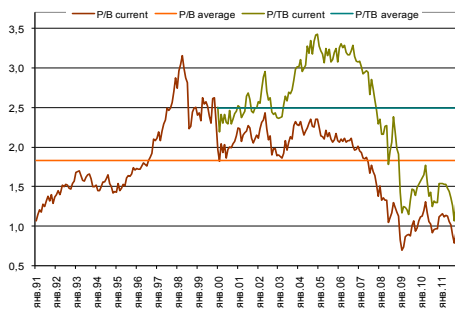


* Медианное значение по 55 банкам. Всю историю данных, начиная с 1991 года, имеют только 42 банка. Все 55 имеют такую историю с 2000 г.

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

Рисунок 2

Динамика P/B и P/TB



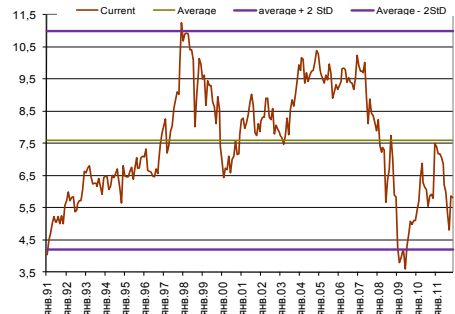
* Медианное значение по 55 банкам. Всю историю данных, начиная с 1991 года, имеют только 42 банка. Все 55 имеют такую историю с 2000 г.

** Мультипликатор P/TB имеет историю только с 2000 г.

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

Рисунок 3

Динамика MCap/PTPP



* Медианное значение по 55 банкам. Всю историю данных, начиная с 1991 года, имеют только 42 банка. Все 55 имеют такую историю с 2000 г.

** PTPP рассчитан на основе квартальных данных, умноженных на 4

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

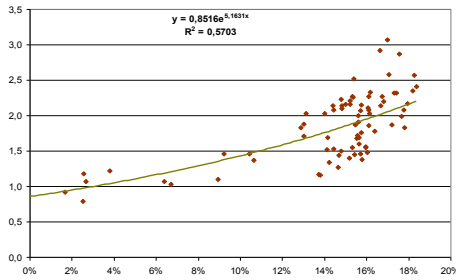
Текущие мультипликаторы

	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*	4,12	5,8	4,5	N.A.	11,7	0,28	0,25	N.A.	2,0	0,4	3,2	2,0	N.A.	6,3
JPM	6,42	6,8	6,1	N.A.	14,7	0,72	0,61	N.A.	1,7	1,0	2,6	3,0	N.A.	7,4
C	7,78	6,6	5,8	N.A.	14,3	0,48	0,41	N.A.	2,7	0,6	4,1	2,9	N.A.	7,2
WFC	9,31	8,4	7,6	N.A.	16,9	1,12	0,91	N.A.	2,8	1,5	4,3	4,3	N.A.	9,6
USB	11,8	9,9	9,2	N.A.	13,6	1,64	1,31	N.A.	2,7	2,5	4,8	5,9	N.A.	6,8
PNC	8,89	9,0	8,4	17,3	13,6	0,90	0,76	1,8	2,3	1,3	4,4	4,9	6,3	8,2
STI	14,6	9,2	6,3	14,0	13,8	0,46	0,42	1,9	1,9	0,7	2,6	3,2	8,2	8,3
COF	5,99	7,6	7,0	N.A.	15,7	0,72	0,68	N.A.	3,1	1,4	3,1	2,8	N.A.	4,8
BBT	15	10,0	8,4	33,2	14,1	0,95	0,83	1,8	2,3	1,5	3,3	5,0	4,8	8,3
RF	31,7	8,7	5,7	12,6	12,7	0,37	0,41	1,8	1,7	0,7	2,7	2,3	7,0	8,0
FTB	10,5	8,9	8,1	17,8	21,1	0,91	0,77	3,0	3,7	1,1	4,3	4,6	9,7	12,4
KEY	7,1	9,7	9,0	11,6	14,3	0,73	0,62	1,9	1,7	0,8	2,1	4,8	6,3	6,9
MTB	10,4	10,6	9,6	11,4	17,1	1,08	0,94	1,7	2,2	1,9	4,2	5,2	4,7	9,7
CMA	11,4	11,8	10,2	11,9	12,8	0,76	0,69	1,8	2,0	0,8	2,0	6,8	5,9	7,2
HBAN	8,92	8,7	8,0	12,8	14,9	0,90	0,77	2,0	2,0	1,0	2,3	4,8	6,5	7,9
ZION	17,2	9,6	7,5	11,9	15,5	0,63	0,50	2,1	2,1	0,8	3,3	5,7	6,9	8,5
SNV	N. A.	12,8	6,9	8,5	9,2	0,59	0,51	1,4	1,6	0,6	1,6	3,9	4,1	11,2
FHN	29	11,9	9,0	12,4	13,8	0,84	0,72	2,1	2,6	0,9	3,0	8,4	6,3	13,1
BOKF	13,1	13,0	12,3	11,1	14,9	1,38	1,17	2,0	1,9	1,6	2,3	8,2	7,0	7,7
ASBC	22,2	12,0	10,8	14,8	13,4	0,66	0,60	1,8	2,1	1,0	2,9	6,7	6,4	8,9
CYN	14,7	12,0	11,2	15,0	15,3	1,06	0,93	1,6	2,4	1,4	3,2	7,9	8,1	8,5
EWBC	11,8	11,0	9,9	N.A.	18,3	1,31	1,07	N.A.	2,9	1,6	3,4	6,0	N.A.	10,4
CBSH	12,9	13,6	12,7	11,9	14,9	1,58	1,37	1,5	2,2	1,7	2,2	7,5	6,6	8,9
WBS	12,7	11,5	10,9	11,3	12,3	0,92	0,79	1,0	1,6	1,3	2,5	7,4	4,1	7,5
TCB	12,6	11,5	8,3	12,6	15,2	0,88	0,77	1,7	3,6	1,0	4,4	3,8	5,5	9,4
FULT	13,2	11,0	9,9	13,2	16,0	0,96	0,80	1,7	2,2	1,3	2,9	5,4	8,2	10,3
CFR	14,8	14,3	13,5	53,0	16,7	1,42	1,29	1,5	2,8	1,9	3,5	10,3	11,1	9,8
VLY	13,8	14,4	13,3	13,6	17,4	1,56	1,43	2,4	3,4	2,1	3,8	7,5	7,4	10,9
SUSQ	20,9	11,2	8,6	12,1	14,6	0,51	0,57	1,4	1,6	1,0	2,1	6,6	7,3	9,3
BXS	21,3	14,4	10,4	11,8	14,7	0,69	0,62	1,5	1,9	0,9	2,2	4,2	6,2	8,6
SIVB	13,4	15,7	14,3	22,0	19,0	1,33	1,11	1,7	2,6	1,3	2,7	5,5	6,7	11,5
BOH	12,3	13,5	12,2	11,4	16,0	1,97	1,78	1,5	2,4	2,0	2,6	7,7	6,0	8,6
WFC	41,4	14,5	10,4	N.A.	18,5	0,68	0,72	N.A.	2,1	0,9	2,7	5,3	N.A.	9,7
PVTB	24,8	15,1	9,6	N.A.	20,0	0,68	0,60	N.A.	2,4	0,8	3,0	3,5	N.A.	10,8
CRBC	N. A.	8,3	6,5	12,9	18,8	0,63	0,48	1,3	1,8	1,1	2,1	3,9	7,3	9,5
UMBF	13,4	13,4	11,8	13,9	17,3	1,23	1,09	1,3	1,3	1,6	1,5	8,1	8,7	13,9
CATY	13	10,3	8,9	12,2	16,3	0,89	0,75	1,5	2,4	1,2	3,2	6,2	6,1	9,8
MBFI	53,7	11,8	9,9	N.A.	15,4	0,80	0,69	N.A.	1,9	1,2	2,5	4,8	N.A.	8,4
FMER	13,4	12,8	11,8	14,9	15,7	1,01	0,94	1,7	2,2	1,4	2,6	6,7	8,5	8,3
IBKC	23,6	16,2	14,2	N.A.	14,5	0,98	0,91	N.A.	1,6	1,3	2,4	14,8	N.A.	8,4
TRMK	14,3	14,3	13,5	11,2	14,1	1,20	1,09	1,4	2,2	1,6	2,7	7,6	6,2	8,7
NPBC	16,5	13,9	12,5	14,3	16,4	1,09	0,96	2,2	2,2	1,4	3,2	9,4	7,9	11,0
UMQP	23,3	16,2	13,1	N.A.	16,7	0,85	0,77	N.A.	1,8	1,4	3,1	9,0	N.A.	9,1
PRSP	13,5	13,0	12,4	N.A.	16,3	1,21	1,05	N.A.	2,2	3,1	4,3	8,8	N.A.	9,8
FNB	16,3	13,0	11,3	7,1	10,8	1,16	1,06	0,7	1,7	2,3	3,0	9,2	2,8	8,4
HBHC	15,6	12,5	10,7	11,2	15,7	1,10	0,99	1,5	2,0	1,7	2,3	18,8	N.A.	9,2
ONB	15,4	11,8	11,0	16,5	17,6	1,08	0,94	2,1	2,3	1,5	2,7	11,8	9,6	11,7
UCBI	N. A.	11,8	8,5	N.A.	18,0	0,58	0,49	N.A.	2,5	0,6	3,3	N. A.	N.A.	10,4
UBSI	14,5	15,1	14,9	13,4	14,9	1,44	1,35	1,7	2,3	2,4	3,0	11,0	7,0	9,6
FMBI	N. A.	13,0	9,0	14,2	15,9	0,76	0,67	1,6	2,8	1,1	3,4	6,4	6,3	10,5
PRK	14,2	12,6	10,2	15,3	17,7	1,43	1,33	2,6	2,9	1,6	3,0	5,5	8,7	10,5
CVBF	14,8	12,4	11,2	11,2	16,3	1,50	1,29	1,7	3,2	1,6	3,4	7,5	5,6	10,2
Median	13,7	11,9	9,9	12,7	15,5	0,91	0,78	1,7	2,2	1,3	3,0	6,0	6,6	9,2

1) Средние значения мультипликаторов рассчитаны на основе месячных данных.
2) Текущее значение мультипликатора MCap/PTPP рассчитано на основе значения PTPP за последний год.
3) Мультипликатор P/E – trailing P/E, данные Bloomberg.
4) Среднее значение мультипликатора MCap/PTPP рассчитано на основе квартальных значений PTPP, умноженных на 4.
* Для BAC из PTPP II квартала 2011 г. исключены нерегулярные элементы, связанные с ипотечным сегментом.
Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 4

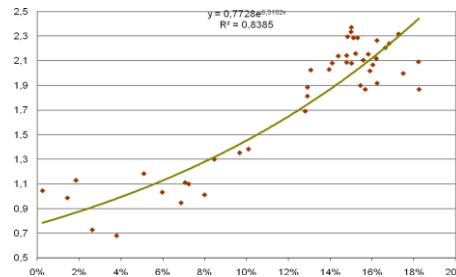
P/B vs ROCE*



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

Рисунок 5

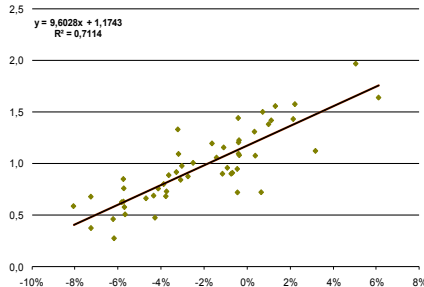
P/B vs ROCE*



*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 консенсус-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.

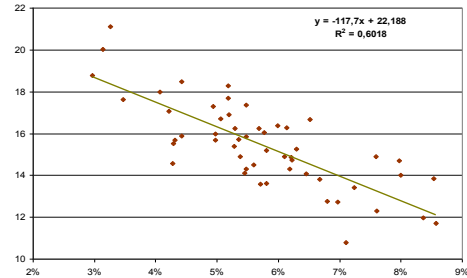
Расчет стоимости через мультипликатор P/B

Tiker	Current		Average P/B		Average ROE		Beta		Current Beta	Beta est	COE est	ROE 12 E	Implied g	BPS 12e, \$	Implied price, \$		Implied ups./down.	
	price, \$	P/B	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006	1991-1997	2000-2006							1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.
BAC	5,7	0,28	N. A.	1,96	N. A.	17,5%	1,3	0,9	1,3	1,3	10,7%	4,5%	0,7%	22,0	12,1	7,7	112%	35%
JPM	33,2	0,72	N. A.	1,67	N. A.	9,9%	1,4	1,3	1,2	1,1	9,7%	10,3%	3,0%	50,7	56,9	51,0	71%	54%
C	28,8	0,48	N. A.	2,68	N. A.	20,7%	1,5	1,1	1,5	1,5	11,4%	7,1%	4,2%	65,8	46,3	24,1	61%	-16%
WFC	26,9	1,12	N. A.	2,81	N. A.	17,9%	1,1	0,8	1,2	1,2	9,8%	13,0%	3,4%	26,4	35,4	35,9	32%	33%
USB	26,3	1,64	N. A.	2,69	N. A.	19,4%	0,8	1,0	1,1	1,1	9,5%	15,6%	3,8%	18,4	28,2	34,9	7%	33%
PNC	55,9	0,90	1,77	2,31	14,0%	16,8%	1,2	0,9	1,2	1,2	10,0%	9,3%	3,6%	68,4	68,4	55,3	22%	-1%
STI	17,2	0,46	1,91	1,94	15,2%	15,0%	1,2	0,8	1,4	1,4	11,1%	4,9%	2,0%	39,1	21,5	11,2	25%	-35%
COF	46,1	0,72	N. A.	3,07	N. A.	22,0%	1,3	1,4	1,2	1,2	9,9%	9,4%	6,7%	65,3	72,4	51,3	57%	11%
BBT	23,8	0,95	1,81	2,31	14,9%	16,0%	0,8	0,8	1,1	1,1	9,6%	9,2%	3,4%	27,0	28,4	22,9	19%	-4%
RF	4,1	0,37	1,84	1,66	15,5%	13,5%	0,9	0,8	1,5	1,5	11,5%	4,3%	1,9%	10,6	5,3	2,4	28%	-43%
FITB	12,5	0,91	2,96	3,75	17,9%	17,9%	0,9	0,8	1,3	1,3	10,5%	9,8%	5,6%	15,2	15,2	11,9	22%	-5%
KEY	7,4	0,73	1,94	1,70	17,2%	12,9%	1,1	0,9	1,3	1,3	10,7%	6,9%	3,6%	11,0	8,2	4,7	12%	-36%
MTB	73,0	1,08	1,70	2,16	16,3%	13,5%	0,7	0,8	1,1	1,1	9,3%	9,7%	4,5%	72,7	82,1	72,1	12%	-1%
CMA	26,5	0,76	1,82	1,97	16,6%	15,8%	1,0	0,9	1,3	1,3	10,3%	6,2%	2,5%	36,4	27,2	15,7	3%	-41%
HBAN	5,3	0,90	1,98	1,96	16,7%	14,5%	0,9	0,8	1,4	1,4	11,0%	9,9%	2,5%	6,4	6,2	5,0	18%	-4%
ZION	15,5	0,63	2,10	2,14	19,1%	12,9%	0,9	0,7	1,5	1,5	11,6%	5,8%	3,7%	28,3	15,3	6,7	-2%	-57%
SNV	1,4	0,59	1,38	1,63	17,9%	19,0%	0,7	0,9	1,5	1,6	12,0%	4,0%	3,0%	2,6	1,0	0,3	-32%	-82%
FHN	7,8	0,84	2,14	2,62	18,1%	22,3%	0,8	0,7	1,2	1,1	9,7%	6,7%	-0,1%	10,2	8,2	6,4	4%	-18%
BOKF	55,6	1,38	1,97	1,85	20,3%	14,6%	0,4	0,7	1,0	1,0	9,1%	10,1%	0,5%	44,1	51,1	45,4	-8%	-18%
ASBC	10,7	0,66	1,82	2,13	17,0%	16,9%	0,5	0,8	1,2	1,2	10,0%	5,3%	1,5%	17,1	11,6	6,9	9%	-35%
CYN	42,8	1,06	1,63	2,43	3,5%	17,3%	1,1	0,7	1,2	1,2	10,1%	8,7%	2,0%	43,5	42,0	32,7	-2%	-23%
EWBC	19,2	1,31	N. A.	2,89	N. A.	18,1%	N. A.	0,7	1,3	1,4	10,8%	11,2%	3,2%	16,4	17,7	15,6	-8%	-19%
CBSH	37,7	1,58	1,48	2,15	13,0%	15,3%	0,7	0,7	0,9	1,0	8,8%	11,0%	1,9%	25,7	33,2	31,4	-12%	-17%
WBS	19,1	0,92	1,04	1,62	11,6%	13,4%	0,7	0,8	1,4	1,4	11,2%	7,9%	1,1%	22,7	17,9	13,9	-6%	-27%
TCB	10,2	0,88	1,73	3,65	15,3%	24,4%	1,1	0,9	1,2	1,2	10,1%	7,4%	3,3%	12,4	10,6	6,7	4%	-34%
FULT	9,5	0,96	1,74	2,25	14,6%	14,9%	0,6	0,6	1,2	1,2	9,9%	8,9%	2,0%	10,9	10,8	8,8	13%	-7%
CFR	52,1	1,42	1,52	2,82	12,0%	17,8%	0,8	0,8	0,9	0,9	8,5%	9,6%	3,5%	38,5	47,1	43,7	-10%	-16%
VLY	12,0	1,56	2,36	3,44	19,1%	21,4%	0,5	0,7	1,0	1,0	9,1%	10,4%	2,6%	8,0	10,0	8,8	-17%	-26%
SUSQ	7,9	0,51	1,35	1,57	11,5%	11,1%	0,6	0,8	1,4	1,4	11,0%	5,4%	4,4%	13,2	9,9	1,7	24%	-78%
BXS	10,5	0,69	1,46	1,86	14,8%	13,4%	0,4	0,7	1,1	1,0	9,0%	4,6%	1,8%	16,0	11,5	5,7	10%	-45%
SIVB	47,3	1,33	1,70	2,61	13,5%	15,5%	0,6	1,6	1,4	1,4	11,1%	7,9%	3,0%	38,9	30,7	21,3	-35%	-55%
BOH	43,1	1,97	1,51	2,43	14,3%	15,8%	0,8	0,8	1,0	1,0	9,1%	14,2%	3,7%	22,9	36,3	40,8	-16%	-5%
WTFC	28,1	0,68	N. A.	2,11	N. A.	12,8%	N. A.	0,6	1,1	1,1	9,5%	5,7%	3,5%	37,2	33,4	12,7	19%	-55%
PVTB	9,9	0,68	N. A.	2,41	N. A.	13,0%	N. A.	0,8	1,5	1,5	11,5%	4,3%	5,4%	15,6	7,0	-2,7	-30%	-127%
CRBC	11,5	0,63	1,33	1,84	10,3%	10,9%	0,4	0,7	1,4	1,5	11,3%	5,5%	5,4%	21,3	11,3	0,3	-1%	-97%
UMBF	35,6	1,23	1,27	1,34	9,6%	7,7%	0,5	0,7	1,0	1,0	9,2%	8,8%	3,0%	30,8	33,0	26,7	-7%	-25%
CATY	14,0	0,89	1,54	2,40	12,3%	16,4%	0,5	0,9	1,5	1,5	11,4%	7,8%	3,7%	17,2	13,0	8,3	-7%	-41%
MBFI	17,2	0,80	N. A.	1,88	N. A.	12,9%	N. A.	0,7	1,3	1,3	10,6%	6,7%	3,0%	23,3	17,2	10,4	0%	-39%
FMER	14,5	1,01	1,70	2,20	12,9%	14,1%	0,6	0,8	1,3	1,2	10,2%	7,7%	4,6%	14,9	13,4	7,6	-7%	-48%
IBKC	49,1	0,98	N. A.	1,61	N. A.	11,3%	N. A.	0,6	1,0	1,0	8,9%	5,9%	2,3%	52,4	44,4	26,0	-10%	-47%
TRMK	22,8	1,20	1,39	2,21	13,3%	16,1%	0,5	0,7	1,2	1,1	9,7%	8,1%	1,9%	20,1	19,4	14,6	-15%	-36%
NPBC	8,4	1,09	2,25	2,22	16,8%	15,3%	0,4	0,7	1,4	1,4	11,1%	7,9%	2,0%	8,2	6,7	4,8	-21%	-42%
UMPQ	12,6	0,85	N. A.	1,76	N. A.	13,2%	N. A.	0,7	1,3	1,4	10,8%	5,0%	1,7%	15,7	9,2	5,2	-27%	-58%
PRSP	39,7	1,21	N. A.	2,15	N. A.	15,4%	N. A.	0,7	1,1	1,0	9,2%	8,9%	2,1%	35,6	37,4	30,9	-6%	-22%
FNB	11,1	1,16	0,73	1,71	11,6%	13,2%	0,6	0,7	1,2	1,2	9,9%	8,8%	1,1%	10,1	10,2	8,1	-8%	-26%
HBHC	31,4	1,10	1,47	1,98	13,9%	12,8%	0,6	0,6	1,0	1,0	8,9%	8,5%	2,2%	30,0	32,6	26,0	4%	-17%
ONB	11,7	1,08	2,09	2,26	13,4%	12,0%	0,4	0,6	1,1	1,1	9,3%	8,9%	4,2%	11,8	12,4	10,0	5%	-15%
UCBI	6,6	0,58	N. A.	2,48	N. A.	14,2%	N. A.	0,7	1,2	1,2	10,1%	4,5%	4,1%	12,7	7,1	N. A.	9%	N. A.
UBSI	28,0	1,44	1,66	2,31	14,0%	15,8%	0,4	0,8	1,2	1,2	9,9%	9,5%	3,4%	20,3	22,0	17,3	-21%	-38%
FMBI	9,8	0,76	1,56	2,82	12,5%	18,5%	0,5	0,8	1,5	1,5	11,3%	5,5%	3,0%	13,8	8,1	3,8	-18%	-61%
PRK	61,6	1,43	2,57	2,88	18,9%	17,8%	0,3	0,7	0,9	0,9	8,7%	10,8%	2,8%	44,3	59,3	56,0	-4%	-9%
CVBF	10,1	1,50	1,70	3,17	17,8%	20,6%	0,4	0,7	1,4	1,4	11,0%	11,7%	2,6%	7,3	8,3	7,2	-17%	-29%
Median		0,9	1,7	2,2	15%	15%	0,7	0,8	1,2	1,2	10,1%	8,0%	3,0%				-1%	-26%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

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

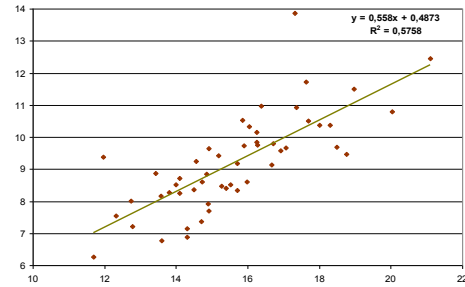
Система оценки стоимости банка на основе мультипликатора P/E также основана на двух оценках. Первая оценка будет основана на прогнозном мультипликаторе P/E (исторический средний для данного банка, скорректированный на разницу в показателе g-g, средние за период 2000-2006 гг., предполагается, что в будущем 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 g	COE hist 2000-2006	Implied PE		EPS 2012E	Implied price		Implied ups./down.	
				1991-1997	2000-2006					1 meth.	2 meth.		1 meth.	2 meth.		
BAC	5,7	4,1	5,7	N. A.	11,7	43%	0,7%	10,5%	9,2%	10,2	9,8	0,99	9,2	8,9	61%	55%
JPM	33,2	6,3	6,6	N. A.	14,7	50%	3,0%	10,1%	11,0%	16,5	10,3	4,89	73,7	46,0	122%	39%
C	28,8	7,6	6,4	N. A.	14,3	38%	4,2%	10,0%	10,4%	15,2	10,4	4,40	61,0	41,9	112%	46%
WFC	26,9	9,0	8,1	N. A.	16,9	43%	3,4%	10,0%	8,6%	13,2	10,4	3,21	38,7	30,5	44%	13%
USB	26,3	11,5	9,7	N. A.	13,6	47%	3,8%	10,0%	9,6%	12,7	10,4	2,64	30,7	25,1	17%	-4%
PNC	55,9	8,6	8,7	17,3	13,6	46%	3,6%	10,0%	9,3%	12,0	10,4	6,21	68,3	59,0	22%	6%
STI	17,2	15,7	9,8	14,0	13,8	38%	2,0%	9,9%	8,7%	11,7	10,5	1,89	20,1	18,1	17%	5%
COF	46,1	5,9	7,5	N. A.	15,7	2%	6,7%	11,5%	11,7%	16,3	8,7	6,07	89,3	47,3	94%	3%
BBT	23,8	14,7	9,9	33,2	14,1	49%	3,4%	9,2%	8,9%	13,3	11,3	2,37	28,9	24,6	21%	4%
RF	4,1	32,5	9,0	12,6	12,7	47%	1,9%	10,2%	8,9%	10,7	10,2	0,47	4,6	4,4	12%	7%
FITB	12,5	10,2	8,6	17,8	21,1	41%	5,6%	11,1%	8,9%	12,5	9,1	1,41	16,0	11,6	28%	-7%
KEY	7,4	6,9	9,4	11,6	14,3	51%	3,6%	10,0%	9,0%	12,1	10,4	0,76	8,4	7,2	14%	-2%
MTB	73,0	10,5	10,6	11,4	17,1	25%	4,5%	9,2%	8,7%	15,2	11,4	6,95	96,8	72,5	33%	-1%
CMA	26,5	10,8	11,3	11,9	12,8	46%	2,5%	9,9%	9,3%	11,6	10,5	2,24	23,8	21,5	-10%	-19%
HBAN	5,3	8,8	8,6	12,8	14,9	48%	2,5%	10,6%	8,6%	11,2	9,7	0,61	6,2	5,4	18%	2%
ZION	15,5	180,1	10,0	11,9	15,5	26%	3,7%	10,4%	8,0%	10,0	10,0	1,63	14,8	14,8	-4%	-5%
SNV	1,4	N. A.	13,1	8,5	9,2	48%	3,0%	10,6%	9,4%	7,8	9,8	0,11	0,8	1,0	-43%	-29%
FHN	7,8	28,0	11,5	12,4	13,8	43%	-0,1%	8,9%	8,4%	13,1	11,7	0,66	7,9	7,1	1%	-10%
BOKF	55,6	12,9	12,8	11,1	14,9	0%	0,5%	8,6%	8,1%	13,9	12,1	4,28	55,2	47,7	-1%	-14%
ASBC	10,7	21,8	11,8	14,8	13,4	44%	1,5%	8,5%	8,7%	13,9	12,2	0,89	11,4	10,0	7%	-6%
CYN	42,8	14,7	12,1	15,0	15,3	26%	2,0%	9,1%	8,3%	13,7	11,5	3,56	44,8	37,7	5%	-12%
EWBC	19,2	11,8	11,0	N. A.	18,3	11%	3,2%	10,3%	8,3%	13,2	10,0	1,75	21,0	16,0	10%	-17%
CBSH	37,7	12,8	13,5	11,9	14,9	26%	1,9%	8,4%	8,2%	14,3	12,3	2,76	36,6	31,5	-3%	-16%
WBS	19,1	13,1	11,9	11,3	12,3	24%	1,1%	10,7%	8,7%	9,7	9,5	1,66	14,6	14,4	-24%	-25%
TCB	10,2	12,0	10,8	12,6	15,2	39%	3,3%	9,7%	9,1%	13,9	10,8	0,90	11,4	8,9	12%	-13%
FULT	9,5	13,0	10,8	13,2	16,0	47%	2,0%	8,4%	7,7%	14,4	12,3	0,87	11,5	9,8	21%	3%
CFR	52,1	14,3	13,9	53,0	16,7	133%	3,5%	8,5%	8,6%	16,7	12,1	3,64	56,3	40,8	8%	-22%
VLV	12,0	13,7	14,2	13,6	17,4	56%	2,6%	8,7%	8,0%	15,4	11,9	0,83	11,8	9,1	-1%	-24%
SUSQ	7,9	21,0	11,2	12,1	14,6	54%	4,4%	9,6%	8,7%	12,0	10,9	0,72	7,9	7,2	-1%	-10%
BXS	10,5	20,2	13,7	11,8	14,7	47%	1,8%	8,3%	8,1%	14,3	12,5	0,72	9,5	8,3	-9%	-20%
SIVB	47,3	13,1	15,3	22,0	19,0	0%	3,0%	11,5%	12,5%	21,2	8,7	3,02	57,6	23,5	22%	-50%
BOH	43,1	12,1	13,2	11,4	16,0	41%	3,7%	8,9%	8,7%	15,4	11,7	3,20	45,3	34,5	5%	-20%
WTFC	28,1	41,8	14,7	N. A.	18,5	14%	3,5%	9,0%	7,9%	14,8	11,6	1,94	26,3	20,6	-6%	-27%
PVTB	9,9	23,4	14,3	N. A.	20,0	9%	5,4%	9,9%	8,6%	14,0	10,5	0,66	8,3	6,3	-16%	-37%
CRBC	11,5	N. A.	7,9	12,9	18,8	59%	5,4%	10,1%	8,4%	11,8	10,3	1,38	14,8	12,9	29%	12%
UMBF	35,6	13,5	13,5	13,9	17,3	35%	3,0%	8,0%	7,9%	17,0	12,7	2,66	41,9	31,4	18%	-12%
CATY	14,0	12,9	10,2	12,2	16,3	19%	3,7%	10,1%	9,0%	13,4	10,3	1,35	16,6	12,7	19%	-9%
MBFI	17,2	52,9	11,7	N. A.	15,4	22%	3,0%	9,0%	8,2%	13,5	11,6	1,45	18,0	15,5	5%	-10%
FMER	14,5	13,4	12,7	14,9	15,7	63%	4,6%	9,1%	8,9%	15,1	11,5	1,14	15,8	12,1	9%	-17%
IBKC	49,1	23,8	16,3	N. A.	14,5	28%	2,3%	8,0%	7,9%	14,2	12,7	3,03	39,9	35,8	-19%	-27%
TRMK	22,8	14,1	14,1	11,2	14,1	35%	1,9%	8,6%	8,3%	13,4	12,0	1,59	19,7	17,7	-14%	-23%
NPBC	8,4	16,3	13,7	14,3	16,4	50%	2,0%	9,1%	8,0%	14,0	11,5	0,61	7,8	6,4	-7%	-23%
UMPQ	12,6	23,0	16,0	N. A.	16,7	18%	1,7%	9,3%	8,2%	14,3	11,3	0,78	10,2	8,1	-19%	-36%
PRSP	39,7	13,4	12,9	N. A.	16,3	20%	2,1%	8,5%	8,3%	15,8	12,2	3,04	44,4	34,4	12%	-13%
FNB	11,1	15,8	12,6	7,1	10,8	71%	1,1%	8,6%	8,2%	10,2	12,1	0,85	8,0	9,5	-27%	-14%
HBHC	31,4	15,0	11,9	11,2	15,7	31%	2,2%	8,0%	7,5%	14,4	12,8	2,52	33,8	29,9	7%	-5%
ONB	11,7	14,9	11,4	16,5	17,6	66%	4,2%	8,2%	7,7%	15,3	12,5	1,00	14,1	11,6	20%	-2%
UCBI	6,6	N. A.	12,7	N. A.	18,0	18%	4,1%	9,8%	8,2%	12,9	10,7	0,56	6,6	5,4	0%	-17%
UBSI	28,0	14,5	15,1	13,4	14,9	46%	3,4%	9,2%	8,7%	13,7	11,3	1,85	23,2	19,2	-17%	-31%
FMBI	9,8	N. A.	12,9	14,2	15,9	42%	3,0%	9,8%	8,5%	12,9	10,7	0,75	8,9	7,3	-10%	-25%
PRK	61,6	13,9	12,3	15,3	17,7	53%	2,8%	8,4%	8,0%	16,4	12,3	4,88	74,3	55,4	21%	-10%
CVBF	10,1	14,6	12,2	11,2	16,3	39%	2,6%	9,4%	8,2%	13,6	11,2	0,81	10,1	8,3	1%	-17%
Median		13,6	11,8	12,7	15,5	41%	3%	9%	9%	13,7	11,2	1,6			7,7%	-11,8%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

Рисунок 8

МCap/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 МCap/PTPP

Наряду с традиционными мультипликаторами P/B и P/E, особенно в кризисный/посткризисный период, достаточно большое внимание уделяется мультипликатору РТРР (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 РТРР 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 Мсар/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		Revenue 2012e, \$ mln	Hist Eff. Ratio	COE	P/Eest	Mcap/PTPP		Implied price, \$		Implied ups./down.	
				1991-1997	2000-2007					1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.	1 meth.	2 meth.
BAC	5,7	57166	2,0	N. A.	6,3	97247	51%	10,5%	10,0	6,1	5,0	26,2	21,6	358%	277%
JPM	33,2	122846	2,9	N. A.	7,4	98584	67%	10,1%	13,4	8,0	5,9	64,7	47,6	95%	44%
C	28,8	82361	2,8	N. A.	7,2	80324	58%	10,0%	12,8	7,6	5,7	82,7	61,8	187%	115%
WFC	26,9	137481	4,2	N. A.	9,6	79948	59%	10,0%	11,8	7,1	7,6	41,2	44,4	53%	65%
USB	26,3	49084	5,7	N. A.	6,8	19194	46%	10,0%	11,6	6,9	5,4	35,3	27,5	34%	4%
PNC	55,9	28394	4,7	6,3	8,2	14599	63%	10,0%	11,2	6,8	6,5	65,2	62,9	17%	13%
STI	17,2	9972	3,5	8,2	8,3	8564	59%	9,9%	11,1	6,7	6,6	37,1	36,8	115%	114%
COF	46,1	20842	2,8	N. A.	4,8	18496	60%	11,5%	12,5	7,5	3,9	109,6	56,7	138%	23%
BBT	23,8	16313	4,9	4,8	8,3	8873	52%	9,2%	12,3	7,3	6,6	41,7	37,5	75%	58%
RF	4,1	5312	2,3	7,0	8,0	6238	60%	10,2%	10,5	6,3	6,4	11,1	11,2	169%	172%
FITB	12,5	11148	4,4	9,7	12,4	6083	48%	11,1%	10,8	6,5	9,9	21,1	32,1	69%	157%
KEY	7,4	6861	4,6	6,3	6,9	4150	61%	10,0%	11,3	6,8	5,5	10,8	8,8	46%	19%
MTB	73,0	9281	5,2	4,7	9,7	4023	55%	9,2%	13,3	7,9	7,7	102,8	100,5	41%	38%
CMA	26,5	5009	6,5	5,9	7,2	2508	53%	9,9%	11,1	6,7	5,8	37,7	32,5	42%	23%
HBAN	5,3	4502	4,8	6,5	7,9	2645	59%	10,6%	10,5	6,3	6,3	7,3	7,3	38%	38%
ZION	15,5	2987	5,9	6,9	8,5	2340	57%	10,4%	10,0	6,1	6,8	28,6	32,0	84%	106%
SNV	1,4	1162	4,1	4,1	11,2	1173	65%	10,6%	8,8	5,4	8,9	2,4	4,0	72%	183%
FHN	7,8	1993	8,1	6,3	13,1	1430	71%	8,9%	12,4	7,4	10,4	11,1	15,6	42%	99%
BOKF	55,6	3715	8,1	7,0	7,7	1250	60%	8,6%	13,0	7,7	6,1	53,0	42,0	-5%	-24%
ASBC	10,7	1817	6,6	6,4	8,9	930	50%	8,5%	13,0	7,8	7,1	19,5	17,8	83%	67%
CYN	42,8	2282	7,9	8,1	8,5	1083	53%	9,1%	12,6	7,5	6,8	66,0	59,4	54%	39%
EWBC	19,2	2871	6,0	N. A.	10,4	882	44%	10,3%	11,6	7,0	8,3	20,9	24,8	9%	29%
CBSH	37,7	3307	7,4	6,6	8,9	1050	59%	8,4%	13,3	7,9	7,1	36,2	32,3	-4%	-14%
WBS	19,1	1726	7,7	4,1	7,5	739	57%	10,7%	9,6	5,9	6,0	18,5	19,1	-3%	0%
TCB	10,2	1556	3,6	5,5	9,4	1154	60%	9,7%	12,3	7,4	7,5	20,3	20,7	99%	103%
FULT	9,5	1868	5,3	8,2	10,3	759	54%	8,4%	13,3	7,9	8,3	13,2	13,8	39%	44%
CFR	52,1	3087	9,9	11,1	9,8	921	61%	8,5%	14,4	8,5	7,8	48,1	44,1	-8%	-15%
VLY	12,0	2019	7,4	7,4	10,9	589	47%	8,7%	13,6	8,1	8,7	13,8	14,8	15%	24%
SUSQ	7,9	1252	6,7	7,3	9,3	716	66%	9,6%	11,5	6,9	7,4	9,9	10,6	24%	33%
BXS	10,5	825	4,0	6,2	8,6	688	62%	8,3%	13,4	8,0	6,9	24,2	20,9	132%	100%
SIVB	47,3	2000	5,3	6,7	11,5	782	61%	11,5%	14,9	8,8	9,2	57,1	59,5	21%	26%
BOH	43,1	1968	7,5	6,0	8,6	562	60%	8,9%	13,5	8,0	6,9	36,8	31,5	-15%	-27%
WTFC	28,1	1021	5,3	N. A.	9,7	669	65%	9,0%	13,2	7,8	7,7	46,6	46,0	66%	63%
PVTB	9,9	671	3,3	N. A.	10,8	487	56%	9,9%	12,2	7,3	8,6	20,9	24,6	111%	149%
CRBC	11,5	440	3,8	7,3	9,5	311	62%	10,1%	11,0	6,6	7,6	18,7	21,3	63%	86%
UMBF	35,6	1453	8,2	8,7	13,9	761	75%	8,0%	14,8	8,8	11,1	37,9	47,8	7%	34%
CATY	14,0	1083	6,1	6,1	9,8	376	37%	10,1%	11,9	7,1	7,9	19,9	22,0	43%	58%
MBFI	17,2	926	4,7	N. A.	8,4	439	58%	9,0%	12,5	7,5	6,7	23,8	21,4	39%	24%
FMER	14,5	1581	6,7	8,5	8,3	703	54%	9,1%	13,3	7,9	6,6	21,8	18,3	50%	26%
IBKC	49,1	1452	14,9	N. A.	8,4	526	56%	8,0%	13,5	8,0	6,7	58,5	48,7	19%	-1%
TRMK	22,8	1441	7,5	6,2	8,7	508	54%	8,6%	12,7	7,6	6,9	25,9	23,7	13%	4%
NPBC	8,4	1264	9,3	7,9	11,0	364	59%	9,1%	12,8	7,6	8,8	6,9	8,0	-18%	-5%
UMPQ	12,6	1421	8,9	N. A.	9,1	511	61%	9,3%	12,8	7,6	7,3	12,3	11,7	-3%	-7%
PRSP	39,7	1845	8,8	N. A.	9,8	396	50%	8,5%	14,0	8,3	7,8	32,8	30,8	-17%	-22%
FNB	11,1	1362	8,9	2,8	8,4	498	61%	8,6%	11,1	6,7	6,7	9,7	9,7	-12%	-13%
HBHC	31,4	2549	18,0	N. A.	9,2	965	61%	8,0%	13,6	8,1	7,3	34,9	31,7	11%	1%
ONB	11,7	1074	11,4	9,6	11,7	494	62%	8,2%	13,9	8,2	9,4	15,7	17,8	33%	51%
UCBI	6,6	408	-46,1	N. A.	10,4	287	61%	9,8%	11,8	7,1	8,3	11,7	13,7	78%	109%
UBSI	28,0	1403	11,0	7,0	9,6	361	47%	9,2%	12,5	7,5	7,7	26,3	27,1	-6%	-3%
FMBI	9,8	725	6,3	6,3	10,5	390	51%	9,8%	11,8	7,1	8,4	16,9	20,0	72%	104%
PRK	61,6	924	5,3	8,7	10,5	327	48%	8,4%	14,3	8,5	8,4	89,4	88,3	45%	43%
CVBF	10,1	1034	7,4	5,6	10,2	265	46%	9,4%	12,4	7,4	8,1	9,4	10,3	-7%	2%
Median			6,0	6,6	9,2		59%	9%	12,5	7,5	7,3			41,2%	36,1%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

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	112%	35%	61%	55%	358%	277%	149%	86%
JPM	71%	54%	122%	39%	95%	44%	71%	63%
C	61%	-16%	112%	46%	187%	115%	84%	86%
WFC	32%	33%	44%	13%	53%	65%	40%	39%
USB	7%	33%	17%	-4%	34%	4%	15%	12%
PNC	22%	-1%	22%	6%	17%	13%	13%	15%
STI	25%	-35%	17%	5%	115%	114%	40%	21%
COF	57%	11%	94%	3%	138%	23%	54%	40%
BBT	19%	-4%	21%	4%	75%	58%	29%	20%
RF	28%	-43%	12%	7%	169%	172%	57%	20%
FITB	22%	-5%	28%	-7%	69%	157%	44%	25%
KEY	12%	-36%	14%	-2%	46%	19%	9%	13%
MTB	12%	-1%	33%	-1%	41%	38%	20%	23%
CMA	3%	-41%	-10%	-19%	42%	23%	0%	-4%
HBAN	18%	-4%	18%	2%	38%	38%	18%	18%
ZION	-2%	-57%	-4%	-5%	84%	106%	20%	-3%
SNV	-32%	-82%	-43%	-29%	72%	183%	12%	-30%
FHN	4%	-18%	1%	-10%	42%	99%	20%	3%
BOKF	-8%	-18%	-1%	-14%	-5%	-24%	-12%	-11%
ASBC	9%	-35%	7%	-6%	83%	67%	21%	8%
CYN	-2%	-23%	5%	-12%	54%	39%	10%	1%
EWBC	-8%	-19%	10%	-17%	9%	29%	1%	1%
CBSH	-12%	-17%	-3%	-16%	-4%	-14%	-11%	-13%
WBS	-6%	-27%	-24%	-25%	-3%	0%	-14%	-15%
TCB	4%	-34%	12%	-13%	99%	103%	29%	8%
FULT	13%	-7%	21%	3%	39%	44%	19%	17%
CFR	-10%	-16%	8%	-22%	-8%	-15%	-10%	-13%
VLY	-17%	-26%	-1%	-24%	15%	24%	-5%	-9%
SUSQ	24%	-78%	-1%	-10%	24%	33%	-1%	12%
BXS	10%	-45%	-9%	-20%	132%	100%	28%	1%
SIVB	-35%	-55%	22%	-50%	21%	26%	-12%	-7%
BOH	-16%	-5%	5%	-20%	-15%	-27%	-13%	-15%
WTFC	19%	-55%	-6%	-27%	66%	63%	10%	6%
PVTB	-30%	-127%	-16%	-37%	111%	149%	8%	-23%
CRBC	-1%	-97%	29%	12%	63%	86%	15%	21%
UMBF	-7%	-25%	18%	-12%	7%	34%	2%	0%
CATY	-7%	-41%	19%	-9%	43%	58%	10%	6%
MBFI	0%	-39%	5%	-10%	39%	24%	3%	2%
FMER	-7%	-48%	9%	-17%	50%	26%	2%	1%
IBKC	-10%	-47%	-19%	-27%	19%	-1%	-14%	-14%
TRMK	-15%	-36%	-14%	-23%	13%	4%	-12%	-14%
NPBC	-21%	-42%	-7%	-23%	-18%	-5%	-19%	-19%
UMPQ	-27%	-58%	-19%	-36%	-3%	-7%	-25%	-23%
PRSP	-6%	-22%	12%	-13%	-17%	-22%	-11%	-15%
FNB	-8%	-26%	-27%	-14%	-12%	-13%	-17%	-13%
HBHC	4%	-17%	7%	-5%	11%	1%	0%	2%
ONB	5%	-15%	20%	-2%	33%	51%	16%	13%
UCBI	9%	N. A.	0%	-17%	78%	109%	36%	9%
UBSI	-21%	-38%	-17%	-31%	-6%	-3%	-19%	-19%
FMBI	-18%	-61%	-10%	-25%	72%	104%	10%	-14%
PRK	-4%	-9%	21%	-10%	45%	43%	14%	8%
CVBF	-17%	-29%	1%	-17%	-7%	2%	-11%	-12%
Median	-1%	-26%	8%	-12%	41%	36%	10%	2%

Источник: Bloomberg, расчеты Арбат Капитал

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
(макрэкономика 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 предназначены 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.