

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИДЕЯ

Американские банки: сезонная распродажа



Михаил Завараев, CFA – Ведущий аналитик
(Финансовый сектор)

Тел: (495) 780 01 11 (доб. 90-54)

email: Zavarayev@arbatcapital.com

Arbat Investment Services

www.arbatcapital.com

Ситуация

- **Сезонность** - последние 3 года после начала сезона отчетности за 1-й квартал банковские индексы корректировались в последующие 1.5 месяца на 8-12%, несмотря на позитивные сюрпризы по доходам и EPS (итоговый показатель EPS превышал прогнозный на 10% и более каждый год).
- **Рост котировок за счет мультипликаторов** - неустойчивая ситуация: банки за последние 10 месяцев прибавили порядка 30%, а прогнозы EPS на 2013 и 2014 гг. за это время изменились на 0.1% и -3.1% соответственно.
- **Региональные банки недешевы** - с поправкой на рентабельность капитала и его стоимость региональные банки в целом не дешевле, чем были в среднем в период 2000-2006 гг.

Драйверы

- **Негативные сюрпризы в макроэкономике** - слабые данные по рынку труда, низкие розничные продажи за март. Плюс ко всему, мы еще не наблюдали эффекта от роста налогов и секвестра бюджета.
- **Пересмотр банковских EPS** - несмотря на относительно неплохой старт банковской отчетности, мы наблюдаем слабый рост кредитов, продолжающееся давление на маржу и значительное снижение комиссионных доходов в ипотечном сегменте.
- **Потенциал роста близок к 0%** - в 4 из 4 случаев подобных случаях за последние 3 года банки неизменно корректировались.

Рекомендации

Мы рекомендуем открывать короткие позиции в ETF на американский банковский сектор (КВЕ) с горизонтом 1,5 месяца (до конца мая), так как ожидаем традиционную коррекцию в банковских акциях, которая неизменно происходила последние 3 года. Мы рекомендуем сосредоточиться именно на КВЕ, а не отдельных банках в силу продолжения сезона отчетности, что значительно увеличивает риски инвестирования в отдельные истории.

Риски

- **Рост рынка недвижимости** - увеличение объемов кредитования и улучшение качества кредитного портфеля в сегменте недвижимости в конечном итоге приведут к росту банковских доходов.
- **Ускорение экономики США** - скажется на прогнозах по динамике «коротких» ставок (один из немногих оставшихся драйверов роста доходов для региональных банков). Плюс ускорение роста кредитного портфеля.
- **Более благоприятные редакции законов по регулированию отрасли**
- **Продолжение перетока капитала с развивающихся рынков в США**

Компания	Тикер	Цена	ТР	Потенциал падения
ETF КВЕ	КВЕ Equity	26.22	24.6	6.2%

Сезонно слабая динамика банковских котировок во второй половине весны

В последние 3 года банковские ETF (в XLF входят не только банки) неизменно снижались в последующие 1.5 месяца после начала периода отчетности, причем падение составляло от 7 до 13%. Индексы падали несмотря на хорошие квартальные результаты: позитивный сюрприз по EPS составлял не менее 10% благодаря сезонно сильным доходам на рынках капитала и в инвестиционно-банковских подразделениях финансовых институтов.

Динамика финансовых ETF во второй половине весны

	2010	2011	2012
Динамика KBE*	-11.9%	-7.9%	-12%
Динамика XLF*	-13.5%	-6.7%	-12.9%
Сюрприз по EPS**	23%	11%	10%
Сюрприз по доходам**	3.1%	-0.6%	4.9%

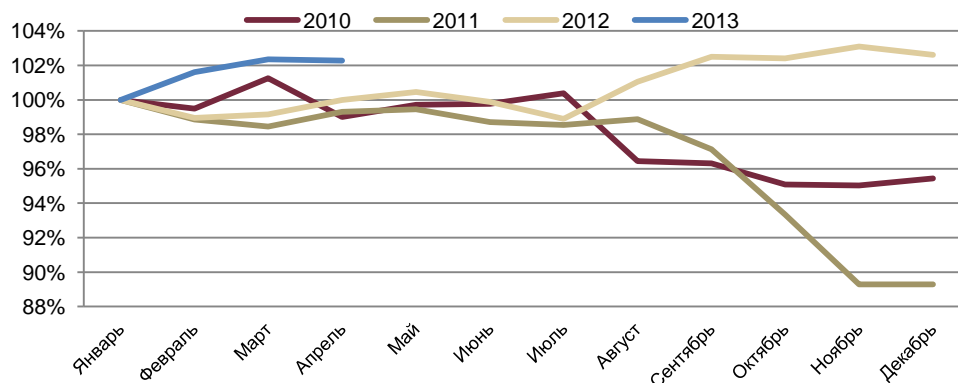
*С момента отчетности JP Morgan и до 1 июня
** Медиана по 15 крупнейшим банкам

Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Возможный негативный пересмотр прогнозов по EPS

Одна из основных причин такого положения вещей пересмотр оценок EPS, который, обычно начинается ближе к лету: аналитики достаточно позитивно настроены по отношению к банковским прибылям в начале каждого года, в том числе благодаря хорошей динамике рынков капитала в 1 квартале, однако затем вынуждены пересматривать свои прогнозы, так как реальность оказывается хуже ожиданий. В текущем году у этой истории есть все шансы повториться, так как уже в марте мы наблюдали негативные сюрпризы по макроэкономическим данным, активность на рынке капиталов в марте начала замедляться, а темпы роста кредитного портфеля по-прежнему остаются на отрицательной территории. Несмотря на относительно неплохой старт сезона отчетности (J. P. Morgan Chase, Wells Fargo и Citigroup смогли превзойти ожидания аналитиков), мы не видим причин для кардинального пересмотра взглядов инвесторов на привлекательность американского банковского сектора: по сути дела, для региональных банков (составляющих более 80% KBE) остался лишь один значительный катализатор роста (повышение «коротких» ставок), который, вероятно, начнет играть важную роль не ранее чем через год.

Динамика прогнозов по EPS (T+1) по 15 крупнейшим банкам (в % от оценки на начало года).



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Рост котировок только за счет мультипликаторов неустойчив

Начиная с лета прошлого года банки (КВЕ) прибавили порядка 30%, в то время как прогнозы EPS на 2013 и 2014 гг. (медиана по 15 крупнейшим банкам) показали значительно более слабую динамику: +0.1% для прогнозов на 2013 г., и -3.1% для прогнозов на 2014 г. По сути дела, весь рост происходил за счет увеличения мультипликаторов, которые для региональных банков отнюдь не являются низкими даже с исторической точки зрения, если принимать во внимание значительное снижение нормализованной рентабельности капитала банков и рост стоимости банковского капитала.

Мультипликаторы американских банков

Название	P/E				P/B		P/TB		ROE**				ROA**			
	Текущий*	2000-2006	2013е	2014е	Текущий*	2000-2006	Текущий*	2000-2006	Текущий	2000-2006	2013е	2014е	Текущий	2000-2006	2013е	2014е
Bank of America	13.3	11.7	12.0	9.2	0.61	1.96	0.94	3.18	1.3	17.5	5.0	6.3	0.19	1.34	0.54	0.69
JP Morgan Chase	8.1	14.7	8.7	8.2	0.93	1.67	1.25	2.55	10.7	9.9	10.5	10.4	0.92	0.63	0.93	0.92
Citigroup	11.2	14.3	10.0	8.8	0.75	2.68	0.89	4.12	4.1	20.7	7.3	7.9	0.40	1.49	0.76	0.85
Wells Fargo	10.4	16.9	10.0	9.5	1.33	2.81	1.33	4.25	13.2	17.9	13.0	12.7	1.38	1.61	1.40	1.40
US Bancorp	11.4	13.6	10.7	10.0	1.79	2.69	2.73	4.78	16.4	19.4	15.3	15.3	1.63	1.89	1.58	1.57
PNC Financial	11.1	13.6	9.9	9.5	0.97	2.31	1.39	4.41	8.3	16.8	8.8	8.6	1.05	1.53	1.14	1.13
SunTrust Banks	7.8	13.8	10.5	9.6	0.74	1.94	1.17	2.62	9.7	15.0	6.9	7.1	1.12	1.24	0.82	0.86
Capital One Financial	9.5	15.7	8.3	8.0	0.77	3.07	1.29	3.05	9.9	22.0	9.0	8.7	1.36	2.93	1.25	1.25
BB&T Corp	11.0	14.1	10.4	9.7	1.12	2.31	1.80	3.32	10.5	16.0	10.1	10.3	1.10	1.49	1.11	1.16
Regions Financial	10.4	12.7	9.7	9.3	0.75	1.66	1.14	2.65	7.1	13.5	7.0	6.8	0.90	1.27	0.95	0.94
Fifth Third Bancorp	9.6	21.1	9.8	9.5	1.07	3.75	1.31	4.27	11.8	17.9	10.7	10.3	1.32	1.75	1.20	1.14
KeyCorp	11.0	14.3	11.0	10.0	0.90	1.70	1.01	2.08	8.6	12.9	7.6	8.2	0.96	1.02	0.87	0.92
M&T Bancorp	12.2	17.1	11.9	11.1	1.33	2.16	2.15	4.17	10.8	13.5	10.6	10.2	1.28	1.34	1.27	1.30
Morgan Stanley	13.1	12.2	10.5	8.5	0.71	2.33	0.86	2.52	-0.2	19.9	6.5	7.5	-0.00	0.79	0.52	0.62
Goldman Sachs	9.6	14.9	10.3	9.5	1.00	2.46	1.07	2.72	10.7	19.6	9.5	9.5	0.80	0.90	0.72	0.73
Медиана	11.0	14.3	10.3	9.5	0.93	2.31	1.25	3.18	9.9	17.5	9.0	8.7	1.04	1.34	0.95	0.94

* Закрытие 16/04/13

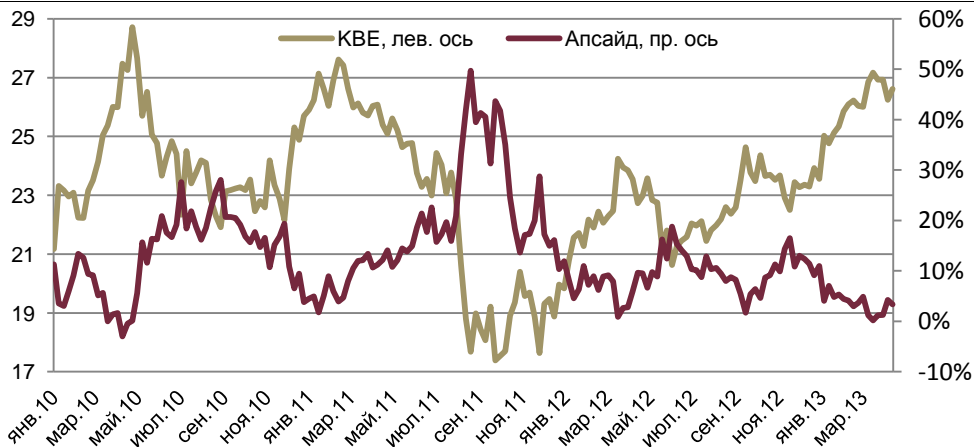
** Текущий - показатель за 2012 г.

Источник: Bloomberg, Arbat Capital

Низкий потенциал роста для большинства банков, входящих в КВЕ

Текущий потенциал роста для банков, входящих в КВЕ, составляет лишь 5.5% (медианный показатель), находясь на уровнях, с которых в 4 из 4 случаях за последние 3 года банки неизменно корректировались.

Динамика КВЕ и потенциала роста для банков, входящих в этот ETF (консенсус-прогноз Bloomberg)



Источник: Bloomberg, Arbat Capital

АРБАТ КАПИТАЛ

АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

Сергей Фундобный

начальник аналитического департамента
(стратегия)

(495) 780 01 11 (доб. 90-23)

Fundobny@arbatcapital.com

Михаил Завараев, CFA

ведущий аналитик
(финансовый сектор)

(495) 780 01 11 (доб. 90-54)

Zavaraev@arbatcapital.com

Инга Фокша

старший аналитик
(технологический сектор)

(495) 780 01 11 (доб. 92-22)

Foksha@arbatcapital.com

Виталий Громадин

старший аналитик
(нефтегазовый сектор)

(495) 780 01 11 (доб. 90-50)

Gromadin@arbatcapital.com

Артем Бахтигозин

аналитик
(горно-металлургический сектор)

(495) 780 01 11 (доб. 90-20)

Bahtigozin@arbatcapital.com

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ARBAT INVESTMENT SERVICES LTD

123001, г. Москва,
ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1

Тел.: (495) 783 30 50

Факс: (495) 783 30 49

e-mail: research@arbatcapital.com

Интернет

www.arbatcapital.com

ИНФОРМАЦИЯ ОБ ОГРАНИЧЕНИИ ОТВЕТСТВЕННОСТИ

Информация и мнения, содержащиеся в настоящей публикации, были подготовлены специалистами группы Arbat Capital (далее по тексту – «Arbat Capital») и предназначены исключительно для сведения клиентов компании.

Все написанное выше должно быть воспринято исключительно как общая информация. Информация не предназначена для консультирования и принятия решений в конкретных случаях. До принятия каких-либо решений мы рекомендуем проконсультироваться со специалистами в соответствующих областях.

Данный материал не является ни предложением по продаже, ни условием к предложению о покупке ценных бумаг, активов, инвестиционных услуг, консультационных услуг или любых других обязательных предложений для осуществления какой-либо деятельности.

Никаких гарантий в прямой или косвенной форме, в том числе обусловленных законодательством, в связи с указанной информацией не предоставляется. Arbat Capital не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения третьими лицами любой информации, размещенной в настоящем материале, и в безоговорочной форме отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные третьими лицами при воспроизведении такой информации.

Все цифровые и расчетные данные в настоящем материале приведены без каких-либо обязательств и исключительно в качестве примера финансовых параметров. Ни при каких обстоятельствах Arbat Capital не несет ответственности ни за какие убытки, включая реальный ущерб и упущенную выгоду, возникшие в связи с настоящим материалом, его использованием или невозможностью использования.

Несмотря на то, что мы приложили значительные усилия, чтобы сделать данную информацию как можно более достоверной и полезной, Arbat Capital не претендует на ее полноту. Любой потенциальный инвестор должен осознавать, что операции на рынке ценных бумаг могут повлечь финансовые потери. Ни прошлый опыт, ни финансовый успех других лиц не гарантирует и не определяет получение таких же результатов в будущем.