

1 de noviembre de 2024

Raghsa S.A.

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 construidos y ya vendidos se destacan las torres residenciales de Le Parc, la Torre Madero Riverside y el Edificio Plaza San Martín.

En la actualidad, la empresa administra 3 edificios de oficinas en Buenos Aires: Torre Madero Office, Torre 995 Belgrano Office y el Centro Empresarial Libertador. Asimismo, está a punto de inaugurar un nuevo edificio de oficinas Premium, el Centro Empresarial Nuñez. Al mismo tiempo, en el vial norte de la ciudad la empresa adquirió otro terreno lindero para seguir construyendo edificios corporativos. Raghsa tiene también presencia en Estados Unidos desde 2020, la firma alquila un inmueble residencial en Nueva York y tiene en vista avanzar con nuevos desarrollos en esta ciudad.

Resultados

Los alquileres en el mercado de oficinas premium se abonan en pesos ajustado por el tipo de cambio oficial. Los m² rentables de Raghsa son ingresos de tipo “dólar linked”. Por su parte, la compra y venta de inmuebles es pagadera completamente en moneda dura.

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 stock y flujos a tipo de cambio oficial.

Raghsa presentó sus últimos resultados al cierre del segundo trimestre del ejercicio 2025 (2T25), con fecha al 31 de agosto de 2024. La compañía cierra ejercicio a fin de febrero de cada año.

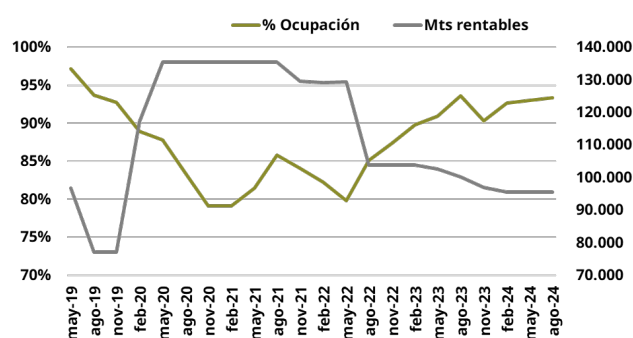
Como habíamos identificado en nuestro informe anterior, al cierre del 3T24 ([ver aquí](#)), en los últimos trimestres Raghsa se desprendió de m² de la Torre Madero Office. En su última venta, la empresa entregó dos unidades funcionales al Banco Comafi S.A. a cambio de USD 12,7 millones. Como resultado, la superficie rentable del Madero Office al 2T25 alcanzó los 4,911 m², 48% menos de los metros que tenía al 2T24.

En los últimos años Raghsa se avocó en desarrollar y administrar oficinas premium certificadas por la U.S. Green Building Council (USBGC). Belgrano Office y el Centro Empresarial Libertador con clasificación Gold ya representan el 95% de los m² totales disponibles. Asimismo, el nuevo foco de Raghsa es aglutinar más m² premium en el corredor norte de la Ciudad de Buenos Aires.

Al 2T25, la ocupación de los 3 inmuebles alcanzó el 90.3%. Raghsa mantiene casi ocupación total en los últimos trimestres. La merma de metros rentables en los últimos trimestres sigue demostrando una mayor eficiencia de uso en los m².

| % de Ocupación | Torre Madero Office | Torre 995 Belgrano Office | Ctro. Emp. Libertador | Total |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------------|--------|
| 2T25 | 100% | 89% | 95% | 93,3% |
| m ² rentables | 4.911 | 30.499 | 60.220 | 95.630 |
| 1T25 | 100% | 88% | 95% | 93,0% |
| Var (pb) | 0 | 100 | 0 | 32 |
| 2T24 | 100% | 87% | 96% | 93,6% |
| Var (pb) | 0 | 200 | -100 | -29 |
| 2T23 | 35% | 93% | 96% | 85,1% |
| Var (pb) | 6500 | -400 | -100 | 826 |

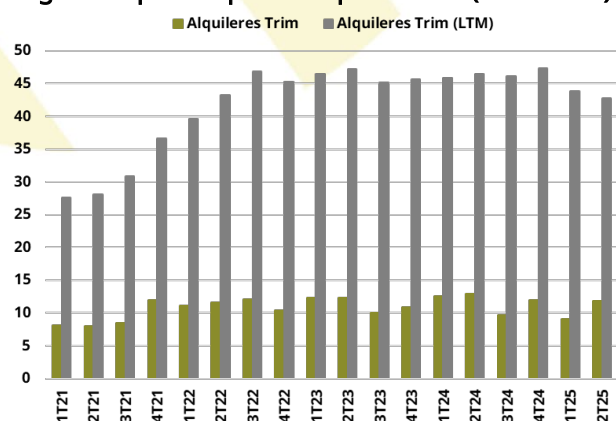
Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

% Ocupación y m² rentables por trimestre


Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

Raghsa informó para en el 2T25 11,9 USD millones en ingresos por alquileres. Los mismos fueron 31% superiores al respecto del trimestre anterior, de floja performance. Contra el 2T24, el 2T25 quedó 8% por debajo. Nada mal considerando que la compañía poseía 5% más de m² rentables el ese periodo.

Por otro lado, para minimizar la estacionalidad del negocio, si observamos los ingresos por alquileres de los últimos 12 meses (LTM), Raghsa alcanzó al cierre del 2T25 los 42.8 USD millones. Naturalmente, por los menores metros disponibles, los ingresos por alquileres vienen deteriorándose al respecto de trimestres anteriores. De todas formas, la estabilidad en los ingresos observada desde 2022, en torno a los USD 45 millones anuales, es algo destacable.

Ingresos por alquileres por trim. (mill. USD)


Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

Asimismo, si observaremos los resultados acumulados a 6 meses, los ingresos por arrendamientos alcanzaron los USD 28.6

millones, valores muy similares a los del año anterior y 6% superiores al 6M23.

Como en periodos anteriores, los costos de alquileres volvieron a perder peso en relación a los ingresos, el margen bruto de los alquileres alcanzó el 90% al 2T25, 400 pb más que hace 2 años atrás. Adicionalmente, los gastos de administración y comercialización se mantuvieron estables.

| Ingresos (mill. de USD) | 6M25 | 6M24 | Var (%) | 6M23 | Var (%) |
|------------------------------|------|------|---------|------|---------|
| Ingresos por alquileres | 28,6 | 28,4 | 1% | 27,1 | 6% |
| Costos de alquileres | 2,7 | 3,1 | -11% | 3,8 | -27% |
| Margen bruto por alq (%) | 90% | 89% | 100pb | 86% | 400pb |
| Ingresos por adm. consorcios | 0,4 | 0,5 | -11% | 0,5 | -18% |
| Gs adm. y comercialización | 8,6 | 8,7 | 0% | 13,0 | -33% |
| Gs/Ingresos por alq. (%) | 30% | 30% | 0pb | 48% | -1800pb |

Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

Raghsa tiene contratos por alquileres con corporaciones locales e internacionales de renombre y de diversas industrias: Chevron, American Express, JPMorgan, Lenovo, AWS, Quilmes, Meta, Raízen, Pedidos Ya, entre otros. Sus ingresos son estables gracias a que la tasa de morosidad ha sido históricamente cercana al 0%. Verificando el riesgo de concentración, JPMorgan representó el 18% del total de los ingresos y créditos comerciales al último cierre.

Ahora bien, si consideramos los 95,630 m² disponibles al último cierre y el precio promedio ponderado por m² del portafolio informado por Raghsa (en torno a los 28 USD), podemos estimar que la firma tiene capacidad de generar 32.1 USD millones anuales en alquileres, solo por su portafolio local. Este cálculo asume una ocupación total de las oficinas y no contempla los ingresos actuales por los alquileres de las residencias en Nueva York ni la puesta en marcha del flamante Centro Empresarial Nuñez.

Al respecto del edificio de Nueva York, el One Union Square South de 16,165 m² rentables, mientras lo renta Raghsa avanza con su revalorización. La obra se estima finalice en 2026. Desde su adquisición vía hipoteca, la inversión viene otorgando mejores resultados

operativos gracias a mejores precios de alquiler y la puesta a punto de mayores unidades funcionales. Para el ejercicio 2025, los ingresos por alquileres anuales se estiman en USD 15.6 millones, mientras que los gastos se proyectan en USD 6.7 millones. El inmueble generaría un ingreso operativo de USD 8.9 millones.

Proyectos de inversión

Raghsa proyecta inaugurar prontamente el Centro Empresarial Núñez. La torre AAA agregará 25,500 m² a ser certificados como Gold por el USGC. Al cierre del 2T25 no quedaron pagos de obras pendientes, por lo que el inmueble ya fue financiado en su totalidad. Bajo ocupación total Raghsa estima sumar ingresos por alquileres por unos USD 9 millones anuales.

Por otro lado, como mencionamos en nuestro informe anterior, Raghsa adquirió en marzo 2024 un nuevo terreno en el corredor norte de Buenos Aires. Se trata de 2,800 m² sobre la Avenida del Libertador, que comparten manzana con el Centro Empresarial Nuñez. La empresa planea construir otra torre premium de 24,000 m² rentables. La compra se pactó por USD 33.5 millones, la cual una parte ya fue abonada al contado, mientras que la restante se financió por medio de un préstamo a marzo 2026 del Banco Itaú Unibanco. A la fecha Raghsa canceló USD 7,9 millones del préstamo, siendo el saldo pendiente de pago de USD 8,1 millones.

La obra se estima comience a mediados de 2026 y totalice los USD 160 millones de inversión. Hasta el momento, Raghsa realizó el acopio de materiales por la suma de USD 4.7 millones.

Perfil de deuda

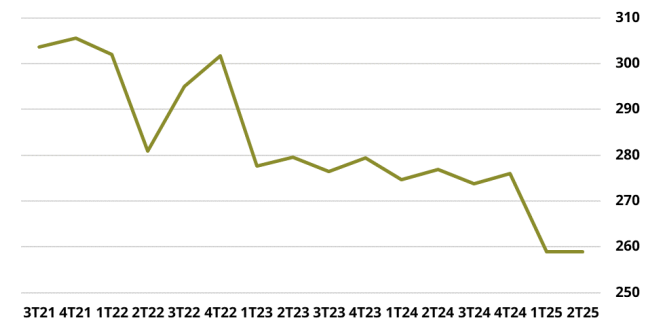
Al 2T25 Raghsa informó una deuda financiera total de USD 258.9 millones. 95% de la misma fue denominada en dólares y el restante 5% en pesos argentinos. El total de los compromisos se

mantiene sin cambios al respecto del 1T25, y es 6% menor al mismo cierre del año anterior.

La deuda financiera en dólares al 2T25 se compuso por bonos corporativos en un 49%, deuda hipotecaria por el inmueble en Nueva York por un 44% y deuda garantizada por acciones de la subsidiaria en Nueva York por el restante 2%. La hipoteca sobre el inmueble en Nueva York totalizó los 113.2 USD millones. Paga intereses anuales del 2.65% hasta el 2030, donde comienza un esquema de tasa variable.

La política de crecimiento de la empresa se basa en mantener las cuentas equilibradas, evitando grandes pagos de capital. Raghsa adquiere terrenos renovando vencimientos de deuda y construye con el flujo propio del negocio.

Deuda financiera total (mill. USD)



Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

Por el lado de los activos, al 2T25 la compañía mantiene bajos niveles de efectivo. La caja y bancos alcanzó solo los USD 3.8 millones, todo dispuesto a afrontar los gastos operativos.

El grueso de los activos liquidados, está en la cartera de inversión de la compañía. Al 2T25 Raghsa totalizó activos financieros por USD 107 millones, el equivalente al 41% de su deuda financiera. Los activos están denominados 98% en dólares, siendo mayormente: bonos del Tesoro Americano, fondos de bonos corporativos extranjeros y bonos corporativos argentinos Ley NY.

Considerando los activos líquidos de la compañía, la deuda neta de Raghsa al cierre del 2T25 alcanzó los USD 148,2 millones. Valores similares al cierre del 2T24. Ahora bien, si descartamos a la hipoteca sobre el Union Square South, que está garantizada por el mismo inmueble, la deuda financiera neta se reduciría a solo unos USD 35 millones.

Esto significa que la empresa podría cancelar todas sus emisiones de deuda que circulan en el mercado utilizando sus activos líquidos, junto con alguna venta de sus unidades funcionales o tan sólo con una porción extra de sus alquileres.

Al cierre del 2T25, la deuda sin hipoteca de Raghsa implica compromisos por intereses anuales de USD 10.2 millones. Si proyectamos un flujo de alquileres de las oficinas de Raghsa, a los precios antes mencionados y a la ocupación actual, Raghsa obtendría USD 30 millones anuales. Este flujo implicaría que la compañía tenga capacidad de cubrir hasta 2.9 veces los intereses anuales a pagar utilizando solamente sus ingresos operativos.

| mill. de USD | 2T25 | 2T24 | Var (%) | 2T23 | Var (%) |
|-----------------------------|-------|-------|---------|-------|---------|
| Deuda Financiera | 258,9 | 259,0 | 0% | 276,9 | -6% |
| Caja y Bancos | 3,8 | 1,3 | 181% | 4,9 | -23% |
| Activos Financieros | 107,0 | 111,8 | -4% | 153,8 | -30% |
| Deuda Neta | 148,2 | 145,8 | 2% | 118,1 | 25% |
| D. Fin. (sin hipoteca) | 145,7 | 162,8 | -10% | 162,8 | -10% |
| Deuda Neta (sin hipoteca) | 35,0 | 49,6 | -30% | 4,0 | 764% |
| Int. anuales (sin hipoteca) | 10,2 | | | | |
| Alquileres/Int. Anuales | 2,9 | | | | |

Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

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 148.2 millones, los intereses llegarían a USD 13.3 millones y los ingresos por alquileres hasta los USD 45.6 millones.

Con estos nuevos flujos y stocks, el ratio de apalancamiento deuda neta/alquileres sería de 3.3 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 de comercialización de los inmuebles de Raghsa para verificar también su capacidad de pago. Tras las últimas ventas, el valor de los m² disponibles fue tasado al 2T25 en 473.1 USD millones (el equivalente a un precio por m² de USD 4,000). Este valor es más de 3 veces la deuda emitida en bonos corporativos. Muy destacable considerando que solo tiene en cuenta el valor del terreno del Centro Empresarial Nuñez y no incluye el nuevo terreno de Avenida Libertador.

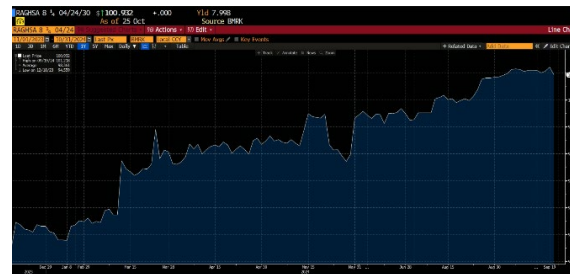
RAGHSA 8 ½ 2027



Fuente: Bloomberg.

La clase 4 fue emitida por USD 58.3 millones, amortiza a su vencimiento en 2027, y posee intereses pagaderos semestralmente con cupones anuales del 8.5%. El bono cotiza con un precio clean en el exterior de 101-102 USD, lo que brinda una TIR en torno al 7.8% y duration modificada de 2.1 años.

RAGHSA 8 ¼ 2030



Fuente: Bloomberg.

Por su parte, la clase 5, emitida por USD 56.8 millones tiene vencimiento en 2030, amortiza también bullet y posee un cupón anual pagadero semestralmente del 8.25%. El título

puede ser adquirido a idem precios cable de 101-102 USD, dando una TIR muy similar de 7.9% pero con duration modificada de 4.3 años.

Perspectivas

Raghsa se destaca como empresa líder en el desarrollo de oficinas premium en el país, consolidando un nuevo polo corporativo en el corredor norte de Buenos Aires. La compañía tiene la capacidad de cubrir cómodamente el pago de sus bonos en circulación mediante sus alquileres, sus activos financieros liquidados o la venta de m², incluso a precios por debajo del valor de mercado.

Con un sólido plan de expansión y un control estricto de sus estados financieros, Raghsa presenta activos en moneda dura y un muy bajo nivel de endeudamiento. Esto le permite seguir desarrollando nuevos proyectos inmobiliarios.

Incluir bonos corporativos de Raghsa en una cartera de corporativos locales es una idea inteligente para diversificar riesgo, considerando que el Real Estate es un sector históricamente defensivo de la economía local. Los bonos 2027 y 2030 ofrecen atractivos cupones, brindando un flujo de ingresos confiable para quienes valoran la estabilidad.

Con un riesgo país en baja y el creciente interés en bonos corporativos impulsado por el blanqueo, Raghsa se presenta como una opción atractiva, con una TIR más competitiva frente a otros desarrolladores locales como Irsa. El bono IRSAAR 8 ¾ 2028 opera en 103-104 clean cable, con TIR de 7.1% y duration de 2 años.

En esta tesis, nuestros fondos de renta fija en dólares, custodiados tanto localmente como en el extranjero, mantienen una alta ponderación de las emisiones RAGHSA 8 ½ 2027 y RAGHSA 8 ¼ 2030 en sus portafolios. Recomendamos a los inversores a estar atentos ante la posibilidad de la emisión de nuevos bonos de Raghsa. El regreso al mercado internacional de la deuda

corporativa local está brindando a los inversores oportunidades más atractivas, con un potencial de retorno de inversión superior en comparación al que se observa por mercado.

Juan José Battaglia
juan@sekoia.com.uy

Manuel Carvalho
manuel@sekoia.com.uy

Ian Weber
ian@sekoia.com.uy

Tomás Mangino
tomasmingino@sekoia.com.uy