



Informe sobre Banco Macro

Primer Trimestre 2011

02/06/2011

Analista: Lic. Sabrina Lernik

slernik@maxinver.com

El presente informe tiene por objetivo realizar un análisis del ejercicio finalizado el 31 de marzo de 2011 de Banco Macro.

Banco Macro

Análisis del ejercicio finalizado 31 marzo 2011

En cuanto al ejercicio finalizado el 31 de marzo de 2011, los aspectos a destacar son los siguientes¹:

- La utilidad neta sobre activos en el primer trimestre de 2011 se redujo un 13% respecto al cuarto trimestre de 2010, y la utilidad neta sobre el patrimonio neto sufrió una disminución del 12%.

	I trim. 2011	IV trim. 2010	Variación
Rdo. del Ej* / Activo (ROA)	0,8%	0,9%	-13%
Rdo. del Ej* / PN (ROE)	6%	7%	-12%

*Resultado después de impuesto a las ganancias

- La liquidez del banco se redujo un 4%, alcanzando los 4.110 millones de pesos. Cabe destacar que la relación disponibilidades-depósitos muestra una disminución sostenida desde el cuarto trimestre de 2009.

	IV trim 2009	I trim 2010	II trim 2010	III trim 2010	IV trim 2010	I trim 2011
Efvo y sus equivalentes*	4.139.611	4.448.526	3.895.235	4.083.122	4.548.311	4.934.761
Disponibilidades	4.139.406	4.332.743	3.715.780	3.917.438	4.295.882	4.109.028
Títulos Públicos y privados**	205	115.783	179.455	165.684	252.429	825.733
Depósitos*	16.536.652	17.260.699	18.865.412	19.824.472	20.908.044	22.311.346
Efvo y equivalentes/ Depósitos	25%	26%	21%	21%	22%	22%
Disponibilidades/ Depósitos	25%	25%	20%	20%	21%	18%

* Cifras en miles de pesos

** Comprende a los títulos públicos y privados que tienen mayor liquidez (vencimiento menor a 90 días)

- La totalidad de los títulos públicos y privados (tanto los de corto como los de mediano y largo plazo) sufrieron una disminución del monto invertido del orden del 17%. El rendimiento anualizado de los mismos se redujo en 3 puntos porcentuales respecto al cuarto trimestre 2010, alcanzando el 13,8%, mientras que en el primer trimestre de 2010 su rendimiento superaba el 24%. Cabe destacar que las tenencias registradas a valor razonable de mercado, que son las que experimentan una mayor volatilidad en su precio, constituyen solo un 5% del rubro.
- Los préstamos aumentaron en 7%. Dentro de este rubro, tanto los préstamos por adelantos como los documentos, sufrieron una disminución en su rendimiento anual acompañado por un aumento de su stock trimestral promedio. En contraste a lo antedicho, los préstamos hipotecarios, tarjeta de crédito y "otros préstamos" tuvieron un aumento de su rendimiento anual, el cual fue acompañado por un incremento de su stock trimestral promedio.

¹Datos del ejercicio finalizado el 31 de marzo de 2011 respecto al finalizado el 31 de diciembre de 2010.

- La previsión constituida en el rubro préstamos fue superior al riesgo de la cartera comercial y la de consumo y vivienda. Dicho riesgo fue del 2% en el cuarto trimestre de 2010 y de 1,6% en el primer trimestre de 2011.

	31/03/2011	31/12/2010	Variación
Activos-Rubros con devengamiento de intereses*	21.815.249	21.924.163	-0,5%
Títulos Públicos y Privados	3.215.082	3.886.957	-17%
Préstamos	15.775.012	14.699.591	7%
Otros Créditos por Intermediación Financiera	2.569.838	3.095.285	-17%
Créditos por arrendamientos financieros	255.317	242.330	5%

* Cifras en miles de pesos

- Analizando el pasivo, se puede observar un crecimiento de los depósitos del 7%, alcanzando los 22,3 miles de millones de pesos.
- El stock promedio trimestral de depósitos en plazo fijo creció en 4 puntos porcentuales, mientras que su costo anual cayó al 11,8%.

	31/03/2011	31/12/2010	Variación
Pasivos-Rubros con devengamiento de intereses*	23.730.172	22.267.343	7%
Depósitos	22.311.346	20.908.044	7%
Otras Obligaciones por Intermediación Financiera	794.071	760.829	4%
Obligaciones Negociables Subordinadas	624.755	598.470	4%

* Cifras en miles de pesos

- La Asamblea de Accionistas celebrada el 26 de abril de 2011 decidió aprobar la prórroga del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables y ampliar el monto máximo de dicho Programa de USD 700 millones a USD 1.000 millones, o su equivalente en otras monedas.

Obligaciones Negociables	Valor de Origen (USD)	Valor Residual al 31/03/2011 (USD)	31/03/2011	31/12/2010
Subordinadas - Clase 1	150.000.000	150.000.000	624.755	598.470
No Subordinadas - Clase 2	150.000.000	106.395.000	437.220	437.986
No Subordinadas - Clase 3	100.000.000	63.995.000	203.774	198.478

- El patrimonio neto del ente se incrementó en un 6% en el primer trimestre de 2011 respecto al cuarto trimestre de 2010.

	31/03/2011	31/12/2010
Patrimonio Neto*	4.410.495	4.152.842
Capital Social	594.485	594.485
Primas de emisión de acciones	398.750	398.750
Ajustes al patrimonio	4.511	4.511
Reserva Legal	764.140	764.140
Reserva Facultativa	211	211
Rdo No Asignados	2.648.398	2.390.745

*Cifras en miles de pesos

- El ratio "Price-Earnings" (P/E) del banco, tomando el primer trimestre para su cálculo, supera los 8,2 años. Al utilizar los últimos cuatro trimestres (desde el segundo trimestre de 2010 al primer trimestre de 2011), el ratio supera los 8,3 años. Dado que, por lo general, la tendencia de las utilidades no suele ser muy volátil, el cálculo del P/E no difiere de manera considerable entre uno y otro cálculo.

Cantidad de acciones:	
Ordinarias escriturales A	11.235.670
Ordinarias escriturales B	583.249.498
Valor de Mercado de cada acción	
Ordinarias escriturales A*	12,20
Ordinarias escriturales B**	14,35
Valuación de Mercado***	8.506.705
Resultado I trim 2011***	257.653
P/E	8,25

*Cotización al 07/04/2010, dado que fue la última vez que cotizó.

**Cotización al 31/05/2011

***Cifras en miles de pesos

- La Asamblea de Accionistas celebrada el 26 de abril de 2011 decidió aprobar el pago de dividendos en efectivo sobre resultado del ejercicio 2010 por \$505.312.393 (\$0,85 por acción), lo cual equivale al 6% del valor de mercado del ente. Dicha distribución impactará en el segundo semestre de 2011. La misma no estuvo sujeta a la retención del 35% por Impuesto a las Ganancias (impuesto de igualación), dado que los dividendos distribuidos no superaron las ganancias netas impositivas del ejercicio para aplicar esta norma.
- En el año 2010 se han distribuido dividendos por 208 millones de pesos sobre los resultados del año 2009, los cuales representan un 2% de la valuación de mercado del banco.
- Es importante destacar que, el haber repartido dividendos durante el ejercicio, hace que los mismos dejen de ser dinero disponible para prestar con su consecuente impacto en ingresos. Esto incidirá en alrededor de un 5% al 6% de las utilidades promedio.
- Analizando los resultados, los ingresos financieros no variaron, mientras que los egresos financieros se incrementaron en un 3%, resultando en un menor margen de intermediación.
- Dentro de los ingresos financieros, los resultados netos de títulos públicos y privados disminuyeron un 20% superando los 152 millones, mientras que los resultados por préstamos garantizados disminuyeron un 88% rozando los 4,9 millones. Por otro lado, los

intereses por préstamos con tarjeta de crédito, cuyo monto fue de 67 millones, mostraron un incremento en el orden del 29%, mientras que los intereses por “otros préstamos” sufrieron un aumento del 10% alcanzando los 422 millones de pesos.

- En cuanto a los egresos financieros, los intereses por depósitos a plazo fijo aumentaron un 3%, alcanzando los 240 millones de pesos. A su vez, los “otros egresos financieros” aumentaron un 9%, alcanzando los 52 millones.
- El cargo por incobrabilidad se redujo un 67%, lo cual se alinea con la disminución del riesgo de la cartera comercial y la de consumo y vivienda. Sin embargo, dicho cargo por incobrabilidad mostró un aumento en el orden del 13% respecto al primer trimestre del año 2010.
- Tanto los ingresos por servicios como los egresos por servicios, aumentaron un 11% y 5% respectivamente. El crecimiento de los primeros se debió al incremento de las comisiones cobradas por cuentas de depósito y las de tarjeta de débito y crédito.
- Los gastos de administración disminuyeron un 7%. Dicha disminución se produjo por una disminución de los gastos de personal en un 4%, otros honorarios en un 5% y gastos en propaganda y publicidad en un 38%.
- El gasto en personal aumentó en el cuarto trimestre de 2010 respecto al tercer trimestre 2010 en 50 millones de pesos, dado que en diciembre se constituyó una provisión para el pago de gratificaciones. Al excluir la provisión antedicha por no ser recurrente, los gastos en personal del cuarto trimestre muestran un incremento del 4% respecto al tercer trimestre. Este aumento contiene el impacto de la adquisición de Banco Privado y el consiguiente pago a sus empleados por 5,5 millones y del SAC proporcional por el pago por única vez realizado en octubre por 8 millones. En el primer trimestre de 2011 se contrajo el gasto en personal por la provisión antedicha. Además, en el primer trimestre de 2011, se efectuó un pago total por 22 millones (\$1.000 por empleado por mes) a cuenta del futuro aumento que se termine acordando con el sindicato.
- Las mencionadas variaciones de los ingresos y egresos por servicios y de los gastos de administración conducen a una mejora de la relación (Ingresos netos por servicios-Gastos de administración).

	I trim 2011	IV trim 2010	III trim 2010	II trim 2010	I trim 2010
Ingresos serv. / Egresos por serv.	5,05	4,82	4,51	4,48	4,44
Ingresos serv. / Gastos Adm.	0,81	0,68	0,72	0,68	0,68
Ing Netos por serv. / Gastos Adm.	0,65	0,54	0,56	0,53	0,53

	I trim 2011	IV trim 2010	III trim 2010	II trim 2010	I trim 2010
Gtos. en personal/Gtos. admin.	0,66	0,64	0,64	0,62	0,68
Gtos. en publicidad/Gtos. Admin.	0,03	0,05	0,04	0,03	0,02

- En cuanto al impuesto a las ganancias, se puede observar que la relación entre dicho cargo y el resultado antes de impuesto a las ganancias varía en cada trimestre de manera considerable. Esto se debe a las diferencias entre las normas contables y las impositivas para definir los resultados.

	I trimestre 2010	II trimestre 2010	III trimestre 2010	IV trimestre 2010	I trimestre 2011
Rdo antes de IG*	425.540	282.031	374.920	245.939	392.853
Impuesto a las ganancias*	179.500	60.000	107.000	-28.500	135.200
IG / Rdo antes de IG	42%	21%	29%	-12%	34%
Rdo neto del ej*	246.040	222.031	267.920	274.439	257.653

*Cifras en miles de pesos

Análisis de la estructura de vencimientos

- Si bien se puede observar un notable descalce de plazos respecto al plazo hasta el vencimiento de los activos respecto el de los pasivos, el mismo es menor al que se puede ver a simple vista. La razón es que dentro de los depósitos, solo un 49% de los mismos es el que tiene "más riesgo", dado que tanto las cuentas corrientes como las cajas de ahorro tienen cierta estabilidad y no tienden a reducirse.

	Plazo hasta el Vto*						
	Cartera Vencida	Hasta 1 mes	Más de 1 mes y hasta 3 meses	Más de 3 meses y hasta 6 meses	Más de 6 meses y hasta 12 meses	Más de 12 meses y hasta 24 meses	Más de 24 meses
Activo	229.747	3.824.083	2.655.456	2.183.978	2.022.475	2.204.154	4.038.426
Sector Púb no fin	4	14.228	10.551	15.831	31.007	7.895	282.401
Sector financiero	6	15.838	47.152	4.086	50.257	11.476	8.651
Sector privado no financiero y residentes en el exterior	229.737	3.794.017	2.597.753	2.164.061	1.941.211	2.184.783	3.747.374
Pasivo	-	17.831.864	3.684.577	686.640	421.149	824.999	1.156.003
Depósitos	-	16.990.505	3.637.006	655.413	40.623	621.691	528
Cuentas Corrientes		3.992.729					
Cajas de ahorro		4.710.769					
Otras (incluye plazo fijo)		8.287.007	3.637.006	655.413	40.623	621.691	528
Otras obligaciones por intermediación financiera	-	841.359	30.616	31.227	14.946	203.308	547.675
BCRA		1.394	109	-	-	-	425
Bcos y organismos internacionales		12.493	22.607	29.178	5.445	-	-
Obligaciones negociables no subordinadas		-	6.708	-	6.107	197.066	431.113
Financiones recibidas de entidades financieras locales		34.573	797	1.195	2.390	4.779	37.692
Otras		792.899	395	854	1.004	1.463	78.445
Obligaciones negociables subordinadas	-	-	16.955	-	-	-	607.800

* Cifras en miles de pesos

- El gráfico presentado a continuación contiene la cotización y los volúmenes de la acción del Banco Macro (BMA) desde enero 2010 hasta mayo de 2011.
- Como se puede observar en el gráfico, la tendencia de la cotización de esta acción es claramente descendente, sin señales claras de reversión de tendencia.
- Sobre esta base, estimamos que es recomendable esperar que se estabilice la cotización antes de tomar posiciones.

- El P/E es razonable para este tipo de empresas. Es decir, desde el punto de vista de los fundamentos no se puede indicar que su cotización sea suficientemente baja como para comprar pese a la tendencia bajista. Debe recordarse que la ganancia promedio, aunque es nominalmente alta, significa menos del 13 % sobre la capitalización bursátil en pesos. Este rendimiento hoy no es significativo considerando la inflación vigente y que no posee activos relevantes que acompañen el nivel inflacionario (son alrededor del 6 % de la capitalización bursátil y menos de 2 % del total de activos).

