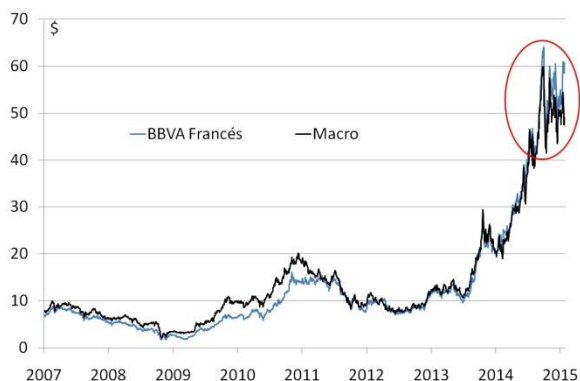


6 de Febrero de 2014

BBVA Francés vs Macro

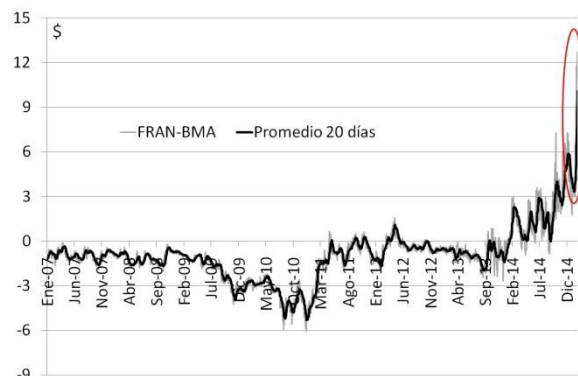
Los bancos locales vienen afrontando un escenario complejo y el 2015 no será la excepción. Al estancamiento económico de los últimos años, ahora debemos agregarle una serie de regulaciones que afectan de manera directa el negocio de intermediación. Hasta el momento, pudieron sortear positivamente los nuevos desafíos mientras el contexto inflacionario les continúa jugando a favor. En el *Resumen* de esta semana analizaremos comparativamente a BBVA Francés (en adelante Francés) y Macro, dos bancos con resultados bastante similares, aunque con algunos matices. Ambas acciones presentaron un excelente desempeño, Francés subió un 410% mientras que Macro escaló un 312% en los últimos dos años.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Sin embargo, como observa claramente en el gráfico a continuación, a partir de mediados de enero los precios se desacoplaron, Francés trepó unos centavos mientras Macro veía caer su cotización. El diferencial de precios llegó casi a \$12 el 22 de enero y en la rueda de ayer la brecha cerró en \$8,5, niveles inéditos. Repasando un poco, entre 2011 y mediados de 2013, Macro cotizó unos centavos por encima de Francés. A partir de entonces, la brecha fue creciendo pero a favor de Francés, que cotizó en promedio \$2 por arriba de Macro durante el 2014. Sin embargo, el diferencial de precios subió fuertemente cuando se conoció la suspensión a Macro Securities por la Comisión Nacional de Valores (en realidad unos días antes,

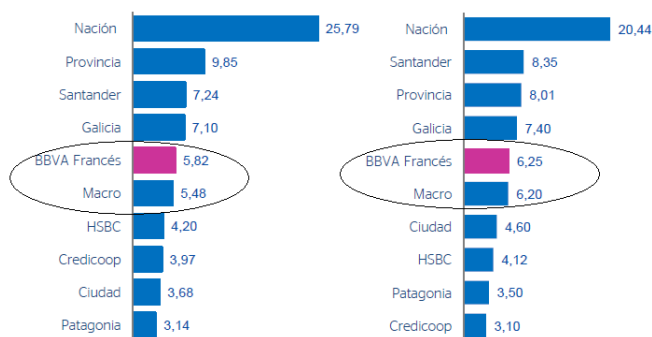
rumores siempre se filtran). Ya levantada la suspensión, la brecha persiste.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Algunas Comparaciones

Si bien el peso relativo de ambos bancos en el sistema es muy similar, los perfiles son distintos. Francés es más fuerte en el segmento corporativo y empresas, mientras que Macro está más focalizado en el segmento minorista a través de su gran red de sucursales. Los préstamos personales de este último tienen un bajo riesgo crediticio ya que se realizan mediante deducción de haberes.



Fuente: Presentación Institucional BBVA Francés.

Ambos bancos vienen navegando de buena forma la desafiante coyuntura. La recesión y la falta de certidumbre macroeconómica están afectando la demanda de crédito. Los préstamos crecieron por debajo de la inflación durante el 2014, achicando la industria financiera después de varios años de crecimiento. Por el lado de los depósitos, los mismos también vienen cayendo en términos reales. Tasas de interés que no

compensan la inflación y la dolarización de carteras como principal canal de ahorro no ayudan mucho a fomentar los depósitos bancarios. Sin embargo, la proporción de cuentas a la vista (cajas de ahorro y cuentas corrientes) crecieron como proporción de los depósitos totales. Con el cual, si bien el tamaño del negocio se achicó, los bancos se beneficiaron por el aumento del fondeo a tasa cero. Francés cuenta con una mayor proporción de depósitos a la vista en relación a Macro.

Indicadores	Banco Frances		Banco Macro	
	9M-2014	% anual	9M-2014	% anual
Cartera de Depósitos	49.643	13,4%	53.152	27,2%
Plazos Fijos	18.690	4,3%	21.575	22,7%
Cuentas a la Vista	25.786	17,9%	19.682	31,7%
Fondeo a la Vista / Depósitos	52%		37%	
Cartera de Préstamos	39.330	12,4%	41.587	13,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Balances Contables.

Ambos bancos pudieron incrementar los márgenes de intermediación –spread entre tasas activas y pasivas- en relación al mismo periodo del año anterior. El spread de Francés alcanzó el 15,9% mientras que el de Macro se ubicó en el 15,7%, mostrando en los dos casos un crecimiento interanual de 200 puntos básicos.

	Banco Frances		Banco Macro	
	3T-2014	3T-2013	3T-2014	3T-2013
Spread de Tasas	15,9%	13,7%	15,7%	13,7%

Fuente: Elaboración propia en base a Balances Contables.

En el acumulado del año hasta el tercer trimestre del 2014, las dos entidades mostraron sólidos resultados. Tanto los ingresos por intermediación como los ingresos por servicios (comisiones) presentaron importantes incrementos, más aun en el caso de Macro. Por otro lado, los gastos en administración vienen creciendo por encima del 40%, básicamente por el aumento de los gastos en personal. Los estados de resultados -como se puede ver en los cuadros a continuación- son muy similares, mostrando Macro un desempeño levemente superior a Francés durante el último tiempo.

BBVA Francés			
Estado de Resultados	9M-2014	9M-2013	%
Ingresos Financieros Netos	5.565,2	3.391,0	64,1%
Cargos por Incobrabilidad	-413,5	-297,3	39,1%
Ingresos por Servicios Netos	2.135,3	1.608,0	32,8%
Diferencias de Cambios	755,9	270,1	179,9%
Gastos de Administración	-4.078,8	-2.856,2	42,8%
Resultado Operativo	3.208,1	1.845,5	73,8%
Impuestos a las Ganancias	-1.145,0	-789,3	45,1%
Resultado Neto	2.390,1	1.160,3	106,0%
Resultado por Acción	4,5	2,2	106,0%

Macro			
Estado de Resultados	9M-2014	9M-2013	%
Ingresos Financieros Netos	6.307,4	3.496,3	80,4%
Cargos por Incobrabilidad	-450,5	-914,0	-50,7%
Ingresos por Servicios Netos	2.509,9	1.678,8	49,5%
Diferencias de Cambios	796,0	415,6	91,5%
Gastos de Administración	-3.933,4	-2.662,7	47,7%
Resultado Operativo	4.406,4	2.158,9	104,1%
Impuestos a las Ganancias	-1.646,6	-918,5	79,3%
Resultado Neto	2.904,5	1.490,2	94,9%
Resultado por Acción	4,9	2,5	94,9%

	Resultado Neto			
	BBVA Francés	a/a %	Macro	a/a %
2007	\$ 235		\$ 495	
2008	\$ 322	37%	\$ 660	33%
2009	\$ 718	123%	\$ 752	14%
2010	\$ 1.198	67%	\$ 1.010	34%
2011	\$ 1.006	-16%	\$ 1.176	16%
2012	\$ 1.264	26%	\$ 1.494	27%
2013	\$ 2.024	60%	\$ 2.444	64%
2014	\$ 2.390	18%	\$ 2.905	19%

Fuente: Elaboración propia en base a Balances Contables.

En el mismo sentido, los indicadores de rentabilidad continúan sólidos. Tanto el ratio de rentabilidad sobre activos (ROA) como la rentabilidad en relación al capital propio (ROE) se mantienen en altos niveles, varios puntos por encima de sus pares latinoamericanos ([ver acá](#)). Estos ratios también ponen a Macro muy levemente por encima de Francés.

	ROA		ROE	
	BBVA Francés	Macro	BBVA Francés	Macro
2007	1,2%	3,0%	11,4%	18,3%
2008	1,2%	3,4%	15,5%	23,4%
2009	2,7%	3,1%	24,6%	22,4%
2010	3,7%	3,3%	32,0%	24,3%
2011	2,6%	3,1%	26,0%	24,9%
2012	2,8%	3,4%	24,6%	24,1%
2013	3,5%	4,5%	28,3%	28,3%
2014	3,2%	4,4%	25,1%	26,6%

Fuente: Elaboración propia en base a Balances Contables. Acumulados primeros 3 trim.

Nuevos Desafíos para el 2015

Tanto Macro y Francés enfrentarán un 2015 con nuevos desafíos producto de las mayores regulaciones que afectan de manera directa los márgenes de intermediación. Para empezar, las líneas de créditos para la inversión productiva

continúan vigentes. En los próximos meses, el Banco deberán destinar, como mínimo, un monto equivalente al 6,5% de los depósitos del sector privado. Dado que estas líneas tienen tasas máximas inferiores al resto de la cartera de préstamos, los márgenes de intermediación se ven perjudicados. Otra resolución que afectó a los bancos fue la A5590, que fijó tasas máximas para los créditos prendarios y personales en 1,25 y 1,45 veces el rendimiento de las Lebac (90 días). Por último, mediante la Comunicación A5640, el Banco Central estableció tasas mínimas para los depósitos a plazo fijo de personas físicas cuyo importe no supere los \$350.000. Estas tasas están atadas a las Lebac (90 días), dando como resultado a la fecha un costo de fondeo 500 puntos básicos más alto en relación a la tasa promedio de los plazos fijos que paga el Banco. Como se puede observar, todas estas resoluciones pueden perjudicar los márgenes de intermediación en los próximos meses.

Algunos Ratios

Al igual que el resto de los bancos locales, Macro y Francés trabajan con menores niveles de apalancamiento en relación a la gran mayoría de los bancos latinoamericanos. Dicho en otras palabras, obtienen mejores resultados (ROA y ROE) con menos deuda y más capital propio. En este sentido, Macro muestra un menor apalancamiento que Francés.

Como remarcamos, los resultados netos de los bancos son muy similares. Con lo cual, el reciente desacople de precios provocó que los ratios de valuación de Macro muestren cierto retraso en relación a Francés. El P/E de Macro se ubica en 7,7 mientras el correspondiente a Francés roza los 10. Por otro lado, Macro cotiza en un 271% de su valor de libros mientras que Francés supera el 340%.

Ratios	BBVA Francés	Macro
Price/Earnings	9,95	7,69
Cotización/Valor Libros	340,15%	271%
Posición Neta en Moneda Ext (mill)	\$ 1.747	\$ 2.003
Apalancamiento	7,86	6,7

Fuente: Elaboración propia en base a Balances Contables.

Con respecto a la calidad de la cartera, Francés continúa exhibiendo los mejores indicadores del sistema. Tanto el ratio de cobertura (porcentaje de créditos morosos en cartera con respecto a las provisiones) como el ratio de calidad de cartera (medido como cartera irregular sobre cartera total) se mantienen en sanos niveles en ambas entidades.

Ratios	BBVA Francés	Macro
Calidad de la cartera	0,9%	1,9%
Cobertura	225,9%	138,0%
Activos Líquidos / Depósitos	39,3%	43,0%
Gastos en personal/Gastos totales	58,3%	57,4%

Fuente: Elaboración propia en base a Balances Contables.

Resumiendo

En las últimas semanas el precio de Macro y Francés se desacopló fuertemente a favor de este último. Como mencionamos a lo largo del informe, los resultados, el nivel de apalancamiento y los márgenes son muy buenos y parejos entre ambas entidades, quizás levemente mejores en Macro. La calidad de la cartera presenta niveles adecuados en ambos bancos, más en el caso de Francés. Por otro lado, la gran proporción de depósitos a la vista en un contexto inflacionario todavía juega a favor de la rentabilidad del sistema. En este caso, Francés se ve más favorecida dado su mayor proporción de fondeo a tasa cero. Resumiendo, la comparación es bastante pareja y creo que la brecha actual está más explicada por el riesgo político - reciente suspensión de Macro Securities- que otra cosa.