

16 de febrero de 2024

Raghsa

Raghsa es una compañía que se dedica al desarrollo, construcción, venta y alquiler de oficinas y viviendas premium. La empresa es líder en Argentina en el mercado de alquiler corporativo clase AAA y en el desarrollo de torres residenciales de lujo.

Los ingresos operativos de la firma provienen de la venta de inmuebles y, principalmente, de los alquileres de sus oficinas. Entre sus edificios desarrollados se destacan las torres residenciales de Le Parc de Buenos Aires y Punta del Este y los inmuebles de oficinas como el Centro Empresarial Libertador y el Madero Office.

En la actualidad, la empresa administra 3 edificios de oficinas, estima inaugurar otro centro empresarial este año y adquirió un nuevo terreno para construir. Raghsa tiene también presencia en Estados Unidos. La firma alquila un inmueble residencial propio en Nueva York.

Resultados

Como el m² en el mercado de alquileres de oficinas premium de Argentina se abona en pesos a tipo de cambio del dólar oficial, los ingresos por alquileres de Raghsa en nuestro país son tipo “dólar linked”.

Por su parte, la compra y venta de sus inmuebles es pagadera completamente moneda dura. Este segmento le brinda a la firma la posibilidad de obtener ingresos denominados en dólares.

Como veremos más adelante, tanto las deudas financieras como los activos financieros de Raghsa están mayormente denominados en dólares. Por esta razón, y como es habitual, observaremos los estados contables de la compañía dolarizando a tipo de cambio oficial según se corresponda a cada período analizado.

Raghsa presentó sus últimos resultados al cierre del tercer trimestre del ejercicio 2024 (3T24), con fecha 30 de noviembre de 2023. La compañía cerrará el ejercicio el 29 de febrero de 2024.

El portafolio actual de oficinas en alquiler se compone por la Torre Madero Office, el 955 Belgrano Office y el Centro

Empresarial Libertador. Todas ubicadas en la Ciudad de Buenos Aires (CABA).

Desde nuestro último informe con cierre al 1T24 ([ver último informe](#)), Raghsa vendió 5,779 m² en Madero Office a cambio de USD 18.9 millones, todo cobrado en moneda dura. La empresa sigue buscando centralizar su negocio de alquileres en el corredor norte de CABA. Tras las ventas, la superficie rentable totalizó los 96,858 m², 25% menos de los que tenía al 3T22.

Raghsa prioriza la administración de sus edificios más modernos. Belgrano Office y el Centro Empresarial Libertador están certificados por la U.S. Green Building Council (USBGC) en la clasificación Gold y ahora representan el 94% de los m² totales disponibles.

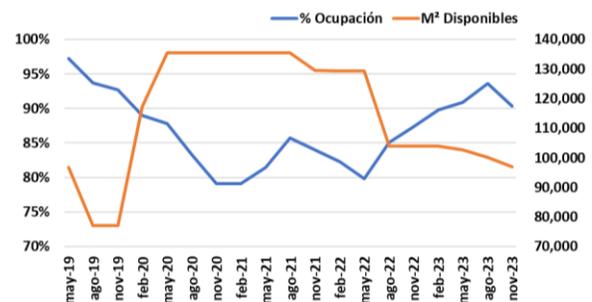
Al último cierre, la ocupación alcanzó el 90.3%. Los niveles se mantienen altos, a pesar de los cambios que introdujo la pandemia en el mundo del trabajo.

% de Ocupación	Edificio Plaza San Martín	Torre Madero Office	Torre 995 Belgrano Office	Torre Madero Riverside	Ctro. Emp. Libertador	Total
m ² rentables	-	6,139	30,499	-	60,220	96,858
3T24	-	100%	87%	-	91%	90.3%
2T24	-	100%	87%	-	96%	93.6%
Var (pb)	-	0	0	-	-500	-333
3T23	-	35%	93%	-	96%	87.4%
Var (pb)	-	6500	-600	-	-500	291
3T22	68%	35%	93%	79%	94%	84.0%
Var (pb)	-	6500	-600	-	-300	628

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En el gráfico debajo se observa una mayor eficiencia de uso de los m² disponibles. Menores m² en el tiempo, pero de mayor calidad y con un mayor % de ocupación.

% Ocupación y m² disponibles por trimestre

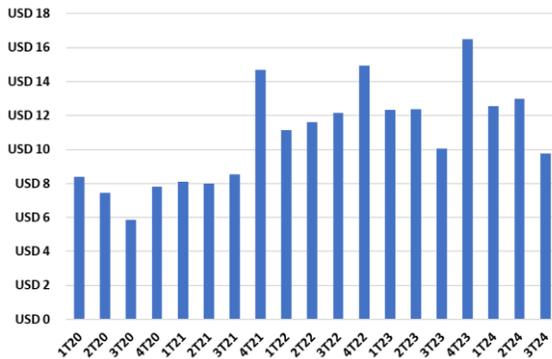


Fuente: Elaboración propia en base a balances.

A pesar de los menores metros disponibles, el nivel de ocupación mantiene los ingresos por alquileres relativamente estables. Durante el 3T2024 Raghsa informó ingresos por

alquileres al TC oficial promedio del periodo de USD 9.7 millones, 3% menos vs. 3T2023.

Ingresos por arrendamientos (mill.) por trimestre



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Asimismo, para evitar la estacionalidad del sector, observaremos los 9 meses acumulados del ejercicio según el TC promedio del periodo. A los 9M24 los ingresos por arrendamientos alcanzaron los USD 46.6 millones, 13% mayores vs. 9M23. Lo destacable se observó también en la disminución de los costos por alquileres y los gastos de administración y comercialización. Ambos egresos disminuyeron contra el año anterior en torno al 20%. Aquí jugó a favor un portafolio de edificios más acotado.

Ingresos (mill. de USD)	9M24	9M23	Var (%)	9M22	Var (%)
Ingresos por alquileres	46.6	41.2	13%	38.2	22%
Costos de alquileres	4.4	5.3	-17%	5.7	-23%
Costos/Ingresos por alq (%)	9%	13%	-300pb	15%	-600pb
Ingresos por adm. consorcios	0.8	0.8	1%	0.6	38%
Gs adm. y comercialización	12.9	16.8	-23%	10.4	23%
Gs/Ingresos por alq. (%)	28%	41%	-1300pb	27%	0pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Raghsa tiene contratos por alquileres con corporaciones locales e internacionales de renombre, lo que mantiene estables sus ingresos. Verificando el riesgo de concentración al último cierre, JPMorgan ocupó el 19% sobre el total del portafolio, mientras que Chevron Argentina ocupó el 5% de los m² disponibles. En cuanto a la facturación JPMorgan representó el 17% del total. Fuera del caso JPMorgan, el resto de los contratos medidos en m² o ingresos están muy atomizados en compañías de diversas industrias, lo que mitiga notablemente el riesgo crediticio.

Ahora bien, si consideramos los m² disponibles al último cierre y el precio promedio ponderado por m² del portafolio informado por Raghsa (en torno a los 26.5 USD), podemos estimar que la firma tiene capacidad de generar 30.8 USD

millones anuales en alquileres. Este cálculo asume una ocupación total de las oficinas y no contempla ingresos por alquileres de inmuebles por fuera del portafolio de CABA ni la puesta en marcha de nuevas unidades.

Por otro lado, podemos también considerar al mencionado edificio de residencias que Raghsa posee en Nueva York, el One Union Square South de 16,165 m² rentables. Desde su adquisición en 2020 el inmueble utilizó sus ingresos para la revalorización del edificio. Para el 2024, se espera que la inversión en One Union Square South madure y otorgue mejores resultados operativos. Los ingresos por alquileres anuales se estiman en USD 15.5 millones (4% mayores vs. 2023), mientras que los gastos se proyectan en USD 6.6 millones (caída del 52% anual). El inmueble generaría un ingreso operativo de USD 8.8 millones.

Inversiones y proyectos

Como venimos monitoreando desde el inicio de obra, Raghsa proyecta inaugurar para mediados de 2024 un nuevo edificio de oficinas premium, el Centro Empresarial Núñez. La torre agregará al portafolio 22,200 m² rentables, a metros del Centro Empresarial Libertador. Financieramente solo resta contratar el 3% del total de obra y queda pendiente el pago de un 14%.

La empresa estima inaugurar con un 25% de ocupación, y se encuentra en la actualidad negociando contratos de arrendamiento. La estrategia de Raghsa es certificar el inmueble bajo la clasificación Gold del USGC, lo que le permitiría bajo ocupación total sumar unos 7.7 USD millones adicionales de alquileres.

La apuesta de Raghsa por el corredor norte de CABA continúa. Luego del último cierre a finales del año pasado, la empresa informó que compró un nuevo terreno en la misma manzana del Centro Empresarial Núñez. 2,800 m² ubicados en la ahora ex estación de servicio Axion sobre la Av. Libertador. La empresa planea construir una nueva torre corporativa de 50,000 m² con 25,000 m² rentables de plantas libres y flexibles, dotadas de la última tecnología.

La compra se pactó por USD 33.5 millones. Raghsa ya pagó USD 12 millones y los restantes USD 21.5 millones se abonarán en los próximos meses. La obra se estima comience el primer semestre de 2025 y totalice los USD 160 millones de inversión. Para su financiamiento la compañía estima utilizar su flujo operativo y emitir en menor medida, un bono corporativo en

dólares de legislación local. El proyecto posiciona a Raghsa como líder en el desarrollo de oficinas premium del país. Sus inversiones del corredor norte terminarían de consolidar un nuevo polo corporativo en CABA.

Perfil de deuda

Al 3T24 Raghsa informó una deuda financiera total de USD 273.8 millones. Toda la deuda esta denominada en dólares y se mantiene muy estable, siendo 1% inferior al 2T24 y 1% menor a la del 3T23. Después de la compra del inmueble en Nueva York, la empresa no volvió a tomar deuda y canjeó obligaciones negociables (ONs) durante el 2023 evitando pagos de capital. Raghsa prioriza la utilización de fondos propios para llevar adelante sus desarrollos.

La deuda financiera al último cierre se compuso por ONs en un 55%, deuda hipotecaria por el inmueble en Nueva York por un 42% y deuda garantizada por acciones de la subsidiaria en Nueva York por el restante 3%.

Las ONs se corresponden a; la clase 3 a vencer en marzo 2024 con intereses del 7.25% por USD 35.2 millones, la clase 4 con vencimiento en 2027 e intereses del 8.5% por USD 57.8 millones y la clase 5 2030 e intereses del 8.25% por USD 56.3 millones. Todas amortizan al vencimiento y tienen legislación NY. El bono 2030 surgió como resultado de un canje anticipado y voluntario realizado por la clase 3 con un 62% de adhesión.

Por otro lado, la hipoteca sobre el inmueble en Nueva York totalizó los 114.3 USD millones. Fue tomada durante la pandemia por lo que paga intereses anuales muy bajos del 2.65%. Considerando la inflación de los Estados Unidos, viene corriendo a una tasa de interés real negativa. A partir del 2030 la hipoteca pasa a un esquema de tasa variable. Las cuotas de amortización comenzarán a impactar a partir del 4T24.

La compañía achicó su posición de efectivo, al 3T24 totalizó solo 4.2 USD millones, 15% menos vs. 2T24 y 63% menos contra el 3T23. La caja quedó conformada por un 84% de liquidez en pesos y un 16% en depósitos bancarios en dólares, muy dispuesta para afrontar gastos operativos locales. Valorizada al contado con liquidación (CCL), la caja equivalió a 2.1 USD millones.

Como viene sucediendo en los últimos trimestres, la menor caja se compensó con mayores activos financieros. Al 3T24 Raghsa totalizó activos financieros líquidos por USD 186.7 millones, que valuados a precios de mercado alcanzaron los

USD 154.7 millones. Esto fue un 9% más al respecto del trimestre anterior y un 15% más al respecto del 3T23. El 98% esta denominado en dólares. 56% está invertido en Bonos del Tesoro, 24% en FCIs de bonos corporativos extranjeros, 10% en bonos soberanos hard dollar, 8% en ONs argentinas Ley NY y 2% en FCIs en pesos.

Analizando el peso de los pasivos, la hipoteca sobre el Union Square South está garantizada por el mismo inmueble. Por esta razón, tomaremos en cuenta primeramente los ratios de deuda de Raghsa sin la deuda hipotecaria, ni los flujos de alquileres, ni pagos de gastos ni intereses que se correspondan a las actividades de la firma en Nueva York.

Con este criterio, la deuda financiera total se reduce a USD 150 millones e implica el pago de intereses anuales de USD 10.8 millones. Si consideramos la caja y los instrumentos financieros anteriormente mencionados, la deuda financiera neta se vuelve negativa en USD 6.8 USD millones. Esto significa que la compañía podría cancelar todas sus ONs inmediatamente utilizando sus activos líquidos en cartera, sin necesidad de hacer uso de sus flujos de alquileres ni realizar ventas de su portafolio.

Asimismo, si proyectamos flujos de alquileres anuales utilizando los precios de alquileres antes mencionados, a la ocupación del 90%, Raghsa obtendría USD 27.8 millones a través de su portafolio de 3 inmuebles. Este flujo implicaría que la compañía tenga capacidad de cubrir hasta 2.6 veces los intereses anuales a pagar utilizando solamente sus ingresos operativos.

En un segundo análisis, más ácido, podemos considerar el inmueble en Nueva York con su hipoteca y sus flujos de alquileres. De esta manera, la deuda financiera neta pasaría a ser de USD 117 millones, los intereses llegarían a USD 14 millones y los ingresos por alquileres hasta los USD 36.6 millones.

Con estos nuevos flujos y stocks, el ratio de apalancamiento Deuda Neta/Alquileres sería de 3.2 veces. Nada mal sabiendo que, hasta al menos el 2030, el inmueble en NY generaría por sí mismo, ingresos lo suficientemente robustos para cubrir los servicios anuales de intereses y amortizaciones de la hipoteca.

Por último, podemos observar el valor del Real Estate de Raghsa para verificar también su capacidad de pago. Tras las últimas ventas, el valor de los m² al 3T24 totalizó los 478.7 USD millones. Este cálculo es realizado trimestralmente por tasadores independientes de conocida reputación, sólo

considera los activos en Argentina y cotiza como terreno al casi terminado Centro Empresarial Núñez. El precio promedio del m² de venta de oficinas premium en Argentina se mantiene de esta manera estable vs. el 2T24 y el 3T23, en unos USD 4,000 el m².

El valor de los inmuebles del portafolio en Argentina representó más de 3 veces la deuda financiera emitida localmente de Raghsa. Sin vender activos financieros y con la venta de algunos m², incluso a un precio mucho menor al tasado, la compañía lograría con facilidad cubrir el pago de todas sus ONs en circulación.

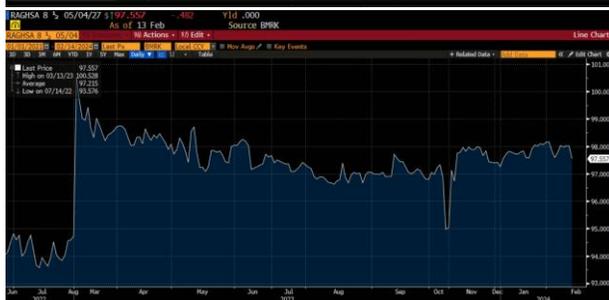
Renta Fija

En los próximos días, el 20 de marzo, Raghsa pagará el capital remanente de la canjeada ON 2024. Con muy poco volumen su precio ya descuenta el cumplimiento.

Por su parte, la ON 2027 cotiza con un precio clean en el exterior de 98.5 USD y brinda una TIR cercana al 9% con duration modificada de 2.7 años. El bono se mantiene firme desde su emisión y sobrellevó los saltos de los tipos de interés de la Reserva Federal y el consecuente aumento de los rendimientos exigidos para todos los títulos soberanos y corporativos desarrollados y emergentes.

Raghsa 8,5% vto. 2027

Bond Description		Issuer Description	
Pages			
Bond Info		Issuer Information	
13 Bond Info	Name	RAGHSA SA	FIGI
13 Addtl Info	Industry	Other Financial (BCLASS)	BBG00TSYCF86
13 Reg/Tax	Mkt Iss	EURO-DOLLAR	ISIN
13 Covenants	Ctry/Reg	AR	USP79849AD07
13 Guarantors	Rank	Sr Unsecured	ID Number
13 Bond Ratings	Coupon	8.500000	BJ4647381
13 Identifiers	Cpn Freq	S/A	Bond Ratings
13 Exchanges	Day Cnt	ISMA-30/360	Moody's
13 Inv Parties	Iss Price		Caa2
13 Fees, Restrict	Maturity	04/24/2030	
13 Schedules	Impact	MAKE WHOLE @50,000 until 05/04/24/ CALL 05/_	
13 Coupons	Quick Links	ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AB41	
13 ALLQ Pricing	Calc Type	(1)STREET CONVENTION	
13 ORD Of Recap	Pricing Date	04/02/2020	
13 TDH Trade Hist	CACS Corp Action	Interest Accrual Date	05/11/2020
13 CACS	CF Filings	1st Settle Date	05/11/2020
13 ON Sec News	HDS Holders	1st Coupon Date	11/04/2020
13 Send Bond		Reporting	TRACE
		ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AB41	

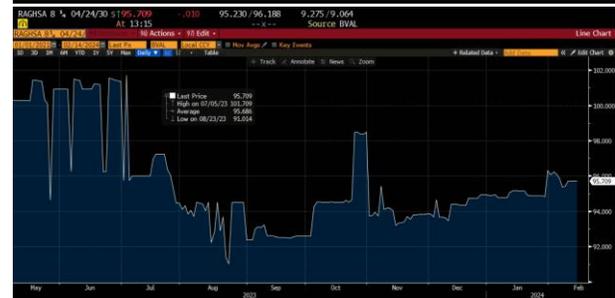


Fuente: Bloomberg.

Por último, la ON 2030 puede ser adquirida a precios clean cable de 96.5 USD, dando una TIR muy similar de 9% pero con duration modificada de 4.6 años.

Raghsa 8,25% vto. 2030

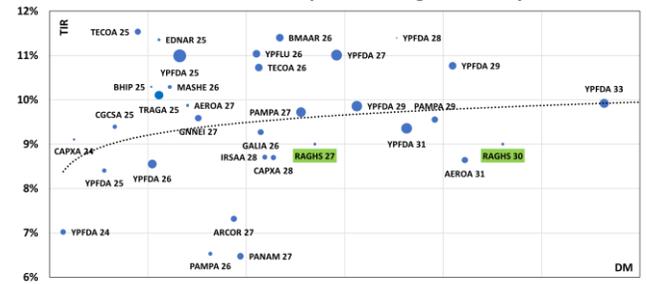
Bond Description		Issuer Description	
Pages			
Bond Info		Issuer Information	
13 Bond Info	Name	RAGHSA SA	FIGI
13 Addtl Info	Industry	Other Financial (BCLASS)	BBG01GF95NQ3
13 Reg/Tax	Mkt Iss	EURO-DOLLAR	ISIN
13 Covenants	Ctry/Reg	AR	USP79849AE89
13 Guarantors	Rank	Sr Unsecured	ID Number
13 Bond Ratings	Coupon	8.250000	ZK3626155
13 Identifiers	Cpn Freq	S/A	Bond Ratings
13 Exchanges	Day Cnt	ISMA-30/360	Moody's
13 Inv Parties	Iss Price		Caa2
13 Fees, Restrict	Maturity	04/24/2030	
13 Schedules	Impact	MAKE WHOLE @50,000 until 04/17/24/ CALL 04/_	
13 Coupons	Quick Links	ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AE3/ISIN USP79849AC24	
13 ALLQ Pricing	Calc Type	(1)STREET CONVENTION	
13 ORD Of Recap	Pricing Date	03/17/2023	
13 TDH Trade Hist	CACS Corp Action	Interest Accrual Date	04/24/2023
13 CACS	CF Filings	1st Settle Date	04/24/2023
13 ON Sec News	HDS Holders	1st Coupon Date	10/24/2023
13 Send Bond		Reporting	TRACE
		ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AE3/ISIN USP79849AC24	



Fuente: Bloomberg.

Debido a su buena calidad crediticia, Raghsa se mantiene por debajo de la curva de rendimientos de bonos corporativos argentinos Ley NY. Un comparable del sector como Irsa opera con TIR similares. Su ON 2028 posee una TIR del 8.7% con duration de 2.2 años.

Curva de bonos corporativos argentinos Ley NY



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Perspectivas

Con un plan de reposicionamiento y expansión mediante, Raghsa mantiene controlados sus estados financieros. Los abultados activos financieros en moneda dura, el bajo nivel de endeudamiento y las tasas a tasa de interés reales negativas

que devengan de su hipoteca en el exterior le dan holgura para realizar nuevos desarrollos inmobiliarios.

Como venimos identificando en anteriores resúmenes, la compañía continúa administrando con prudencia sus activos y pasivos logrando una excelente posición financiera en la medida que genera nuevos negocios. Ponderar Raghsa en una cartera de bonos corporativos locales es una forma inteligente de invertir en un sector conocido por sus características extremadamente defensivas de la economía local.

Las ONs 2027 y 2030 se mantienen atractivas, los cupones otorgan un flujo más que interesante para aquellos que prioricen la tranquilidad por sobre el rendimiento. De las mejores relaciones riesgo/retorno, Raghsa es uno de nuestros emisores principales en nuestros fondos de renta fija desde hace muchos años.

Juan José Battaglia

juan@sekoia.com.uy

Ian Weber

ian@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho Ochoa

manuel@sekoia.com.uy

Tomas Mangino

tomasmingino@sekoia.com.uy