



Capital
Markets
Argentina

Financiero

BYMA 2T19

www.capitalmarkets.com.ar
Esmeralda 130 Piso 5 (1035) | 54 (11) 4320-1900

BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS 2T19

Agustín Giannattasio – agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

Precio de Mercado (10/5/2019)

\$ 225,00

Precio Objetivo (12 meses)

\$ 380,00 (+69%)

(anterior: \$ 490,00)

Calificación

Market Performer

Rango de Precios (\$)

52 sem. Mín. 52 sem. Máx.

200,25 390,50

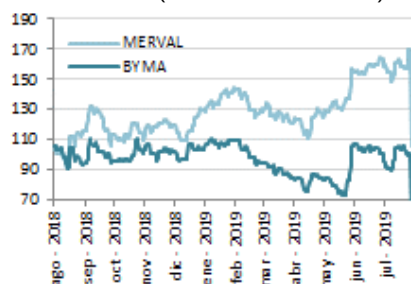
Variación %

Mínimo Máximo

+12% -42%

Precio BYMA vs. Merval

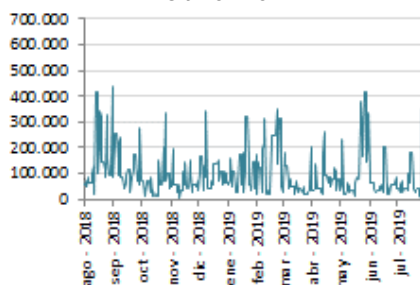
Último Año (100=Inicio del Período)



Fuente: Bloomberg

Volumen Diario

Último Año



Fuente: Bloomberg

	Ingresos Op. (M)	Res. Neto (M)	EV/Ing. Op. (x)	EPS (\$)	P/E (x)	P/BV (x)
2018	\$ 830	\$ 3.360	22,9x	\$ 44,07	5,7x	1,8x
2019e	\$ 1.344	\$ 2.869	12,8x	\$ 37,63	6,0x	1,3x
2020e	\$ 2.339	\$ 3.934	7,3x	\$ 51,60	4,4x	1,0x

Acciones (mill. - VN \$1)	76,25	Dividend Yield (12 meses)	0,5%
Capitalización Bursátil (mill.)	17.156	Retorno Acumulado YTD (%)	-39,2%
Flotación (%)	70%	P/E (TTM)	4,7x
Valor de la Compañía (mill)	17.156	EPS (TTM)	\$ 48,16

Fuente: Estados contables de la compañía; Bloomberg.

Nuevos productos se ven opacados por drivers operativos deteriorados

Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) obtuvo un resultado neto trimestral en línea con lo esperado. El esfuerzo por generar nuevos negocios no terminó de compensar el deterioro en el volumen de operaciones y los activos bajo custodia.

Las perspectivas a futuro se vieron afectadas negativamente por el riesgo político y el deterioro de los principales drivers económicos, causando una caída en el precio objetivo que surge de la valuación por flujos descontados. En términos de valuación relativa, el P/E (NTM) de 4,9x es muy inferior al promedio de la región (12,7x).

Para facilitar la comparación histórica, se utilizan en este análisis los números históricos salvo cuando se especifique lo contrario. El **resultado neto** fue de \$ 707,6 millones (-30,1% t/t, -23,3% a/a), destacándose el impacto negativo de la apreciación del peso sobre los ingresos financieros, parcialmente compensado por el crecimiento del resultado operativo, el resultado por la inversión en asociadas y el reconocimiento de un crédito impositivo extraordinario.

Los ingresos operativos de BYMA alcanzaron los \$ 684,4 millones (+10,2% t/t, +39,1% a/a). Los **ingresos del negocio de depositaria** (Caja de Valores) continúan representando el 73% del total de ingresos operativos. Los activos bajo custodia crecieron solamente 6% a/a debido a la baja emisión de instrumentos de financiamiento tanto corporativos como estatales. El remplazo del endeudamiento a través de los mercados por el crédito del FMI implica una reducción progresiva en los instrumentos que requieren servicios de custodia. La mayor cantidad de pagos de cupones de bonos permitió que los ingresos de esta línea de negocios aun así crecieran 44% a/a.

Los **ingresos por operaciones de mercado** crecieron a \$ 187,8 millones (+30,3 a/a, +15,2 t/t). En términos nominales, el volumen de operaciones de mercado aún se ve afectado, creciendo 4% a/a en acciones y 44% a/a en renta fija (segmento PPT), a pesar de la recuperación durante el mes de junio. Los CEDEARs representaron el 18% del volumen promedio diario de operaciones (ADTV) en renta variable, con la entrada en vigencia del programa de Market Makers.

La venta de datos de mercado tuvo un incremento del 155% a/a, en parte explicado por la devaluación del peso en comparación con junio de 2018 (los contratos están en dólares). Durante el trimestre hubo un incremento significativo en la negociación de cauciones, a la vez que comenzaron a negociarse los contratos futuros de dólar. En cuanto a esta operatoria, BYMA habría alcanzado un 10% de la participación de mercado, proponiéndose alcanzar entre un 25 y un 30% dentro de los próximos 12 meses.

El **margen operativo** se ubicó en el 41% para los últimos 12 meses, cayendo levemente respecto del trimestre anterior, y desde la empresa se sostiene el objetivo del 50% para 2020. Los gastos tuvieron una variación de +21,3% t/t y +42,4% a/a, impulsados principalmente por el desarrollo de sistemas y mantenimiento de software. El incremento en la conexión con otras depositarias generó gastos extras durante el trimestre.

Los **ingresos financieros** cayeron casi 27% a/a, debido a la apreciación del peso (la cartera de inversiones de BYMA está en un 90% denominada en dólares). El 69% de los ingresos financieros provinieron de las inversiones de depósitos. La cartera de inversiones de BYMA estaba correctamente posicionada para las elecciones argentinas, con posiciones en bonos norteamericanos y brasileños, con lo cual la suba del riesgo país habría afectado en menor medida el valor de la cartera.

Según las nuevas normas contables que permiten ajustar por inflación, los ingresos operativos habrían caído 3,0% a/a, excluyendo los ingresos financieros. Los ingresos de Caja de Valores representaron, ajustados por inflación, el 72,9% del total, a la vez que cayeron un 8,4% a/a en términos ajustados. Los ingresos del mercado, por su parte, cayeron un 16,6% a/a según la nueva normativa. El resultado neto habría disminuido un 96,9%.

Expansión del negocio: La empresa continúa haciendo hincapié en el desarrollo del mercado de contratos futuros, en principio sobre monedas (real-peso; dólar-peso) para facilitar la operatoria de inversores extranjeros. Los índices sectoriales que ya están siendo publicados en conjunto con S&P permitirían desarrollar contratos futuros sobre los mismos. Se espera que el banco de liquidación que administraría la liquidez y las inversiones financieras que hoy están en manos de CDV entre en actividad durante este año; actualmente falta la aprobación final por parte del BCRA.

Perspectivas: El probable cambio de administración en las elecciones presidenciales de octubre pone en riesgo los avances hacia un mayor desarrollo del mercado de capitales argentino. En términos regulatorios, corren riesgo tanto la apertura del mercado de capitales como los avances necesarios para el desarrollo de nuevos productos por parte de BYMA. A esto se suma que se espera una caída en el volumen operado y en las emisiones corporativas.

BYMA puede generar valor a través de la expansión en el mercado de derivados y logrando mayores eficiencias para los operadores. El buen manejo de la cartera de inversiones propias, con un enfoque conservador, es un plus en un contexto de alta volatilidad en el mercado local.

- **Positivo:** Lanzamiento de nuevos productos; mejor en la eficiencia a pesar del deterioro de los drivers macroeconómicos; buen manejo de la cartera de inversiones frente a un evento de volatilidad.
- **Negativo:** Deterioro en el volumen operado y en los activos bajo custodia, en términos reales; riesgo político tras el probable cambio de administración por un nuevo gobierno no tan amigable con los mercados.
- **Rating: Market Performer.** Valuación en línea con sus pares del mercado.

BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS 2T19

Agustín Giannattasio – agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

Valuación: Un ejercicio de valuación por flujo de fondos descontados (**DCF Valuation**) arroja un precio objetivo a 12 meses de **\$ 380,00** (precio objetivo anterior: \$ 490,00). La reducción en el precio objetivo obedece principalmente al cambio de escenario político, que repercute en las expectativas macroeconómicas y en el riesgo país.

Las proyecciones de ingresos están basadas en estimaciones de activos bajo custodia, capitalización de mercado de instrumentos locales, ambos como % del PBI, y monto operado sobre capitalización local.

	2T 2019	2023e	
Activos Bajo Custodia (% del PBI)	22,0%	20,0%	Inferior a sus pares de la región.
Capitalización de mercado (% del PBI)	11,6%	20,0%	Inferior a sus pares de la región.
Monto Operado sobre Cap. De Mercado local (acciones)	8,8%	10,0%	Inferior a sus pares de la región.

El precio objetivo es sensible a cambios en el riesgo país debido al impacto de variaciones en la tasa de descuento sobre los flujos de caja de las operaciones. En el proceso de valuación de BYMA, el valor de las inversiones líquidas no se ve afectado por cambios en la tasa de descuento debido a que las mismas ya tienen un valor de mercado.

Sensibilidad del precio objetivo vs riesgo país

Riesgo País	Tasa de descuento (WACC)	Precio objetivo (12 meses)	% vs precio actual
1.700	23,00%	\$ 386,70	+72%
1.750	23,50%	\$ 383,80	+71%
1.800	24,00%	\$ 380,00	+69%
1.850	24,50%	\$ 378,50	+68%
1.900	25,00%	\$ 376,00	+67%

En términos relativos, BYMA se ve barata comparada con sus pares regionales. Tomando en cuenta los resultados esperados para los próximos 12 meses, el P/E ratio se encuentra en 4,9x, mientras que la mediana de sus pares es de 12,7x para el mismo período.

BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS 2T19

Agustín Giannattasio – agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

Resumen de resultados históricos (Millones de ARS salvo valores por acción)	vs. Expectativas			vs. Trimestre Anterior	
	2T19	2T19e	Diferencia	1T19	Diferencia
Total Ingresos Operativos	\$ 684,4	\$ 722,8	-5%	\$ 422,6	+62%
Ingresos Caja de Valores	\$ 496,6	\$ 494,6	+0%	\$ 288,9	+72%
Ingresos por operaciones de mercado	\$ 187,8	\$ 228,2	-18%	\$ 133,7	+40%
Resultado Operativo (EBIT)	\$ 260,1	\$ 321,6	-19%	\$ 186,1	+40%
Margen de EBIT	38%	45%	-650bps	44%	-603bps
Total Ingresos financieros	\$ 456,2	\$ 279,7	+63%	\$ 457,1	-0%
Resultados financieros	\$ 395,5	\$ 264,7	+49%	\$ 449,5	-12%
Resultado de asociadas	\$ 60,7	\$ 15,0	+305%	\$ 7,6	+696%
Resultado antes de Impuestos (EBT)	\$ 716,3	\$ 601,3	+19%	\$ 643,2	+11%
Margen EBT (sobre Ing. Op e Ing. Fin.)	63%	60%	+282bps	73%	-1.032bps
Resultados extraordinarios	\$ 108,3				
EBT ajustado	\$ 608,0	\$ 601,3	+1%	\$ 643,2	-5%
Impuesto a las Ganancias	\$ 8,6	\$ 175,9	-95%	\$ 167,6	-95%
Tasa impositiva	1%	29%	-2.805bps	26%	-2.485bps
Resultado Neto (controlante)	\$ 707,6	\$ 425,4	+66%	\$ 475,6	+49%
Margen Neto (sobre Ing. Op e Ing. Fin.)	62%	42%	+1.960bps	54%	+798bps
Resultado Neto Ajustado (controlante)	\$ 599,3	\$ 425,4	+41%	\$ 475,6	+26%
Margen Neto (sobre Ing. Op e Ing. Fin.)	53%	42%	+1.010bps	54%	-152bps
Número de acciones	76,25	76,25	+0%	76,25	+0%
EPS	\$ 9,28	\$ 5,58	+66%	\$ 6,24	+49%

BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS 2T19

Agustín Giannattasio – agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

Portfolio de inversiones (Millones de ARS)	2T 2018	3T 2018	4T 2018	1T 2019	2T 2019
Títulos Públicos	\$ 4.874,6	\$ 7.246,9	\$ 6.128,0	\$ 8.670,7	\$ 7.063,3
Títulos Privados	\$ 557,2	\$ 670,2	\$ 860,6	\$ 1.120,9	\$ 477,0
Total Inversiones líquidas	\$ 5.431,7	\$ 7.917,1	\$ 6.988,5	\$ 9.791,6	\$ 7.540,3
Efectivo	\$ 11.206,5	\$ 17.145,9	\$ 14.654,9	\$ 15.450,3	\$ 22.875,7
Inversión en asociadas	\$ 452,9	\$ 501,9	\$ 1.568,8	\$ 1.350,3	\$ 1.348,0
Pasivos corrientes a descontar	\$ 12.122,3	\$ 18.699,7	\$ 15.946,1	\$ 18.377,9	\$ 25.210,9
Valor neto de portfolio de inversiones	\$ 4.968,8	\$ 6.865,2	\$ 7.266,2	\$ 8.214,3	\$ 6.553,1
<i>Crecimiento a/a</i>	<i>67%</i>	<i>103%</i>	<i>88%</i>	<i>113%</i>	<i>51%</i>

Resumen de proyecciones en valores históricos (Millones de ARS salvo valores por acción)	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Total Ingresos Operativos	\$ 3.072,3	\$ 5.013,1	\$ 7.041,7	\$ 9.208,3	\$ 11.793,5
<i>Crecimiento a/a</i>	<i>50%</i>	<i>63%</i>	<i>40%</i>	<i>31%</i>	<i>28%</i>
Ingresos Caja de Valores	\$ 2.120,1	\$ 2.854,8	\$ 3.703,7	\$ 4.622,6	\$ 5.313,5
Ingresos por operaciones de mercado	\$ 952,3	\$ 2.158,3	\$ 3.337,9	\$ 4.585,7	\$ 6.480,0
Resultado Operativo (EBIT)	\$ 1.344,0	\$ 2.339,5	\$ 3.520,8	\$ 4.696,2	\$ 6.132,6
Margen de EBIT	44%	47%	50%	51%	52%
Total Ingresos financieros	\$ 2.831,7	\$ 2.883,4	\$ 2.663,4	\$ 2.759,0	\$ 3.244,4
Resultados financieros	\$ 2.796,9	\$ 2.811,4	\$ 2.580,6	\$ 2.667,9	\$ 3.144,2
Resultado de asociadas	\$ 34,8	\$ 72,0	\$ 82,8	\$ 91,1	\$ 100,2
Resultado antes de Impuestos (EBT)	\$ 4.175,7	\$ 5.222,9	\$ 6.184,2	\$ 7.455,2	\$ 9.377,0
Margen EBT (sobre Ing. Op e Ing. Fin.)	71%	66%	64%	62%	62%
Resultado Neto (controlante)	\$ 2.869,0	\$ 3.934,3	\$ 4.657,7	\$ 5.612,9	\$ 7.056,1
Margen Neto (sobre Ing. Op e Ing. Fin.)	49%	50%	48%	47%	47%
Número de acciones	\$ 76,3	\$ 76,3	\$ 76,3	\$ 76,3	\$ 76,3
EPS	\$ 37,63	\$ 51,60	\$ 61,09	\$ 73,61	\$ 92,54

BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS 2T19

Agustín Giannattasio – agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

agosto de 2019

Graciela Cairoli

Director

Alejandro Quelch

Gerente de Research

aquelch@capitalmarkets.com.ar

Jaime Krause

Gerente de Asset Management.

Portfolio Manager

Noelia Lucini, CFA

Fixed Income Strategy.

Portfolio Manager

Nicolas Viveros

Analista Senior de Renta Fija

nviveros@capitalmarkets.com.ar

Agustin Giannattasio, CFA

Analista Senior Renta Variable

agiannattasio@capitalmarkets.com.ar

María Teresa Leiva

Analista de Macroeconomía

mleiva@capitalmarkets.com.ar

Juan José Guma

Analista

jguma@capitalmarkets.com.ar

Valeria Flores

Administrador Biblioteca Virtual.

Asistente

vflores@capitalmarkets.com.ar

Dolores Jáuregui

Comunicación con analistas externos.

Asistente.

djauregui@capitalmarkets.com.ar

El objetivo del presente es brindar a su destinatario información general, y no constituye, de ningún modo, oferta, invitación o recomendación de CMA para la compra o venta de los valores negociables y/o de los instrumentos financieros mencionados en él. El informe no tiene por objeto proveer los fundamentos para la realización de ninguna evaluación crediticia o de otro tipo. El destinatario del informe deberá evaluar por sí mismo la conveniencia de la inversión en los valores negociables y/o instrumentos financieros mencionados en este informe y deberá basarse en la investigación personal que dicho inversor considere pertinente realizar. El presente no debe ser considerado un prospecto de emisión u oferta pública. Algunos de los valores negociables y/o instrumentos financieros bajo análisis pueden no estar autorizados a ser ofrecidos públicamente en Argentina. Aunque la información contenida en el presente informe ha sido obtenida de fuentes que CMA considera confiables, tal información puede ser incompleta o parcial y CMA no ha verificado en forma independiente la información contenida en este informe, ni garantiza la exactitud de la información, o que no se hayan producido cambios adversos en la situación (económica, financiera o de otro tipo) relativa a los emisores descripta en este informe. CMA no asume responsabilidad alguna, explícita o implícita, en cuanto a la veracidad o suficiencia de la misma para efectuar la toma de decisión de su inversión. Ninguna persona ni funcionario de CMA ha sido autorizada a suministrar información adicional a la contenida en este informe. Todas las opiniones o estimaciones vertidas en el presente informe constituyen nuestro juicio y pueden ser modificadas sin previo aviso.

Capital Markets Argentina S.A., Esmeralda 130, piso 5 (1035) Buenos Aires, Argentina. Tel. (54 11) 4320-1900, Fax (54 11) 4320-1935. Web Site: www.capitalmarkets.com.ar.