

5 de septiembre de 2025

Repaso del Sistema Financiero y Balance de Banco Macro S.A.

Antes de entrar en el análisis detallado de Banco Macro, repasemos brevemente los datos del sistema financiero para el primer semestre. Vale remarcar que la suba abrupta de la tasa real y la caída de los bonos en pesos tuvo lugar a partir de julio. Con lo cual, los peores datos del sistema financiero y los balances de bancos seguramente vendrán en el tercer trimestre del año.

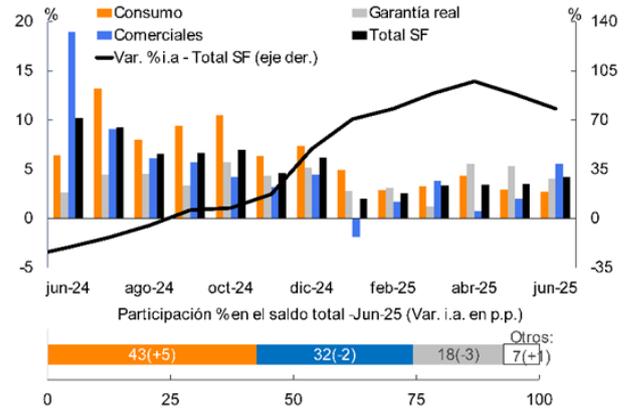
En la recuperación económica del primer semestre de 2025 observamos notorias tendencias macroeconómicas como la fuerte caída de la inflación y el atraso cambiario en conjunción con tasas reales positivas, entre otras. Dichas tendencias impactan de diversas maneras al conjunto de las entidades financieras generando fuertes cambios en sus balances y en su rentabilidad.

Principalmente, se pudo observar una fuerte recuperación de la capacidad prestable por parte de los bancos hacia el sector privado. De este modo, el saldo real del financiamiento al sector privado en pesos acumuló un crecimiento de 78,1% i.a., principalmente vía consumo. Asimismo, en el segmento de hipotecas se incorporaron entre agosto de 2024 y junio de 2025 aproximadamente 30.400 nuevos deudores o lo que representa un promedio mensual de 2.760 en comparación con un promedio de 392 para el periodo que va desde 2019 a 2023.

Por su parte, en lo que respecta al financiamiento en moneda extranjera, el saldo destinado al sector privado acumuló un incremento de 139,8% i.a.

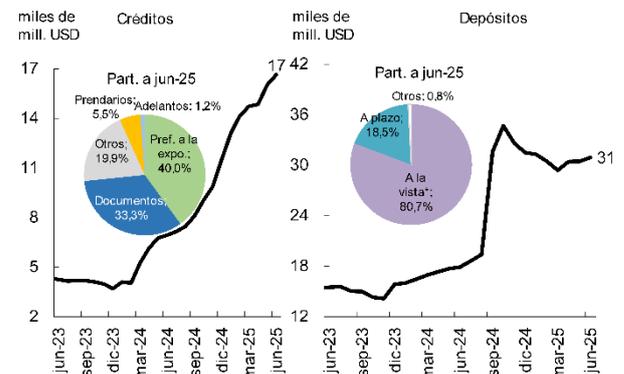
Saldo Real de Crédito al Sec. Priv. ARS

(variación mensual)



Fuente: BCRA.

Intermediación financiera en moneda extranjera al sector privado

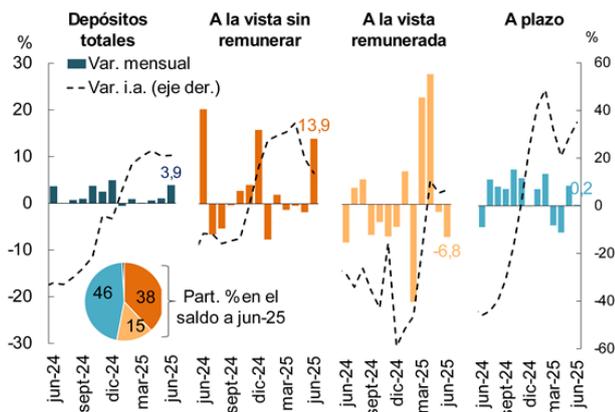


* Incluye los depósitos del Régimen de Regularización de Activos.

Fuente: BCRA.

Con relación al fondeo, a junio 2025 el saldo real de depósitos del sector privado en pesos acumuló un incremento de 20,5% i.a., con aumentos en todos los segmentos de depósitos. Por su parte, el blanqueo de capitales de finales de 2024 incrementó fuertemente la capacidad prestable en moneda extranjera que luego se fue contrayendo y se mantuvo en los últimos meses principalmente mediante vía emisión de obligaciones negociables. De este modo, al cierre de los 6M25, el saldo real de los depósitos totales (considerando todos los sectores y monedas) tuvo un aumento del 23,7% i.a.

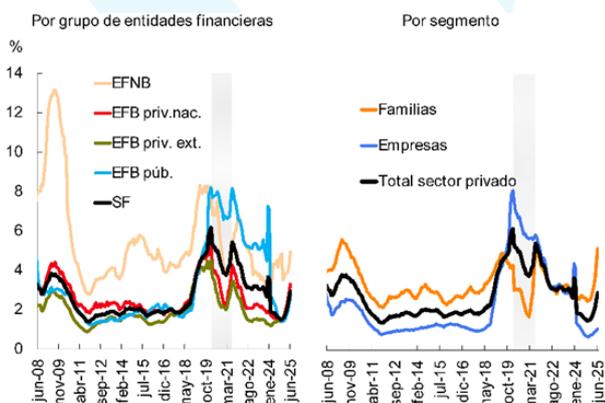
Saldo Real de Depósitos del Sec. Priv. ARS



Fuente: BCRA.

Al mismo tiempo, en conjunto con el aumento del crédito, el ratio de morosidad tuvo un incremento generalizado entre todos los grupos de entidades financieras, tanto bancarias como no bancarias. La cartera de mora del crédito a las familias alcanzó 5,2% hasta junio. Dado el incremento de tasas reales veremos seguramente una suba en la morosidad durante los próximos meses.

Ratio de Irregularidad del Crédito al Sec. Priv.



Nota: La zona gris corresponde al período de las medidas de alivio financiero (COVID-19).

Fuente: BCRA.

Por otro lado, al cierre de los 6M25 el sistema financiero presenta elevados niveles de provisionamiento, equivalente a 119% del saldo de crédito en situación irregular. A su vez, el indicador amplio de liquidez en pesos alcanzó 46,6% de los depósitos en pesos y el ratio de liquidez en moneda extranjera alcanza el 60,4% de los depósitos en dicha moneda.

Por su parte, al cierre de los primeros 6M25, los indicadores de solvencia para el conjunto permanecieron en niveles relativamente elevados. El ratio de integración de capital se ubicó en 28,1% y el exceso agregado de capital totalizó en 247%. A su vez, los niveles de apalancamiento superaron ampliamente el mínimo regulatorio del 3% requerido por el comité de Basilea. Los bancos grande argentinos están bien capitalizados

Hecha este breve repaso del sistema financiero, veamos los números de Banco Macro.

Banco Macro

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). Tras la fusión con banco Itaú en 2023, actualmente cuenta con 516 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 6to puesto tanto en cantidad de activos, como en préstamos y depósitos.

En cuanto a su estructura accionaria, el 37% del capital se encuentra en manos de los accionistas mayoritarios (los cuales representan el 41% del porcentaje de los votos), el 29% está en manos de ANSES y el restante 34% de las acciones tienen oferta pública tanto en BYMA como en NYSE, con un 12% y 22% respectivamente.

El 76% del fondeo del banco proviene principalmente de la cartera de depósitos, los cuales se distribuyen el 55% en institucionales y mercado de capitales, 37% en el segmento retail y 12% de fuentes estatales. Dichos fondos se encuentran en un 40% colocados en plazos fijos y un 60% en depósitos a la vista. Por el lado de

los préstamos privados, el 24% corresponde al segmento corporativo y el 75% al consumo.

Resultados 2Q25

En línea con el contexto actual desarrollado en la introducción, el banco redujo a la mitad la participación del sector público dentro del balance representando un 24.8% de los activos al cierre del 2Q25. En este sentido, los préstamos otorgados por el banco crecieron un 91% i.a. impulsados principalmente por el aumento de los préstamos al consumo. Esta capacidad prestable viene principalmente del aumento en la cartera de depósitos totales en un 13% i.a. y vía la colocación en el mercado de capitales por USD 530 millones que detallaremos más adelante.

Al cierre del trimestre, los préstamos como porcentaje del total de los depósitos alcanzó un 87%, 35pp más que en igual trimestre de 2024.

El banco aumentó ligeramente el apalancamiento alcanzando 4.1x veces el patrimonio neto. De este modo, los ingresos por intereses y comisiones se expandieron un 119% mejorando el margen neto por intermediación en 360 puntos básicos. En esta línea, los ingresos financieros de Banco Macro crecieron un 49% i.a. en términos constantes y dio vuelta un muy mal resultado neto del 2Q24, alcanzando al último cierre 149 mil millones de pesos.

Consecuentemente, en la comparación interanual, se expanden levemente los retornos del banco, el retorno trimestral sobre los activos anualizado (ROA) pasó de 1.8% a 2.4%, mientras que el retorno sobre el patrimonio neto anualizado (ROE) creció 190 pbs hasta 7.8%

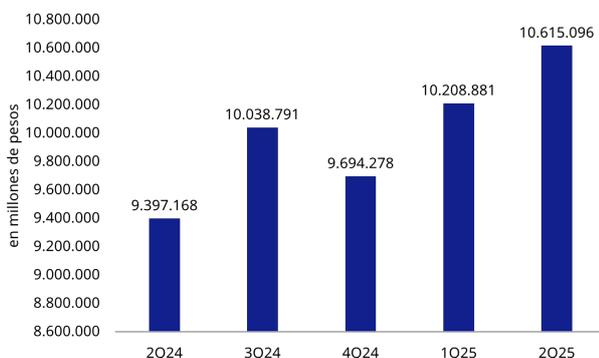
Sin embargo, la calidad de los activos se deterioró, ya que los préstamos morosos aumentaron hasta el 2,1 %. El banco prevé un mayor deterioro en el tercer trimestre de 2025 debido al entorno macroeconómico, que aumentará las provisiones y el coste del riesgo.

En esta línea, a pesar de aumentar la exposición para obtener mejores rendimientos, el banco mantiene altos sus niveles de cobertura empezando por un bajo apalancamiento antes mencionado, el ratio de capital TIER 1 de 29.9% y de Capital Regulatorio de 30.5%. Asimismo, el nivel de activos líquidos como porcentaje del total de los depósitos se encuentra en 67%.

Préstamos Sector Privado



Depósitos



Fuente: Cucchiara Research en base a balances.

Estados Contables 2Q25 (Mill. Ps.)	BMA	Var i.a.
Activo	18.457.043	13%
Pasivo	13.938.384	18%
Patrimonio Neto	4.518.659	1%
Apalancamiento (A/PN)	4,1	0,42
Ingresos Financ. Netos	956.224	49%
Ingresos por Int y Comis	877.305	119%
Mg Neto interm. (NIM)	23%	360 pbs
Resultado Operativo	448.826	226%
Resultado Neto	149.541	RN negativo
ROA Anualizado	2,4%	60 pbs
ROE Anualizado	7,8%	190 pbs
Cartera de Depósitos	10.615.096	13%
Plazo Fijo	4.830.021	49%
Cuentas a la Vista	4.676.666	7%
Dep. en USD/ Dep. Total	29%	19%
Financi. Sec. Privado	9.239.741	91%
Financi. Sec. Público	4.576.489	-35%
Ratio de Calidad de Cartera	2,1%	84 pbs
Ratio de Cobertura	140%	9.760 pbs
Ratio de Capital Reg. - Basilea III	30,5%	(520) pbs
TIER 1	29,9%	(411) pbs
Ptmos como % del Total dep	87%	3.550 pbs
Activos Líq. como % del Total dep	67%	(3.100) pbs

Fuente: Cucchiara Research en base a balances.

Renta Fija

Al cierre del 2Q25, Banco Macro posee activos valuados en dólares a tipo de cambio oficial por USD 3.470 millones lo que implica un incremento del 8% interanual.

Como mencionamos anteriormente, a fines de junio pasado tras la emisión de una nueva Obligación Negociable (ON) el banco se hizo de un nuevo fondeo via el mercado de capitales. La colocación fue en primera instancia por USD 400 millones. A su vez, el banco cuenta con otra ON con vencimiento en noviembre de 2026 por USD 400 millones. De este modo, al cierre del trimestre, los pasivos valuados en dólares de la compañía alcanzaron los USD 3.652 millones un crecimiento del 22% interanual. El fondeo via mercado representa el 21% del total de los pasivos.

A su vez, tras el cierre de los estados contables bajo análisis, BMA hizo una reapertura de la última emisión agregando otros USD 130

millones más y totalizando un outstanding de USD 530 millones. Estos ingresos se utilizaran para pagar la deuda anterior y despejando así su perfil de vencimientos.

Esta ON hard dollar no garantizada tiene legislación New York, amortización íntegra al vencimiento en junio de 2029 y cupón anual fijo pagadero semestralmente de 8%. El mínimo de inversión es 1.000 nominales. El bono cotiza clean (cable) cerca de 99.5%, tiene una TIR de 8.15% y duration de 3.16

BMAAR 8 06/23/29

Bond Description		Issuer Description		Identifiers	
Bond Info		Issuer Information		Identifiers	
13 Bond Info	Name	BANCO MACRO SA	FIGI	BBG01VL9N3Z7	
13 Addl Info	Industry	Banking (BCLASS)	ISIN	USP1047VAL10	
13 Reg/Tax	Security Information		ID Number	YNS184976	
14 Covenants	Mkt Iss	EURO-DOLLAR	Bond Ratings		
15 Guarantors	Ctry/Reg AR	Currency USD	Moody's	Caa1	
16 Bond Ratings	Rank	Sr Unsecured	Series	REGS	CCC+
17 Identifiers	Coupon	8.000000	Type	Fixed	Composite
18 Exchanges	Cpn Freq	5/Y	Iss Price	99.16300	
19 Inv Parties	Day Cnt	ISMA-30/360	Maturity	06/23/2029	
20 Fees, Restrict	COUPONS	MAKE WHOLE @50.000 until 05/23/29/ CALL 05/...	Aggregated Amount	Issued/Out	
21 Schedules	Yield	8.250	USD	530,000.00 (M) /	
22 Coupons	Calc Type	(1)STREET CONVENTION	USD	530,000.00 (M)	
23 Sustainability	Pricing Date	06/17/2025	Min Piece/Increment	1,000.00/ 1,000.00	
24 Quick Links	Interest Accrual Date	06/23/2025	Par Amount	1,000.00	
25 ALLQ Pricing	1st Settle Date	06/23/2025	Book Runner	BofA_JPM	
26 GRD Qt Recip	1st Coupon Date	12/23/2025	Reporting	TRACE	
27 TDH Trade Hist					
28 OACD Corp Action					
29 CF Filings					
30 CN Sec News					
31 HDS Holders					
32 Send Bond					



Fuente: Bloomberg.

Renta Variable

Tras el terminado rally del mercado local desde mediados de 2023 hasta finales de 2024, el ADR del banco pasó de cotizar a un mínimo de USD 17 hasta un máximo de USD 115. Actualmente, tras siete meses de contracción, los ADR cotizan con un descuento desde el máximo de 51% a USD 58. Dado que el segmento bancario representa el 40% del S&P Merval, la suerte de la bolsa local no escapa de lo que le suceda al sector. En este sentido, el índice también tiene un castigo de 38% desde máximos de USD 2.340 a principios de enero 2025.



Fuente: Bloomberg.

BMA tiene una capitalización de mercado por USD 3.703 millones. Cotiza con un precio sobre sus ganancias en torno a 11 veces y tiene un precio comparado a su valor contable del 112%, ratios mas conservadores que los de compañías comparables del mercado local y múltiplos levemente por encima del sector.

Multiplos - Comparables	BMA	BBAR	GGAL
Apalancamiento (Activo/PN)	4,1	6,6	5,4
Ratio de Mora	2,1%	2,3%	3,3%
Ratio de Capital Reg. - Basilea III	30,5%	18,4%	22,4%
Capital TIER 1	29,9%	18,4%	23,2%
ROA	2,4%	1,5%	1,9%
ROE	7,8%	9,6%	9,5%
Cotización BYMA	7.930	5.620	5.420
Cotización ADS NYSE	58,2	12,4	39,5
Resultado por Acción - LTM	672	561	744
Resultado por Acción ADR - LTM	5,6	1,4	6,2
Capitalización Mdo (USD MM)	3.703	2.518	6.363
P/E	11,8	10,0	7,3
P/VL	112%	117%	126%
P/E - Prom. Bancos	9,7	9,7	9,7
P/VL - Prom. Bancos	118%	118%	118%

Fuente: Cucchiara Research en base a datos de balances, BYMA y NYSE al 3/9/2025.

Dividendos

Banco Macro tiene una buena política de pago de dividendos que sólo fue interrumpida durante los años 2020 y 2021 debido a que el BCRA suspendió a todas entidades financieras la distribución de utilidades. En junio de 2025, el banco obtuvo autorización e informó que pagará dividendos por la suma de 300.000 millones de pesos en 10 cuotas iguales y consecutivas y ajustados por IPC.

Perspectivas

El banco mantiene una excesiva cautela respecto a su apalancamiento y cobertura, que nos da tranquilidad frente a los desafíos macroeconomicos que se pueden presentar. Nos parece un buen bono, con duration corta apenas superior a 3 años y rendimiento arriba del 8%, dando un spread de 475pb sobre la curva norteamericana, muy atractivo. Con respecto a la acción, tenemos una leve preferencia por Galicia dado que su negocio tiene mayor diversificación. Sin embargo, en estos precios la acción de Macro también nos resulta muy atractiva.

Buen fin de semana.

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmandino@cucchiara.com.ar

Jonathan Rung
jonathan@cucchiara.com.ar