

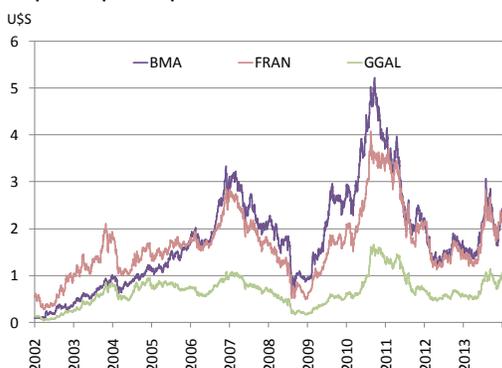
28 de Marzo de 2014

## Mercado Local

**BBVA Francés, Banco Macro y Grupo Financiero Galicia.**

El *Resumen Económico* de esta semana lo dedicaremos a los 3 bancos más importantes con oferta pública. Describiremos brevemente los resultados para el 2013 y analizaremos algunos múltiplos e indicadores financieros. Además de mostrar el atraso relativo de los bancos locales en relación a otros de la región, trataremos de dilucidar cuál de ellos se presenta como una mejor oportunidad.

Por la cantidad de información y para no escribir en demasía, presentamos varios cuadros a lo largo del reporte para resumir los principales puntos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

### Balace del 2013

En líneas generales, los tres bancos han presentado buenos balances para el 2013, fundamentalmente apoyados en los excelentes resultados del último trimestre.

BBVA Francés tuvo un resultado neto de \$2.174,1 millones, un 73% por ciento por encima del 2012. Los ingresos financieros crecieron un 40,5% mientras que los ingresos por servicios se incrementaron un 35,3%. Los ingresos por diferencias de cambio aumentaron un 210% gracias a la suba del 12,5% del dólar oficial durante el último trimestre. De esta manera, la ganancia por

acción alcanzó los \$4 bien por arriba de los \$2,3 del 2012. La cartera de préstamos creció un 28,1% (\$36.427), apoyados en el crecimiento de los préstamos al consumo (+41,2%) y de las financiaciones al segmento pymes (+34,3%). Con respecto al fondeo, los depósitos crecieron un 28,2% (\$43.778), apuntalados por el crecimiento de los plazos fijos (+39,5%) y en menor medida por los depósitos a la vista (+20%).

#### BBVA Francés

Estado de Resultados	2013	2012	%
Ingresos Financieros Netos	5.064,6	3.604,0	40,5%
Cargos por Incobrabilidad	-453,3	-256,3	76,9%
Ingresos por Servicios Netos	2.498,5	1.846,5	35,3%
Ingresos por Diferencias de Cambios	590,6	190,0	210,8%
Gastos de Administración	-3.882,0	-3.039,7	27,7%
Resultado Operativo	3.227,8	2.154,4	49,8%
Impuestos a las Ganancias	-1.056,7	-794,0	33,1%
Resultado Neto	2.174,1	1.254,8	73,3%
Resultado por Acción	4,00	2,30	73,9%

millones de pesos

Banco Macro tuvo un resultado neto de \$2.443,6 millones, un 63% por ciento por encima del 2012. La ganancia por acción fue de \$4,18, muy por encima de los \$2,56 del 2012. Los ingresos financieros crecieron un 40,6% mientras que los ingresos por servicios se incrementaron un 28%. Los ingresos por diferencias de cambio aumentaron un 108,8%. La cartera de préstamos creció un 25% (\$38.431), sobresaliendo los prendarios (+54%), los hipotecarios (+53%) y las financiaciones con tarjeta de crédito (+45%). Por otra parte, los depósitos crecieron un 20% (\$43.427), apoyados por el incremento de los plazos fijos (+35%) y los depósitos a la vista (+29%).

#### Banco Macro

Estado de Resultados	2013	2012	%
Ingresos Financieros Netos	5.732,0	4.076,8	40,6%
Cargos por Incobrabilidad	-540,0	-600,4	-10,1%
Ingresos por Servicios Netos	2.508,5	1.959,3	28,0%
Ingresos por Diferencias de Cambios	808,1	387,0	108,8%
Gastos de Administración	-4.015,4	-3.115,4	28,9%
Resultado Operativo	3.658,1	2.320,3	57,7%
Impuestos a las Ganancias	-1.332,9	-853,5	56,2%
Resultado Neto	2.443,6	1.493,6	63,6%
Resultado por Acción	4,18	2,56	63,3%

millones de pesos

Grupo Financiero Galicia tuvo un resultado neto de \$1.823,7 millones, un 36% por ciento por encima del 2012. La ganancia por acción fue de \$1,47 contra los \$1,08 del 2012. Los

ingresos financieros crecieron un 33,1% mientras que los ingresos por servicios se incrementaron un 32,5%. Los ingresos por diferencias de cambio aumentaron un 126,8%, pero en términos absolutos no ponderaron en los resultados (menos de \$24 millones). La cartera de préstamos creció un 28,9% (\$55.265), destacándose los ingresos por descuento de documentos (+79%), los cuales representan casi el 20% de los ingresos financieros. Con respecto a los depósitos, los mismos crecieron un 28,7% (\$51.395), principalmente por el incremento de los plazos fijos (+32%) y en menor medida por los depósitos a la vista (+24,7%).

#### Grupo Financiero Galicia

Estado de Resultados	2013	2012	%
Ingresos Financieros Netos	6.905,7	5.188,4	33,1%
Cargos por Incobrabilidad	-1.776,3	-1.347,3	31,8%
Ingresos por Servicios Netos	4.239,4	3.200,0	32,5%
Ingresos por Diferencias de Cambios	23,7	10,5	126,8%
Gastos de Administración	-7.428,3	-5.773,6	28,7%
Resultado Operativo	3.474,7	2.518,0	38,0%
Impuestos a las Ganancias	-1.232,0	-789,3	56,1%
Resultado Neto	1.823,7	1.336,2	36,5%
Resultado por Acción	1,47	1,08	36,5%

millones de pesos

Fuente: Elaboración propia en base a Reuters y últimos balances presentados.

Francés y Macro presentaron mejores desempeños durante el último ejercicio, sus resultados netos crecieron en torno al doble en relación a Grupo Financiero Galicia. En ambos casos, la mejor performance se explicó por el margen de intermediación financiera puro (ingresos financieros) y las ganancias derivadas de la suba de dólar. Los ingresos por servicios netos (principalmente comisiones) tuvieron una dinámica similar.

#### Atraso relativo 1: Argentina 2010

En los cuadros a continuación detallamos: precios en pesos, en dólares, Price/Earnings y precio sobre valor libros (P/VL). Algunas consideraciones son análogas para las 3 entidades:

A pesar de la buena recuperación de los precios a partir del segundo semestre de 2013, medidos en dólares todavía se

ubican un 35% por debajo del cierre de 2010 (en promedio).

En la misma dirección, tanto los P/E como los P/VL se encuentran por debajo de los niveles alcanzados en 2010.

FRAN	Precio (\$)	Precio (U\$)	Ganancia del Periodo (\$)	Variación Interanual	P/E	Cotización/Valor Libro
2007	5,69	1,81	235.049.000		14,6	193,4
2008	2,63	0,78	321.510.000	37%	5,7	82,2
2009	6,58	1,73	718.462.000	123%	9,2	165,5
2010	13,90	3,50	1.198.179.000	67%	7,8	249,9
2011	7,95	1,68	1.005.577.000	-16%	4,7	126,7
2012	11,50	1,70	1.263.679.000	26%	4,2	127,1
2013	20,35	2,04	2.024.244.000	60%	7,6	173,6
28/03/2014	26,15	2,41			6,9	196,2

\*Cálculos al 31 de diciembre del respectivo año

BMA	Precio (\$)	Precio (U\$)	Ganancia del Periodo (\$)	Variación Interanual	P/E	Cotización/Valor Libro
2007	6,64	2,11	495.200.000		11,1	207,4
2008	3,57	1,04	660.050.000	33%	4,2	99,9
2009	9,87	2,59	751.930.000	14%	9,2	205,4
2010	18,46	4,65	1.010.430.000	34%	11,9	298,9
2011	9,45	2,00	1.176.097.000	16%	5,1	126,0
2012	12,10	1,78	1.493.618.000	27%	5,1	124,6
2013	20,80	2,08	2.443.564.000	64%	6,5	161,1
28/03/2014	26,20	2,42			6,4	180,6

\*Cálculos al 31 de diciembre del respectivo año

GGAL	Precio (\$)	Precio (U\$)	Ganancia del Periodo (\$)	Variación Interanual	P/E	Cotización/Valor Libro
2007	2,27	0,72	46.037.000		47,0	177,4
2008	0,83	0,24	176.819.000	284%	5,5	58,0
2009	2,12	0,56	229.275.000	30%	12,6	133,1
2010	5,99	1,51	408.901.000	78%	28,0	330,0
2011	2,83	0,60	1.106.943.000	171%	3,8	111,1
2012	4,48	0,66	1.336.215.000	21%	4,2	124,1
2013	9,33	0,93	1.823.653.000	36%	7,4	191,7
28/03/2014	11,90	1,09			8,4	221,8

\*Cálculos al 31 de diciembre del respectivo año

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y Bolsar.

El atraso en las valuaciones en relación al 2010, a mi entender, tiene dos componentes. El primero es el aumento del riesgo país, los bancos no son ajenos al riesgo soberano, hoy casi 400pb mayor. El segundo es una macro bastante diferente, la coyuntura actual es más compleja. Es un sector pro cíclico y los pronósticos para el próximo año sin duda afectan las valuaciones, sobre esto volveremos más adelante.

#### Atraso relativo 2: América Latina

En relación a otros bancos de la región, las 3 entidades brindan varios atractivos. Tomando los P/E, Francés y Macro cotizan con un descuento del 55%, dicho de otro modo, los precios deberían subir un 55%

para tener un P/E de 10,5 (promedio de los bancos latinoamericanos de nuestra muestra). Para el caso de Galicia<sup>1</sup> el descuento es del 25%. Considerando el ratio P/VL, el descuento es muy pequeño en el caso de Francés y Macro (entre un 5 y 10%), mientras que Galicia no presenta un descuento.

El atractivo es más notorio en los ratios ROA (retornos sobre activos) y ROE (retornos sobre patrimonio). Francés y Macro presentan un ROE del triple y un ROA cuatro veces mayor en relación a los latinoamericanos seleccionados. En el caso de Galicia, estos indicadores duplican a los pares de la región<sup>2</sup>.

Por último, pero no menos importante, el ratio de apalancamiento (Activo/Patrimonio Neto) de Francés y Macro es significativamente menor al de la media de los vecinos, mientras que Galicia presenta uno similar.

		Cotización/ Valor Libros	P/E	ROE	ROA	Apalancamiento
Argentina	BBVA Francés	195%	6,9	51,4%	6,1%	8,2
	Macro	187%	6,6	45,8%	6,6%	6,9
	Grupo Fin. Galicia	219%	8,3	32,5%	2,9%	12,0
Promedio Argentina		200%	7,3	43,2%	5,2%	9,0
Brasil	Itau Unibanco	208%	8,9	20,6%	1,7%	12,3
	Bradesco	176%	8,9	17,0%	1,4%	11,3
	Santander Brasil	82%	8,07	6,3%	1,2%	5,4
México	Banorte	194%	13,6	14,9%	1,5%	9,4
Perú	Credicorp	246%	11,0	13,5%	1,4%	9,7
Colombia	Bancolombia	103%	11,1	14,3%	1,6%	10,5
	Banco de Bogota	259%	11,9	19,0%	2,3%	10,3
Chile	Banco de Chile	282%	11,3	23,9%	2,1%	11,4
Promedio America Latina		215%	10,6	16,2%	1,6%	10,0

Fuente: Elaboración propia en base a Reuters y últimos balances presentados.

## ¿Francés, Macro o Galicia?

Siguiendo los apartados anteriores, tanto los resultados del último balance como los múltiplos analizados (P/E, P/VL, ROA, ROE y Apalancamiento) le brindan una clara ventaja

<sup>1</sup> Hacemos referencia a Grupo Financiero Galicia, para abreviar utilizaremos Galicia.

<sup>2</sup> El ROA nos dice si la utilidad de la firma es suficiente para justificar la inversión inicial mientras que el ROE nos indica si la utilidad disponible para los accionistas es suficiente para justificar la inversión inicial del accionista en el negocio.

a Francés y Macro por sobre Galicia. Veamos otros puntos importantes a subrayar:

- Posición neta en moneda extranjera:* como mencionamos, la depreciación de la moneda local (12,5%) durante el 4to trimestre se tradujo en muy buenos resultados para las entidades dado su posición neta compradora. Esta dinámica se repetiría en el 1er trimestre del 2014 por la devaluación en torno al 22%. Macro y Francés serán los más beneficiados, ya que cerraron el 2013 con una posición neta en dólares de \$2.800 y \$2.500 millones, respectivamente. Galicia contaba con una leve posición neta vendedora, por lo que en principio no se beneficiaría. Sin embargo, el banco mantendría sus posiciones compradas a futuro fuera del balance, lo que le reportaría resultados positivos, pero probablemente en menor medida que sus competidores, al igual que el último trimestre de 2013. Vale remarcar que la comunicación A5536, que estableció un tope para la PGN positiva en moneda extranjera de los bancos al 30% de su RPC y los obligó a desarmar posición, fue posterior a la devaluación (salió el 4 de febrero).

- Liquidez:* Francés exhibió el ratio de liquidez más alto con el 32% (disponibilidades y títulos BCRA/activos totales), por encima de Macro (22%) y Galicia (17,6%).

- Calidad de la cartera:* Francés también mostró los mejores indicadores. El porcentaje de su cartera irregular es del 0,8%, contra el 1,7% y 1,8% de Macro y Galicia, respectivamente. El ratio de cobertura es muy superior al resto.

- Paritarias:* los gastos en personal rondan el 57% de los gastos totales para las 3 entidades, con lo cual los resultados de

las paritarias los afectarían de forma similar.

- **Fondeo no remunerado:** Francés tiene un mayor porcentaje de cuentas a la vista en sus depósitos totales (57%). En un escenario de alta inflación y suba de tasas, es una importante ventaja comparativa contar con un mayor porcentaje de depósitos no remunerados.
- **Negociación de opciones:** la acción de Grupo Financiero Galicia cuenta con un mercado líquido de opciones, una clara ventaja.

No obstante, estos nuevos desafíos no implicarían de por sí una retracción en los resultados. En estos días se conocieron algunos informes sobre la debilidad del sector ante la nueva coyuntura. Salvo que se presente una abrupta recesión o un escenario de corrida bancaria, improbable a mi juicio, creo que con una inflación en torno al 30% y con la mitad de su fondeo a tasa cero (cuentas a la vista) los bancos tienen bastante colchón para adaptarse al nuevo entorno.

**Juan Battaglia**  
Economista Jefe

Indicadores	FRAN	BMA	GGAL
Cartera de Depósitos	<b>43.778</b>	<b>43.427</b>	<b>51.395</b>
Plazos Fijos	<b>18.915</b>	<b>18.417</b>	<b>24.875</b>
Cuentas a la Vista	<b>23.944</b>	<b>18.404</b>	<b>24.366</b>
Cartera de Préstamos	<b>36.427</b>	<b>38.431</b>	<b>55.265</b>
Activos en Dólares/Activo	14%	16%	12%
Posición Neta en Moneda Extranjera	2.501	2.813	-687
Ratio de Cobertura	256,2%	149,1%	103,8%
Cartera Irregular	0,8%	1,7%	1,8%
Gastos en Personal/Gastos Totales	57,0%	58,6%	57,7%
Activos Líquidos/Depósitos	32,7%	22,0%	17,6%
Apalancamiento (Activos/Patrimonio)	8,2	6,9	12,0
ROA	6,1%	6,6%	2,9%
ROE	51,4%	45,8%	32,5%
Liquidez en Opciones	no	no	si

millones de pesos, datos al 31-12-13

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters y últimos balances presentados.

## Un 2014 repleto de desafíos

De nuestro análisis se desprende que BBVA Francés y Macro brindan una mejor oportunidad de inversión en relación a Grupo Financiero Galicia. A estos precios, y siguiendo los indicadores descriptos, a mi entender Francés se ubicaría levemente por encima de Macro.

Sin embargo, nuestro *Resumen* es una foto actual de los tres bancos y no la película hacia adelante. Por eso, será muy importante como se adecuen cada uno a un 2014 más complejo en relación a los últimos años. Adaptarse al incremento en el costo de fondeo y a la retracción del consumo privado serán los desafíos más importantes.