

21 de julio de 2023

Raghsa

Raghsa es una compañía que se dedica al desarrollo, construcción, venta y alquiler de oficinas y viviendas con altos estándares de calidad. Su trayectoria se inició en el año 1969. La empresa es líder en Argentina en el mercado de alquiler corporativo clase AAA y el desarrollo de torres residenciales de lujo.

Los ingresos operativos de la firma provienen de la venta de inmuebles, los alquileres y la administración de consorcios de sus oficinas y residencias. Entre sus edificios construidos y ya vendidos se destacan las famosas torres residenciales de Le Parc de Buenos Aires y Punta del Este y los inmuebles de oficinas como el Madero Riverside, el Edificio Plaza San Martín y la Torre San Martín, entre otros.

En la actualidad la empresa administra un portafolio de 3 edificios de oficinas y avanza desde el 2020 con la construcción de un nuevo complejo corporativo premium en el barrio Núñez. Raghsa también tiene presencia en el mercado americano de Real Estate. La firma posee un inmueble residencial en la ciudad de Nueva York de más de 16 mil m² rentables, el One Union Square South.

Resultados

Los ingresos por alquileres de Raghsa en nuestro país están atados al dólar mayorista. El m² en el mercado de alquileres de oficinas premium de Argentina se pricea a dólar oficial. Por su parte, los desarrollos fuera del país y la compra/venta de inmuebles le brindan a la firma la posibilidad de obtener ingresos en moneda dura. Asimismo, alineado con la naturaleza de su negocio, los activos y pasivos de Raghsa se encuentran denominados en dólares casi en su totalidad. Por esta razón, en primera instancia analizaremos los resultados de Raghsa a tipo de cambio oficial según corresponda a cada periodo analizado.

Raghsa presentó sus últimos resultados al cierre del primer trimestre del ejercicio 2024, con fecha 31 de

mayo de 2023. La compañía cierra cada ejercicio a fines de febrero de cada año.

Como destacamos en nuestro informe anterior ([ver último informe](#)), Raghsa viene desprendiéndose de sus oficinas localizadas en el centro de CABA, para priorizar sus operaciones en el corredor norte y en sus edificios más modernos. Luego de ceder en su totalidad la torre Madero Riverside y el Edificio Plaza San Martín en 2022, durante el primer semestre de 2023 la empresa vendió unidades funcionales y cocheras de la Torre Madero Office recibiendo a cambio unos USD 15,7 millones.

El portafolio actual de oficinas se compone por la torre Madero Office, el 955 Belgrano Office y el Centro Empresarial Libertador. Tras las últimas ventas, la superficie rentable total totalizó los 102.637 m². Raghsa concentra la ocupación en sus inmuebles de mayor calidad: el Belgrano Office con el 87% y Centro Empresarial Libertador con el 97%. Ambos edificios están certificados por la U.S. Green Building Council (USBGC) en la clasificación Gold y representan el 88% del total de metros disponibles de la empresa.

% de Ocupación	Edificio Plaza San Martín	Torre Madero Office	Torre 995 Belgrano Office	Torre Madero Riverside	Ctro. Emp. Libertador	Total
m2 rentables	-	11.918	30.499	-	60.220	102.637
1T2023/24	-	70%	87%	-	97%	90,9%
4T2022/23	-	63%	87%	-	97%	89,8%
Var (pb)	-	700	0	-	0	113
1T2022/23	36%	35%	93%	64%	94%	87,4%
Var (pb)	-	3500	-600	-	300	349
1T2021/22	68%	56%	93%	96%	82%	85,1%
Var (pb)	-	1400	-600	-	1500	581

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Al último cierre, el porcentaje de ocupación promedio alcanzó el 91%, niveles de ocupación que no se observaban desde la pre-pandemia. El desprendimiento de m² en la Torre Madero Office, de menor ocupación, permitió la mejora de este indicador con respecto al cierre del trimestre anterior.



Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En el último trimestre, Raghsa informó ingresos por alquileres de USD 12,5 millones, 2% por encima del mismo trimestre del año anterior.

Para ver una evolución más representativa de los alquileres, el ejercicio 2023 que finalizó en febrero pasado totalizó ingresos por arrendamientos de USD 51,2 millones, 10% más con respecto al ejercicio anterior. La combinación de un mayor porcentaje de ocupación sobre la disponibilidad de m² de mayor calidad generaron un aumento de los ingresos. Asimismo, se observó una disminución en los costos por alquileres, por efecto de una mayor eficiencia de uso en los m² disponibles.

Como mencionamos anteriormente, los clientes de oficinas Raghsa se diversifican en distintas industrias representadas por corporaciones locales e internacionales. Cabe mencionar la leve mejora en el nivel de concentración con respecto al % total que representan los arrendamientos de sus dos principales clientes, las empresas Chevron y JP Morgan. Al último cierre, las dos compañías representaron el 18% de los ingresos y créditos comerciales de la firma, cuando trimestres anteriores habían representado el 23%. De todas formas, el nivel de concentración de los ingresos es un riesgo importante a seguir monitoreando en este segmento de negocio.



Fuente: Presentación Raghsa Abr-23.

Por su parte, al mismo tiempo que los ingresos por alquileres mostraron crecimiento, los gastos

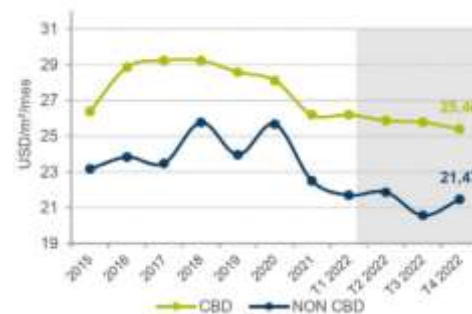
administrativos y comerciales se incrementaron en forma relevante. Los gastos administrativos y comerciales totalizaron los USD 19,2 millones para el ejercicio 2022/23, un 40% más que el ejercicio anterior. A pesar de que se observó una leve variación en algunos gastos administrativos (en pesos ajustados por inflación la suba interanual fue de sólo el 5%), el doble efecto que provoca la alta inflación y el atraso cambiario volvieron a sobreponderar los gastos realizados por la firma en moneda local.

Ingresos (mill. de USD)	3M2023/24	3M2022/23	Var (%)	Ej. 2022/23	Ej. 2021/22	Var (%)
Ingresos por alquileres	12,5	12,3	2%	51,2	49,8	3%
Costos de alquileres	1,4	1,7	-17%	6,4	7,3	-11%
Costos/Ingresos por alq (%)	11%	14%	-300pb	13%	15%	-200pb
Ingresos por adm. consorcios	0,3	0,2	20%	0,6	0,6	14%
Gs adm. y comercialización	3,6	3,3	9%	19,2	13,7	40%
Gs/Ingresos por alq. (%)	29%	27%	200pb	38%	28%	1000pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Realizando una proyección de flujos de ingresos según el precio promedio del m² del mercado de oficinas premium, de USD 25,4 por m², con el portafolio actual la compañía tiene la capacidad de generar un flujo e USD 31,3 millones en alquileres anuales. Asimismo, en caso de mantener el nivel presente de ocupación, la firma alcanzaría un flujo anual de 28,4 USD millones. Estas estimaciones no contemplan inmuebles por fuera del portafolio de la CABA ni tampoco potenciales ventas o puesta en marcha de unidades funcionales.

Precio alquiler en USD por m² (CBD, certificado)



Fuente: Presentación Raghsa Abr-23.

Alquileres	1T2023/24
m2 disponibles	102.637
Precio alq. prom. m2 (USD)	25,40
FF mensual de alq. (mill. USD)	2,61
FF anual alq. (mill. USD)	31,3
% de ocupación	91%
m2 efect. rentados	93.290
FF mensual de alq. (mill. USD)	2,37
FF anual alq. (mill. USD)	28,4

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Por otro lado, a través de su subsidiaria Raghsha Real Estate LLC la empresa posee un inmueble de residencias en los Estados Unidos. El edificio One Union Square South fue construido en 1998, está ubicado en el corazón de Nueva York y dispone de 239 unidades para su alquiler. Su superficie rentable total es de 16.165 m².

Los ingresos por alquileres anuales se estiman en USD 14,9 millones para 2023, mientras que los gastos se proyectan en USD 13,7 millones. El inmueble generaría un ingreso neto operativo de USD 1,2 millones para 2023. Esta estimación es bastante menor a la proyectada en 2022. El objetivo de la firma en su edificio de EEUU durante este año estará puesto en la reinversión de los flujos para la revalorización y el reposicionamiento del inmueble en el mercado neoyorquino. Raghsha tomó deuda muy barata para comprar la mitad del edificio en el corazón de NY y todavía está en una etapa de reinversión de flujos para apuntar a un segmento residencial de alta calidad.

Inversiones y proyectos

Raghsha avanza con la construcción del nuevo Centro Empresarial Núñez, ubicado en la calle Campos Salles sobre el corredor de Av. Libertador. La construcción de esta torre de clase AAA incorporará 24.000 nuevos m² rentables. La firma buscará certificar este inmueble bajo la clasificación Gold del USGBC. A los precios promedio de alquiler antes descriptos y en un escenario de total ocupación, la obra tiene un flujo potencial de alquileres de 7,3 USD millones anuales.

En lo que respecta al avance de la obra, la empresa ya ha contratado el 90% del total de la obra y abonado el 63% de la misma. Se estima que el Centro Empresarial tenga fecha de finalización y lanzamiento en junio de 2024. En lo comercial, Raghsha inició recientemente negociaciones de alquileres con clientes.

En lo que respecta a otras inversiones, a principios de 2023 Raghsha vendió la totalidad de las unidades restantes que quedaban por comercializar de su Torre Le Park IV de Punta del Este.

Perfil de deuda

Al cierre del primer trimestre, la Sociedad informó una deuda financiera total de USD 274,6 millones, toda denominada en dólares. El monto es un 2% inferior al cierre del trimestre anterior y un 3% inferior al mismo periodo del año anterior. El canje de deuda realizado en marzo 2023 y la continua prudencia financiera lograron mantener estable el flujo de pasivos financieros.

La deuda financiera está compuesta por obligaciones negociables (ONs) en un 54,6%, deuda hipotecaria por el inmueble en Nueva York por un 41,6% y deuda garantizada por acciones de la subsidiaria en Nueva York por el restante 3,8%.

Las ONs se corresponden a tres clases; la ON clase 3 con vencimiento en 2024 e intereses del 7,25% por USD 34,3 millones, la ON clase 4 con vencimiento en 2027 e intereses del 8,5% por USD 57,8 millones y la ON clase 5 con vencimiento en 2030 e intereses del 8,25% por USD 56,3 millones. Todas las clases amortizan al vencimiento y tienen legislación NY.

La ON clase 5 surgió como resultado del canje anticipado y voluntario realizado por la ON clase 3. La Sociedad ofreció a los tenedores un nuevo título a 6 años (el mayor plazo ofrecido hasta el momento por los emisores locales). Como contraprestación Raghsha solo elevó un punto porcentual el cupón de pago anual. Los tenedores del 61,8% del valor nominal de la ON clase 3 aceptaron las condiciones del canje, un elevado nivel de participación que reflejó el nivel de confianza de los inversores en la firma.

Por su parte, la hipoteca sobre el inmueble en Nueva York equivale a 114,2 USD millones y paga intereses del 2,65% anual los primeros 10 años, pasando luego a un esquema de tasa variable Libor. Las cuotas de amortización comenzarán a abonarse a partir de noviembre 2023. Este crédito fue tomado en 2020, en un contexto de tasas internacionales muy bajas, una gran oportunidad aprovechada por la compañía.

La caja y equivalentes de la compañía al último cierre totalizó los USD 8,1 millones. Ahora bien, si tenemos

en cuenta que de la caja el 75% esta denominado en dólares, la caja y equivalentes a tipo de cambio contado con liquidación (CCL) de cierre se reduciría a USD 7 millones. Este monto se redujo en USD 2,1 millones con respecto al cierre del trimestre anterior.

La pequeña caja de Raghsa se compensa con una abultada cuenta de activos financieros. Al último cierre los activos financieros a precio de mercado y dolarizados al tipo de cambio CCL totalizaron los 137,8 USD millones. Esto fue un 2% más al respecto del trimestre anterior y un 165% más al respecto de la tenencia al mismo cierre del año anterior. El 99% de estos instrumentos están denominados en dólares, entre los que se incluyen: Bonos del Tesoro Americano, Fondos Comunes de Inversión con títulos de renta fija mayormente extranjera y ONs de ley NY de otras compañías emisoras locales.

Por el lado de los pasivos, la hipoteca sobre el Union Square South de NY está garantizada por el mismo inmueble. Por esta razón, tomaremos en cuenta primeramente los ratios de deuda sin considerar el stock de deuda hipotecaria, ni los flujos de cobros de alquileres, ni pagos de gastos ni intereses que se correspondan a las actividades operativas en NY.

Sin los compromisos vigentes para la compra del inmueble en los Estados Unidos, la deuda financiera total se reduce a unos USD 149,9 millones. Este endeudamiento implica el pago de intereses anuales de USD 12,1 millones. Por su parte, la deuda financiera neta de caja y activos se contrae a solo unos USD 5,1 millones. Esto significa que si proyectamos un escenario moderado en el cual Raghsa obtenga un flujo anual de alquileres de USD 28,4 millones, sólo bastaría que la compañía reciba alquileres durante 3 meses para hacer frente al pago neto de su deuda. A su vez este flujo puede cubrir hasta 2,4 veces los intereses anuales a pagar. Ambos múltiplos reflejan la buena posición financiera de la compañía, que no pierde caja y acumula activos financieros gracias a los cobros de alquileres y ventas de propiedades a pesar del capex invertido en nuevos proyectos.

Ahora bien, si consideramos a la deuda hipotecaria y los flujos proyectados por cobros de alquileres de residencias en Nueva York, la deuda neta totalizaría los USD 129,8 millones. En el mismo sentido, el flujo de alquileres se incrementaría levemente en USD 29,6 millones y los intereses de deuda llegarían a los USD 15,3 millones anuales. Este nivel de deuda neta genera un apalancamiento de 4,4 veces, es decir se necesitarían 4 años y medio de operaciones para hacer frente a la deuda. El nivel no es alto considerando que el préstamo hipotecario se abonara en cuotas de amortización a finalizar recién en el año 2050.

En un segundo análisis, podemos comparar el valor total de los m² vendibles del portafolio de Raghsa contra la deuda neta a pagar, ello considerando solo los activos en Argentina y la deuda de Raghsa sin la hipoteca. A mayo 2023, la empresa informó un valor de mercado de todos sus inmuebles de USD 504,7 millones, lo que significa un precio promedio de venta de oficinas de precitadamente USD 4.000 por m².

Esto significa que el valor de los inmuebles del portafolio en Argentina representa casi 4 veces la deuda financiera total, y casi 100 veces la deuda financiera neta que debe responder Raghsa S.A. a sus obligacionistas. La venta de alguna de las propiedades al precio valuado por la compañía anteriormente mencionado o incluso muy por debajo del mismo, bastaría para cubrir el pago del total de las obligaciones negociables. La empresa tiene prácticamente deuda neta cero.

Renta Fija

La ON que vence en marzo 2024 cotizan clean cable a la par, en torno al 99,5%. La TIR es de 8% y su duration modificada es de 0,6 años. El bono se destacó por su notable firmeza en los últimos dos años, operó con muy bajos niveles de volatilidad y comprimió riesgo tras su canje. Muy buen resguardo de valor en años difíciles, para aquellos inversores conservadores que buscaron estabilidad y cupón.

Raghsa 7,25% vto. 2024

Issue Description		Issuer Description		Identifiers	
Page:		Name: RAGHSA SA	TICK: BBG00G620V69	ISIN: USP79849AC24	
Issue Info:		Industry: Other Financial (BCLASS)		ID Number: AM8726540	
Security Information:		Mkt Iss: EURO-DOLLAR	Bond Ratings:	Moody's: Caa2	
City/Reg AR:		Currency: USD			
Rank: Sr Unsecured		Series: REGS			
Coupon: 7.250000		Type: Fixed			
Qtn Freq 5/A		Day Cnt: 194A-30/300	Iss Price: 99.32600	Issuance & Trading:	
Maturity: 03/21/2024		Aggregated Amount Issued/Out:			
CALL 08/22/23@100.00		USD: 119,729.84 (M) /			
Iss Yield: 7.37%		USD: 35,114.56 (M)			
Calc Type: {1}STREET CONVENTION		Min Piece/Increment:			
Pricing Date: 03/15/2017		1,000.00 / 1.00			
1st Coupon Date: 09/21/2017		Par Amount: 1.00			
Exchange Notice Date: 03/17/2023		Book Runner: ITAU,BSIS			
Exchange Expiration Date: 04/20/2023		Reporting: TRAC			
ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AC24					

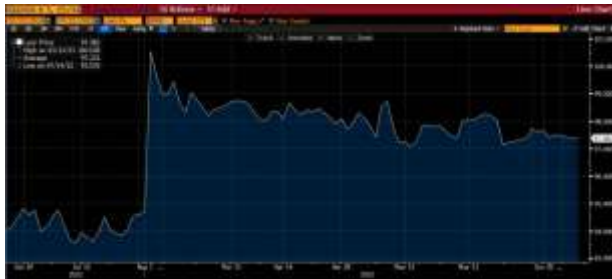


Fuente: Bloomberg

Por su parte la ON 2027 emitida en 2020 cotiza con una paridad del 98,5%, brindando una TIR cercana al 9% con duration modificada de 3,1 años.

Raghsa 8,5% vto. 2027

Issue Description		Issuer Description		Identifiers	
Page:		Name: RAGHSA SA	TICK: BBG00T5YC186	ISIN: USP79849AD07	
Issue Info:		Industry: Other Financial (BCLASS)		ID Number: BH4647301	
Security Information:		Mkt Iss: EURO-DOLLAR	Bond Ratings:	Moody's: Caa2	
City/Reg AR:		Currency: USD			
Rank: Sr Unsecured		Series: REGS			
Coupon: 8.500000		Type: Fixed			
Qtn Freq 5/A		Day Cnt: 194A-30/300	Iss Price:	Issuance & Trading:	
Maturity: 05/04/2027		Aggregated Amount Issued/Out:			
CALL 05/04/2027		USD: 58,342.00 (M) /			
Iss Yield:		USD: 58,342.00 (M)			
Calc Type: {1}STREET CONVENTION		Min Piece/Increment:			
Pricing Date: 04/02/2020		1,000.00 / 1.00			
Interest Accrual Date: 05/11/2020		Par Amount: 1,000.00			
1st Settle Date: 05/11/2020		Book Runner:			
1st Coupon Date: 11/04/2020		Reporting: TRAC			
ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AC24 AND 144A/REGS CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AC24					



Fuente: Bloomberg

Por último, la ON más larga a 2030 puede ser adquirida en el mercado a precios clean cable en 96%, otorgando una TIR del 9% con duration modificada de 4,9 años.

Raghsa 8,25% vto. 2030

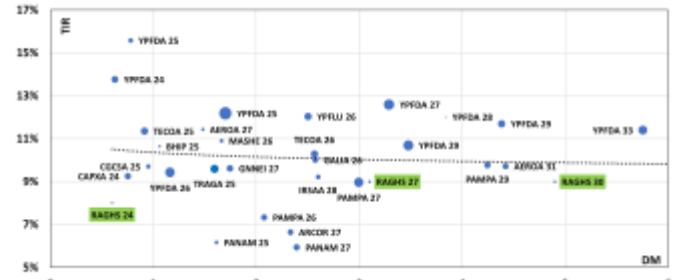
Issue Description		Issuer Description		Identifiers	
Page:		Name: RAGHSA SA	TICK: BBG01GF95M3	ISIN: USP79849AE89	
Issue Info:		Industry: Other Financial (BCLASS)		ID Number: 7K3626156	
Security Information:		Mkt Iss: EURO-DOLLAR	Bond Ratings:	Moody's: Caa2	
City/Reg AR:		Currency: USD			
Rank: Sr Unsecured		Series: REGS			
Coupon: 8.250000		Type: Fixed			
Qtn Freq 5/A		Day Cnt: 194A-30/300	Iss Price:	Issuance & Trading:	
Maturity: 04/24/2030		Aggregated Amount Issued/Out:			
CALL 04/24/2030		USD: 56,777.28 (M) /			
Iss Yield:		USD: 56,777.28 (M)			
Calc Type: {1}STREET CONVENTION		Min Piece/Increment:			
Pricing Date: 03/17/2023		1,000.00 / 1.00			
Interest Accrual Date: 04/24/2023		Par Amount: 1.00			
1st Settle Date: 04/24/2023		Book Runner:			
1st Coupon Date: 10/24/2023		Reporting: TRAC			
ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AC24					



Fuente: Bloomberg

Raghsa se ubica levemente por debajo de la curva de rendimientos de bonos corporativos argentinos. Otros comparables privados como Irsa operan con rendimientos similares. Irsa 2028 posee una TIR del 9,2% con duration de 2,6 años.

Curva de bonos corporativos argentinos Ley NY



Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

Perspectivas

En resumen, la compañía administra con suma prolijidad la madurez de sus activos y pasivos logrando una excelente posición financiera a medida que invierte en nuevos desarrollos diversificando no solo la moneda sino también la calidad y origen de sus futuros clientes.

Por otra parte, el amplio colchón de rendimiento que ofrecen sus obligaciones negociables funcionaron

como resguardo de valor, a pesar de operar en un contexto que golpea a todas las paridades de la renta fija a nivel global.

Uno de nuestros bonos preferidos hace muchos años. Creemos que es de las mejores relaciones riesgo/retorno de los emisores locales en moneda dura y de legislación extranjera. En nuestros fondos de bonos es uno de los principales activos en cartera.

Como el resto de la curva argentina corporativa de calidad, estos meses fue perdiendo atractivo contra los buenos rendimientos que otorgan otros bonos emergentes de economías más ordenadas que la Argentina. Dicho esto, como emisor local, es por lejos uno de nuestros preferidos hace mucho tiempo. Nos gusta Raghsa, nos sentimos cómodos. Los bonos lucen a priori algo caros, pero dormimos tranquilos con buen cupón corriente.

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