



Capital
Markets
Argentina

Financiero

Banco Macro 2T19

www.capitalmarkets.com.ar
Esmeralda 130 Piso 5 (1035) | 54 (11) 4320-1900

Fecha: 20/08/2019

AR\$ 178,80 / US\$ 32,32

Precio Estimado: AR\$ 278,50

Calificación

Market Performer

Rango de Precios (en AR\$)

Mín. 52 sem. Máx. 52 sem.

130,35 350,85

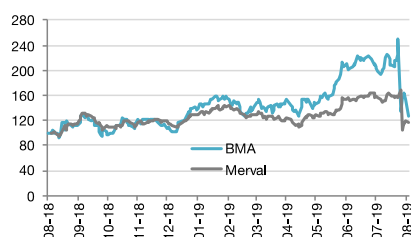
Variación %

Mínimo Máximo

37,2 -49,0

Precio BMA vs. Merval

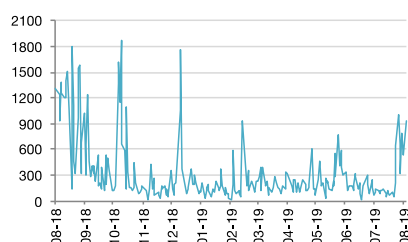
Último Año (100=Inicio del Período)



Fuente: Bloomberg

Volumen Diario

Último Año



Fuente: Bloomberg

	Margen Fin. (AR\$ M)	Res. Neto (AR\$ M)	EV/EBIT (x)	EPS (AR\$)	P/E (x)	P/BV (x)
2018	39.645	15.777	17,9	24,7	7,2	2,1
2019e	52.058	23.016	15,0	36,0	5,0	2,1
2020e	62.469	29.143	15,1	45,6	3,9	2,5

Acciones Emitidas (M)	639	Retorno Últ. Año	27,6%
ADRs Emitidos (M)	64	EPS (TTM)	36,7
Capitalización Bursátil (AR\$ M)	114.324	P/E (TTM)	4,9
Préstamos / Depósitos (%)	63%	P/BV (MRQ)	1,8
Valor de la Compañía (AR\$ M)	154.740	Dividend Yield	5,6%

Fuente: Estados contables de la compañía; Bloomberg.

Resultados Mixtos que Confirman Dependencia de Leliqs

Banco Macro (Buenos Aires/NYSE:BMA) presentó resultados mixtos en el 2T19. Si bien la utilidad supera en un 124% a la del 2T18, la misma es un 4% inferior a lo obtenido en el trimestre anterior, que incluyó la transacción de Prisma. Si excluimos dicha ganancia extraordinaria, la utilidad del 2T19 arroja un crecimiento trimestral del 37%.

Como viene sucediendo en los últimos trimestres, gran parte del crecimiento de los resultados se explica por el interés obtenido de las Leliqs, mientras que el margen financiero de la actividad de banca comercial muestra una evolución negativa. De esta manera, el resultado por títulos (+376% A/A; 57% T/T) representa hoy el 48% de los ingresos financieros del banco, mientras que los intereses por préstamos (41% A/A; 2% T/T) representan sólo el 46% y crecen a un ritmo muy inferior a la inflación.

Lo dicho tiene su correlato en el nivel de actividad. Mientras que los depósitos subieron un 4% en el último trimestre, el crédito al sector privado arrojó un crecimiento nulo. En cuanto a la calidad de cartera, la tasa de morosidad es del 2,1% (1,4% en 2T18; 2% en 1T19), con previsiones en torno al 116%.

Expectativas

Lo Bueno: Potencial de Largo Plazo

Como hemos argumentado en reportes anteriores, el sector bancario argentino en general presenta un menor tamaño relativo respecto del PBI que el promedio de América Latina y otros países en vías de desarrollo. Desde este punto de vista, el potencial de largo plazo se mantiene intacto.

Asimismo, en el caso puntual de Banco Macro, su amplia red de sucursales en todo el país, y el hecho de actuar como agente financiero de varios gobiernos provinciales, le otorga una doble exposición a las economías regionales, algo positivo en períodos de bonanza del sector agropecuario.

Lo Malo: Dependencia de Altas Tasas de Leliqs

Esto no quita que la actual incertidumbre político-económica en la Argentina se traduzca en un menor valor intrínseco del precio de la acción. Los recientes acontecimientos han implicado un aumento sin precedentes de las tasas de descuento aplicadas a activos locales, con especial énfasis en las acciones bancarias.

Como se ha mencionado, la rentabilidad del sector en 2018 y 2019 no se basa en su rol tradicional de banca comercial, sino en las posiciones de Leliqs a tasas inusualmente altas. Cualquier decisión gubernamental que modifique el actual esquema tendrá un fuerte impacto en los resultados.

Opinión: Escenario de Alto Riesgo Implica una Menor Valuación y Alta Volatilidad

El estancamiento del nivel de actividad, por un lado, y las tasas extraordinariamente altas de las Leliqs, por el otro, han creado una dependencia del sector bancario respecto de estos instrumentos en materia de rentabilidad.

Asimismo, el actual escenario de alta incertidumbre político-económica se refleja en una menor valuación intrínseca y una alta volatilidad del precio de la acción.

BMA 2T19

research-financiero@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

ANEXOS

Valuación por DCF

(AR\$ M)	2018	2019e	2020e	2021e
Resultado Neto	15.777	23.016	29.143	34.827
Provisión Cartera Irregular	1.112	1.624	1.299	1.126
Resultado por Valuación Títulos	473	1.599	480	566
Depreciación y Amortización	150	37	39	41
Flujo de Fondos Operativo	16.566	23.079	30.002	35.428
Fuentes de Fondos	109.794	67.150	76.748	84.367
Depósitos	93.825	59.489	68.412	73.171
Pasivos Financieros	15.969	7.662	8.336	11.196
Usos de Fondos	78.456	75.953	86.286	82.378
Préstamos	46.216	35.775	53.662	53.662
Títulos	31.430	39.278	31.633	27.626
CapEx	809	900	990	1.089
Flujo de Fondos Libres (FCF)	47.904	14.276	20.464	37.417
Valor Terminal (US\$)				3,0%
Costo del Equity (US\$)	26,60%	16,60%	16,40%	15,40%
FCF Descontado	47.904	13.196	16.223	25.484
Valor Presente del FCF	59.318			
Valor Presente del Valor Terminal	62.724			
Disponibilidades	96.427			
Valor de la Firma	218.469			
Deuda Financiera	40.416			
Valor del Equity	178.053			
Cantidad de Acciones (M)	639			
Precio Objetivo	278,50			

Fuente: Elaboración propia en base a datos de mercado y de la compañía.

BMA 2T19

research-financiero@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

Valuación Relativa

(AR\$)	GGAL	BMA	BBAR	BHIP	SUPV
Mercado					
Precio Acción Local	84,35	178,80	95,05	14,55	37,75
Cantidad de Acciones (M)	1.427	639	613	1.500	457
Capitalización de Mercado (M)	120.348	114.324	58.233	21.825	17.241
Volumen Diario Operado (M)	1,6	0,3	0,1	0,2	1,0
Retorno Últ. Año (%)	-3,8	27,6	-4,5	15,9	-33,2
Retorno YTD (%)	-18,3	9,1	-30,3	23,8	-40,4
Máximo Últ. Año	174,55	350,85	183,45	19,00	84,60
Mínimo Últ. Año	74,45	130,35	89,00	8,85	36,30
Ratios de Valuación					
P/E (ttm)	4,1	4,9	3,1	12,8	4,0
P/BV (mrq)	1,6	1,8	1,2	2,1	0,9
Dividend Yield (%)	1,7	5,6	1,7	1,1	1,8
Balance (últ. trimestre)					
Activos Totales (M)	586.567	401.032	392.892	83.822	166.145
Préstamos Totales (M)	262.174	178.851	186.616	39.414	74.082
Pasivos Totales (M)	526.323	338.296	344.082	73.328	146.750
Depósitos Totales (M)	409.171	284.259	285.202	29.617	112.638
Patrimonio Neto (M)	60.244	62.736	48.776	10.271	19.394
BV por Acción	52,9	98,1	79,6	6,8	42,5
Crecimiento Anual Préstamos (%)	21	15	33	-13	6
Crecimiento Anual Depósitos (%)	57	58	48	10	49
Calidad del Activo (últ. trimestre)					
NPL / Préstamos Totales (%)	4,6	2,1	2,7	13,3	5,1
Previsiones / NPL (%)	108,0	116,1	112,9	52,2	107,7
Sector Público / Act. Tot. (%)	27,2	24,2	20,6	22,7	27,1
Préstamos Tot. / Depósitos Tot. (%)	64,1	62,9	65,4	133,1	65,8
Resultados (últ. 12 meses)					
Margen Financiero (M)	13.051	52.327	37.815	990	7.335
Resultado Neto por Servicios (M)	12.085	12.738	6.799	3.933	5.346
Gastos Administrativos (M)	22.148	22.171	19.516	4.642	14.630
Resultado Neto (M)	25.559	23.451	18.732	1.703	4.334
EPS	20,51	36,68	30,58	1,14	9,49
Eficiencia (últ. 12 meses)					
Resultado Servicios / Gastos Adm. (%)	54,6	57,5	34,8	84,7	36,5
ROA (%)	4,4	5,8	4,8	2,0	2,6
ROE (%)	42,4	37,4	38,4	16,6	22,3

Fuente: Elaboración propia en base a datos de mercado y de las compañías.

Estados Financieros Anuales

(AR\$ M)	2018	2019e	2020e	2021e
Estado de Resultados				
Margen Financiero	39.645	52.058	62.469	74.963
Resultado Neto por Servicios	11.133	12.803	14.723	16.932
Gastos Administrativos	17.138	21.937	26.325	31.590
Resultado Antes de Impuestos	22.742	32.881	38.858	46.436
Impuesto a las Ganancias	6.965	9.864	9.714	11.609
Resultado Neto	15.777	23.016	29.143	34.827
ROA	4,6%	5,4%	5,7%	5,6%
ROE	28,9%	42,7%	63,5%	63,2%
Ratio de Eficiencia	65,0%	58,4%	55,9%	53,6%
Balance				
Disponibilidades	74.766	19.403	11.712	11.233
Títulos	67.220	106.498	138.131	165.757
Préstamos	178.875	214.650	268.312	321.975
Propiedad, Planta y Equipo	9.003	9.903	10.893	11.983
Total del Activo	342.883	428.603	514.324	617.189
Depósitos	237.954	297.443	365.855	439.026
Pasivos Financieros	39.982	47.644	55.980	67.176
Total del Pasivo	288.245	374.718	468.398	562.077
Patrimonio Neto	54.638	53.885	45.926	55.112

Fuente: Elaboración propia en base a datos de mercado y de la compañía.

BMA 2T19

research-financiero@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

Estados Financieros Trimestrales

(AR\$ M)	2T19	1T19	2T18	T/T	A/A
Estado de Resultados					
Margen Financiero	16.785	12.931	9.093	30%	85%
Resultado Neto por Servicios	3.391	3.310	2.711	2%	25%
Gastos Administrativos	7.217	5.229	3.993	38%	81%
Resultado Neto	7.032	7.343	3.137	-4%	124%
ROA	5,8%	5,0%	4,6%	84 bps	122 bps
ROE	37,4%	31,5%	25,0%	588 bps	1240 bps
Ratio de Eficiencia	47,0%	63,3%	67,9%	-1631 bps	-2091 bps
Balance					
Disponibilidades	96.427	75.309	50.310	28%	92%
Títulos	1.980	2.964	1.340	-33%	48%
Préstamos	178.851	177.717	155.621	1%	15%
Total del Activo	401.032	390.298	271.735	3%	48%
Depósitos	284.259	272.611	179.473	4%	58%
Pasivos Financieros	40.416	43.883	32.796	-8%	23%
Total del Pasivo	338.296	328.208	221.345	3%	53%
Patrimonio Neto	62.736	62.090	50.390	1%	25%
PN / Total del Pasivo	18,5%	18,9%	22,8%	-37 bps	-422 bps
Cartera Irregular / Préstamos	2,1%	2,0%	1,4%	9 bps	74 bps
Previsiones / Cartera Irregular	116,1%	119,2%	149,3%	-309 bps	-3316 bps
Exposición al Sector Público	24,2%	28,6%	17,7%	-445 bps	649 bps

Fuente: Elaboración propia en base a datos de mercado y de la compañía.

Graciela Cairolí
Director

Alejandro Quelch
Gerente de Research
aquelch@capitalmarkets.com.ar

Jaime Krause
Gerente de Asset Management
Portfolio Manager

Noelia Lucini, CFA
Fixed Income Strategy
Portfolio Manager

Nicolas Viveros
Analista Semi Senior de Renta Fija
nviveros@capitalmarkets.com.ar

Agustin Giannattasio, CFA
Analista Senior Renta Variable
agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

María Teresa Leiva
Analista de Macroeconomía
mleiva@capitalmarkets.com.ar

Juan José Guma
Analista
jguma@capitalmarkets.com.ar

Valeria Flores
Administrador Biblioteca Virtual
Asistente
vflores@capitalmarkets.com.ar

Dolores Jáuregui
Comunicación con Analistas Externos
Asistente
djauregui@capitalmarkets.com.ar

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de CMA para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El informe no tiene por objeto proveer los fundamentos para la realización de ninguna evaluación crediticia o de otro tipo. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables y/o instrumentos financieros mencionados en este informe y deberá basarse en la investigación personal que dicho inversor considere pertinente realizar. El presente no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Algunos de los valores negociables y/o instrumentos financieros bajo análisis pueden no estar autorizados a ser ofrecidos públicamente en Argentina. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que CMA considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y CMA no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación (económica, financiera o de otro tipo) relativa a los emisores descripta en este informe. CMA no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Ninguna persona ni funcionario de CMA ha sido autorizada a suministrar información adicional a la contenida en este informe. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Capital Markets Argentina S.A., Esmeralda 130, piso 5 (1035) Buenos Aires, Argentina. Tel. (54 11) 4320-1900, Fax (54 11) 4320-1935. Web Site: www.capitalmarkets.com.ar.