

9 de Enero de 2014

Grupo Financiero Galicia

Los bancos locales afrontarán el 2015 en un escenario complejo. Al poco dinamismo en el nivel de actividad de los últimos años, ahora debemos agregarle una serie de regulaciones que afectan de manera directa el negocio de intermediación. Hasta el momento, el sector pudo sortear de buena forma los nuevos desafíos mientras el contexto inflacionario le continúa jugando a favor.

El *Resumen Económico* de esta semana lo dedicaremos al Grupo Financiero Galicia. A pesar de la fuerte volatilidad de las últimas semanas, la acción del Grupo viene mostrando un excelente desempeño. El 2014 fue el tercer año consecutivo de alza, acumulando una suba del 137% en dólares (ADR Nueva York). Actualmente, el ADR cotiza en los niveles del 2010 pero con ratios de valuación más retrasados debido al incremento de los resultados del Grupo. Dicho en otras palabras, en dólares vale lo mismo que hace 4 años pero con ganancias contables significativamente mayores. El P/E se sitúa por debajo de 8 y el valor de cotización ronda el 250% del valor de libros, ambos ratios le brindan cierto atractivo al Holding.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Reuters.

Sólidos Resultados

El Grupo presentó un resultado neto de \$2.455 millones en los primeros tres

trimestres del 2014 (último balance presentado), mostrando un incremento interanual del 105%. Un 95% de las ganancias del Holding corresponden al Banco Galicia.

Los buenos resultados se explican por varios motivos. En primer lugar, hay que destacar los sólidos márgenes de intermediación. En el acumulado de los primeros 9 meses, los ingresos financieros superaron los \$14.789 millones (+62% interanual), mientras que los egresos financieros alcanzaron los \$7.550 millones (+78% interanual). Con lo cual, el margen bruto de intermediación fue de \$7.239 millones (+48% interanual). Este comportamiento se explicó básicamente por el sólido spread bancario (tasa promedio de los activos menos tasa promedio de los pasivos).

La tasa promedio de los activos en el 2014¹ fue del 26,7%, mostrando una suba interanual de 434 puntos básicos, gracias al incremento en la tasa de los títulos y de los préstamos al sector privado. A partir del segundo trimestre, el Banco duplicó su posición de letras y notas sacando beneficio del alza en las tasas de interés. Por el lado de los pasivos, la tasa promedio fue del 16,8%, mostrando un incremento interanual de 489 puntos básicos. Vale remarcar que del total de los depósitos en pesos del Banco (\$55.789 millones) el 47% son depósitos a la vista. Con lo cual, en un contexto donde la inflación ronda el 35% y los activos prácticamente sin riesgo (Lebacs) rinden el 28%, fondearse en gran proporción a tasa cero es un excelente negocio financiero.

En la misma dirección, los ingresos netos por servicios se ubicaron en \$2.162 millones, mostrando un crecimiento del 48% en relación al mismo periodo del año anterior, producto principalmente de las comisiones vinculadas a tarjetas de crédito y depósitos.

¹ Hasta septiembre

Las ganancias por diferencias de cotización también jugaron a favor. En el año, el Banco embolsó \$711 millones gracias a la devaluación de enero (incluyendo el resultado de las operaciones a término de moneda extranjera). En el futuro, las ganancias por potenciales devaluaciones del dólar oficial estarán limitadas por las comunicaciones A5536 y A5627 del BCRA. La autoridad monetaria dispuso nuevos límites a la posición global neta positiva de moneda extranjera, estableciendo un tope del 20% de la responsabilidad patrimonial computable.

Por último, la moderación en el ritmo de crecimiento de los gastos administrativos (+25% interanual) también apuntalaron los resultados. Gracias a una reducción en el personal de planta del 11%, los gastos administrativos vienen creciendo muy por debajo de los ingresos y la inflación. Vale remarcar que las erogaciones en personal representan más de la mitad de los gastos.

Estado de Resultados - Acum ene-sep	2014	2013	%
Ingresos Financieros Netos	4.948,0	3.106,2	59,3%
Cargos por Incobrabilidad	1.046,0	584,6	78,9%
Ingresos por Servicios Netos	2.162,2	1.453,3	48,8%
Ingresos por Diferencias de Cotización	711,4	101,9	598,1%
Gastos de Administración	3.648,7	2.925,6	24,7%
Resultado Neto por Intermediación	2.415,6	1.049,4	130,2%
Resultados Diversos	963,2	593,8	62,2%
Impuestos a las Ganancias	1.055,0	412,5	155,8%
Resultado Neto	2.323,8	1.230,7	88,8%
Resultado por Acción	1,79	0,99	80,3%

millones de pesos

Performance de la Cartera

Los préstamos al sector privado alcanzaron los \$64.218 millones, exhibiendo un incremento interanual del 23,6%. Como se puede observar, la cartera de préstamos viene cayendo en términos reales, poniendo en evidencia el poco dinamismo de la economía en general y del consumo privado en particular (los préstamos al consumo representan aproximadamente el 55% de la cartera). En la misma dirección, los depósitos crecieron un 25,6% y alcanzaron los \$55.798 millones. La intermediación financiera está creciendo por debajo de la inflación, a

contramano del comportamiento exhibido durante la mayor parte de la post convertibilidad. Sin embargo, como mencionamos, los márgenes continúan firmes. Vale remarcar que el peso del Banco Galicia dentro del sistema se mantuvo relativamente estable (8,7% de los préstamos y 8,8% de los depósitos).

Regulaciones y Rentabilidad

Durante 2015 la industria deberá navegar en un escenario de mayor regulación. 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 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.

Hasta el momento, el Banco pudo sortear las dificultades y continúa exhibiendo muy buenos ratios de rentabilidad. El retorno sobre el activo (ROA) se ubicó en el 4%, mientras que el retorno sobre el patrimonio neto (ROE) superó el 40%. Ambos indicadores se incrementaron en términos interanuales y se ubican por encima del promedio en relación a otros bancos en

Latinoamérica. El apalancamiento del Banco es de casi 11 veces (activos en relación al capital propio), en sintonía con los bancos de la región.

Alternativa de Inversión: Deuda del Banco

Si bien los bancos continúan siendo una opción interesante para incluir en una cartera de mediano plazo, no están ajenos a la gran volatilidad que está mostrando el mercado en la actualidad. Una alternativa interesante que brinda el Grupo Galicia son las Obligaciones Negociables. Tarjeta Naranja tiene deuda en dólares emitida al 2017 con un rendimiento del 7,5% y duration de un año. Banco Galicia emitió títulos en dólares al 2018 y 2019, con rendimientos cercanos al 8%, pero con mínimos de 150.000 nominales. Dada la solvencia financiera del Banco, conseguir tasas en dólares superiores al 7% luce bastante atrayente en el mundo actual.

Conclusiones

Los bancos se están adecuando de buena forma a un escenario más complejo. La caída en el nivel de actividad y las nuevas regulaciones que afectan los márgenes de intermediación son los principales desafíos. Por el momento los resultados y los balances se muestran sólidos. El tamaño del negocio (cartera de préstamos y depósitos) presenta una moderada tasa de crecimiento en relación a los años previos, pero los márgenes continúan firmes. La combinación de una inflación del 35% con casi la mitad de los depósitos a tasa cero es un excelente negocio financiero.

Para terminar, si bien la recuperación en el precio permitió dejar atrás la extremadamente retrasada valuación del Grupo Financiero Galicia, la acción todavía muestra ratios atractivos con un horizonte de mediano plazo. Al igual que el resto de las compañías, serán claves las medidas del próximo gobierno.