

10 de marzo de 2023

Banco Macro SA

En la semana presentaron balances los tres bancos cotizantes más grandes de la plaza local. La postura defensiva de las entidades financieras de los últimos años impacta directamente en una reducción de sus balances. Este efecto tuvo su mayor expresión en los balances de 2021 y los estados contables de los primeros seis meses de 2022 cuando se desató la corrida contra los títulos de deuda publica en pesos.

A partir de entonces, tras el intento de cambio de foco en las políticas monetarias y fiscales, como la fuerte suba de tasas de interés y aceleración del ritmo devaluatorio por parte del Banco Central, entre otras, tuvieron como resultado una leve recuperación en términos interanuales de los márgenes de intermediación, ratios de eficiencia, cotizaciones y múltiplos. Aun así, a pesar de la fuerte remontada de la bolsa local del último trimestre de 2022, los bancos mantienen un rezago en torno al 35% respecto del índice S&P Merval.



Fuente: Bloomberg.

Balance

En este *Resumen* nos focalizaremos en el balance de Banco Macro, y dejaremos para las próximas semanas el análisis de Grupo Financiero Galicia y BBVA Argentina.

Fue fundado en 1981 por las familias Brito y Carballo como una institución financiera no bancaria y con apenas 2 sucursales. A la fecha, es uno de los tres bancos cotizantes más grandes del país y el líder del sector minorista (tanto en individuos como en pequeñas y medianas empresas), cuenta con 471 sucursales en todo el país y con especial penetración en el interior. A su vez, el banco funciona como único agente financiero oficial en cuatro provincias (Misiones, Salta, Jujuy y Tucumán). A nivel nacional, ocupa el 5to puesto en activos y depósitos y el 6to en préstamos.

El 85% del fondeo del banco proviene principalmente de esta cartera de depósitos, los cuales se distribuyen el 49% en el segmento retail y el 39% en institucionales. Dichos fondos se encuentran en un 42% colocados en plazos fijos y un 43% en depósitos a la vista. El restante 12% proviene del Estado y del acceso del banco al mercado de capitales. Por el lado de sus préstamos privados, el 19% corresponde al segmento corporativo y el 80% al consumo.

Los ingresos financieros netos para el ejercicio 2022 fueron de \$498 mil millones con un incremento en términos constantes del 31% respecto de 2021. Por su parte, el resultado operativo se incrementó un 60% en términos interanuales hasta los \$291 mil millones.

EE.RR 4T 2022 (Mill. Ps.)	BMA	Var i.a.	BBAR	Var i.a.	GGAL	Var i.a.
Activo	1.943.454	-7%	1.958.837	-2%	3.385.145	3%
Pasivo	1.577.960	7%	1.592.953	-6%	2.775.800	4%
Patrimonio Neto	512.495	10%	365.884	16%	609.345	3%
Ingresos Financ. Netos	131.295	36%	119.149	44%	195.797	30%
Ingresos por Int y Comis	100.668	16%	106.072	62%	45.655	53%
Mg Neto interm. (NIM)	26%	330 pb	32%	1.100 pb	21%	57 pb
Resultado Operativo	78.182	79%	61.688	81%	96.601	45%
Resultado Neto	16.614	-19%	17.100	84%	22.283	27%
ROA Trim Anualiz	3%	(110) pb	4%	180 pb	3%	71 pb
ROE Trim Anualiz	17%	(160) pb	19%	760 pb	15%	286 pb
Resultado por Acción	26	-19%	28	88%	15	27%
Cap Mercado Mill. USD	2.026	13%	1.999	49%	3.669	31%
P/E	11,1	208%	6,8	12%	20,3	141%
Precio/Valor libro	93%	5200 pb	111%	3000 pb	143%	5400 pb
P/E - Promedio Sector	8,4	2,7	8,4	-1,6	8,4	11,9
P/VL - Promedio Sector	99,0%	(550) pb	99,0%	1.100 pb	99,0%	444 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances y IAMC.

millones. Aun así, resultado del ejercicio 2022 fue de \$43 mil millones, lo cual implica una caída del 19% respecto de 2021. Esto se debe principalmente a revaluaciones y aportes de capital en compañías asociadas y a un aumento del pago por impuesto a las ganancias a \$19 mil millones.

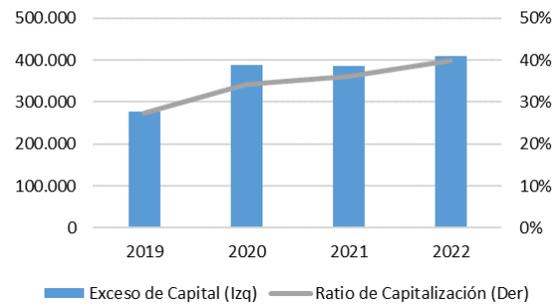
En cuanto al balance, comparándolo contra 2021, los depósitos se incrementaron un 13% hasta los \$1.295 mil millones. Las cuentas a la vista, o fondeo no remunerado, se mantuvieron estables en un 41% y aumentó la cantidad de cuentas remuneradas o plazos fijos en un 28%. A su vez, el banco mantuvo un 13% de los depósitos en moneda extranjera.

Respecto de las ratios de cobertura, BMA redujo su índice de cartera irregular a 1.25% y contrajo el ratio de cobertura de los depósitos a 152%. A su vez, aumentó levemente su ratio de capital regulatorio hasta el 40%, nivel excesivamente por encima del promedio regional de 15%. Por otro lado, mantiene elevados niveles de liquidez en un 95% de los activos y 46% de los préstamos.

Balance 2022 (Mill. Ps.)	BMA	Var i.a.
Activo	1.943.454	-7%
Pasivo	1.577.960	7%
Patrimonio Neto	512.495	10%
Ingresos Financ. Netos	498.224	31%
Ingresos por Int y Comis	373.314	17%
Mg Neto interm. (NIM)	26%	330 pb
Resultado Operativo	291.187	60%
Resultado Neto	43.046	-19%
Cartera de Depósitos	1.295.395	13%
Plazo Fijo	584.033	28%
Cuentas a la Vista	530.524	-4%
Dep. en USD/ Dep. Total	13%	(300) pb
Financi. Sec. Privado	596.418	-12%
Financi. Sec. Público	890.326	46%
Ratio de Calidad de Cartera	1%	(5) pb
Ratio de Cobertura	152%	(5790) pb
Ratio de Capital Reg. - Basilea III	40%	380 pb
TIER 1	37%	570 pb
Ptmos como % del Total dep	46%	(1360) pb
Activos Líq. como % del Total dep	95%	500 pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

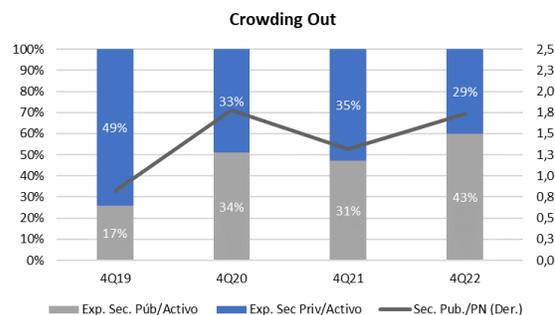
Capitalización Mill. Ps. Const.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Como mencionamos al inicio y desarrollamos en nuestro *Resumen* anterior ([Aqui](#)), el proceso de desplazamiento del sector privado por parte del público (crowding out) condiciona el funcionamiento del banco. Por el lado del activo, en comparación interanual los préstamos al sector privado caen un 12% y aumenta un 46% el destinado al sector público que ocupa un 43% de la capacidad prestable del banco, lo que en 2019 representaba solo un 17%.

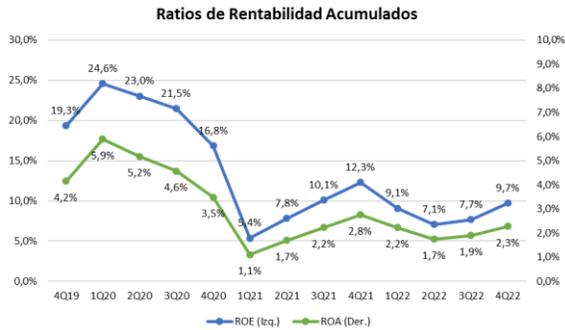
Asimismo, en 2019 la cantidad de préstamos al sector público sobre el patrimonio era de 0.8 veces y en la actualidad se ubica en 1.7 veces. En contrapartida, el sector privado paso de representar 2.4 a 1.2 veces el patrimonio neto del banco. En este sentido, el balance del banco se contrae. Al cierre del ejercicio 2022, el patrimonio neto representó 4.1 veces el activo comparado con un 5.2 en 2020.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

Como se observa en el cuadro a continuación, exceso de cobertura y la expulsión del crédito

privado llevó a una enorme compresión de los rendimientos.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances.

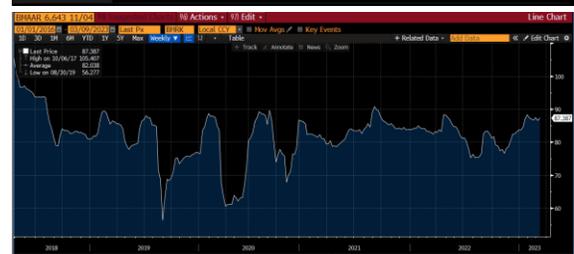
Renta Fija

Al cierre del presente balance, el banco posee activos en dólares a tipo de cambio oficial por USD 2.817 millones lo que implica una reducción del 18% respecto del ejercicio anterior. Por su parte, luego de haber cancelado en mayo de 2022 una obligación negociable (ON) por un valor nominal equivalente a USD 300 millones, los pasivos en dólares de la compañía alcanzaron los USD 1.496 millones, lo que implicó una reducción del 46% respecto de igual periodo de 2021.

En la actualidad, el banco tiene solo una ON hard dollar con legislación New York por USD 400 millones, con amortización íntegra al vencimiento en noviembre de 2026 y cupón anual fijo pagadero semestralmente de 6.643%. El mínimo de inversión es 150.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) cerca de 88%, tiene una TIR de 10.8% y duration de 3.17.

BMAAR 6.643 11/04/26

Bond Description		Issuer Description	
Pages			
Bond Info		Issuer Information	
Name: BANCO MACRO SA		FIGI: BBG00F2XRW85	
Industry: Banking (BCLASS)		ISIN: USP1047AF42	
Reg/Tax: Security Information		ID Number: QZ9800447	
Mkt Iss: EURO-DOLLAR		Bond Ratings	
Ctry/Reg AR	Currency USD	Moody's	Ca
Rank Subordinated	Series REFS	Fitch	C+
Coupon 6.643000	Type Variable	Composite	C
Cpn Freq S/A		FIX SCR NAT	AA+(arg)
Day Cnt ISMA-30/360	Iss Price 100.0000	Issuance & Trading	
Maturity 11/04/2026		Aggregated Amount Issued/Out	
Impact CALL 04/10/23@100.00		USD	400,000.00 (M) /
Quick Links	Iss Sprd +546.30bp vs T 1 3/4 10/31/21	USD	400,000.00 (M)
ALL Pricing	Calc Type (1469)FIX-TO-VARIABLE BD	Min Piece/Increment	
ORD Qt Recap	Pricing Date 10/24/2016	150,000.00 / 1,000.00	
TDH Trade Hist	Interest Accrual Date 11/04/2016	Par Amount	1,000.00
CACS Corp Action	1st Settle Date 11/04/2016	Book Runner	GS,UBSINV
CF Filings	1st Coupon Date 05/04/2017	Reporting	TRACE
ON Sec News			
HDS Holders			
Send Bond			



Fuente: Bloomberg.

A su vez, también posee un segundo bono con legislación local, pagadero en pesos ajustados al tipo de cambio oficial por un total de USD 17 millones con amortización íntegra al vencimiento en mayo de 2024 y cupón fijo anual pagadero trimestralmente de 1.45%. El bono no tiene mínimos de inversión, pero tampoco liquidez.

Bond Description		Issuer Description	
Pages			
Bond Info		Issuer Information	
Name: BANCO MACRO SA		FIGI: BBG0176MVYN4	
Industry: Banking (BCLASS)		ISIN: ARBSUD560392	
Reg/Tax: Security Information		ID Number: BW3189479	
Mkt Iss: DOMESTIC		Bond Ratings	
Ctry/Reg AR	Currency USD	FIX SCR NAT	AAA(arg)
Rank Unsecured	Series E	Issuance & Trading	
Coupon 1.450000	Type Fixed	Amt Issued/Outstanding	
Cpn Freq Quarterly		USD	17,000.00 (M) /
Day Cnt ACT/365 NON-E	Iss Price 100.0000	USD	17,000.00 (M)
Maturity 05/02/2024		Min Piece/Increment	
Impact BULLET	Iss Sprd	1.00 / 1.00	
Quick Links	Calc Type (460)ACTUAL-FIXED RATE	Par Amount	1.00
ALL Pricing	Pricing Date 04/27/2022	Book Runner	ALLIARI,BALANZ
ORD Qt Recap	Interest Accrual Date 05/02/2022	Exchange	BUENOS AIRES
TDH Trade Hist	1st Settle Date 05/02/2022		
CACS Corp Action	1st Coupon Date 08/02/2022		
CF Filings			
ON Sec News			
HDS Holders			
Send Bond			

Fuente: Bloomberg.

En este sentido, el perfil de deuda de la compañía luce despejado. Si tomamos sólo la ON hard dollar, ésta representa el 27% de sus pasivos en dólares. Ahora bien, bajo un escenario de estrés financiero donde a la compañía se le restrinja por completo el acceso al mercado de cambios para pagar el bono y deba pagarlo vía CCL, la ON con vencimiento en 2026 naturalmente incrementa su peso en los pasivos totales.

Renta Variable

En la actualidad, el capital accionario del banco se encuentra distribuido en un 35% en manos de las familias fundadoras y un 36% tiene oferta pública (72% en el NYSE por medio de ADRs y el 28% en BYMA). Por último, el Fondo de Garantía Sustentabilidad de la ANSES tiene nada menos que un 29% del total.

A partir de la fuerte contracción en las cotizaciones del mercado luego las elecciones presidenciales PASO 2019 y las posteriores crisis económicas y sanitaria, hicieron que la cotización del ADR en el exterior llegara en junio de 2022 a USD 11, apenas 4 dólares por encima del mínimo de 2008. No fue hasta el cambio de expectativas de octubre 2022 que la cotización de BMA inicio una paulatina recuperación. A precios actuales, BMA se encuentra 72% por debajo de los valores pre-PASO 2019, mientras que el S&P Merval en USD CCL se encuentra 35% por debajo de su valor a agosto 2019.



Fuente: Bloomberg.

Asimismo, luego de una suba de más del 100% desde el reciente mínimo de junio 2022, BMA tiene una capitalización de mercado por USD 2.026 millones, cotiza con un precio sobre sus ganancias en torno a 11 veces y tiene un precio comparado a su valor contable del 93%, ratios acordes a los de compañías comparables del mercado local y levemente por encima de los promedios del sector.

Valuación Balance 2022	BMA	Var i.a.
Resultado por Acción	67,3	-19%
Resultado por ADR	3,8	-53%
Cap Mercado Mill. USD	2.026	13%
P/E	11,1	208%
Precio/Valor libro	93%	5200 pb
P/E - Promedio (BYMA)	8,4	2,7
P/VL - Promedio (BYMA)	99,0%	(550) pb

Fuente: Elaboración propia en base a datos de balances y IAMC

Dividendos y Perspectivas

Durante los años 2020 y 2021, el BCRA suspendió a entidades financieras el pago de los dividendos. En 2021 la compañía había destinado \$26.5 mil millones en concepto de dividendos. En enero de 2022, el Banco Central autorizó a las entidades a distribuir dividendos por el 20% de lo asignado y en 12 cuotas. A la fecha, el banco pudo cancelar el 74% de dicho importe, quedando pendiente \$13.3 mil millones. Adicionalmente, en abril de 2022, la compañía aprobó la distribución de dividendos por \$14.1 mil millones, que sujeto a la normativa vigente y sumados a los dividendos pendientes, restan por distribuir a valores actuales \$57.02 por acción.

El balance del banco se encuentra en una posición excesivamente defensiva, lo cual no es extraño en este contexto. Los riesgos de la macroeconomía local son múltiples y serán palpables sin oferta de dólares del campo debido a la sequía. Como mencionamos en nuestro informe anterior sobre bancos, consideramos oportuna las inversiones en estos activos, pero solo tomando de posiciones de largo plazo. Es en este sentido que nuestros fondos de Renta Variable y de Renta Fija tiene posiciones de Banco Macro. BBAR y BMA son los únicos bancos que los fondos de [CyC Administradora](#) mantienen en cartera.

Buen fin de semana.

juan@cucchiara.com.ar
manuel@cucchiara.com.ar
ian@cucchiara.com.ar
tomasmangino@cucchiara.com.ar