

18 de noviembre de 2022

Raghsa

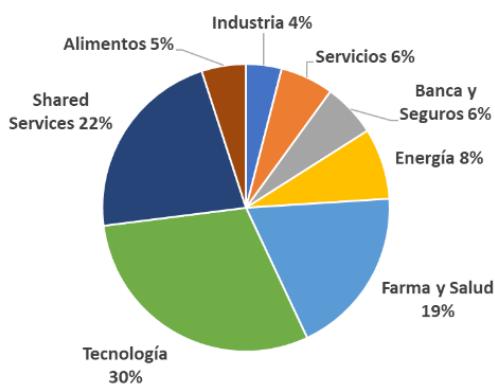
Raghsa, fundada en 1982, es una compañía que se dedica al desarrollo, construcción, venta y alquiler de oficinas y viviendas con altos estándares de calidad. La empresa es una de las líderes en la Argentina en el mercado de alquiler corporativo clase A y el desarrollo de torres residenciales de lujo.

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 en nuestro país las famosas torres residenciales de Le Park Puerto Madero, Figueroa Alcorta y Palermo, y en Uruguay las torres Le Park Punta del Este I, II y III.

En la actualidad la compañía está avanzando en la construcción de un nuevo Centro Empresarial en el barrio de Núñez para expandir su oferta de oficinas premium. Asimismo, Raghsa posee presencia en el mercado americano de Real State con un imponente inmueble de departamentos en la ciudad de Nueva York, el One Union Square South.

La base de clientes de oficinas Raghsa se diversifica en industrias, representadas por corporaciones locales e internacionales de primera línea. Entre estas: Chevron, Facebook, Navent, HP, TGN, L'Oréal, DOW, PedidosYa, Quilmes, GlaxoSmithKline, JPMorgan, Amazon, Itaú, Lenovo, Loma Negra y Raizen.

% Ingresos según sectores de clientes



Fuente: Sekoia en base a presentación Raghsa Oct-22.

Resultados

Los ingresos por alquileres de Raghsa en nuestro país están atados al dólar oficial. El m² en el mercado de oficinas premium de Argentina se pricea a dólar mayorista. Por su parte, los desarrollos fuera del país le brindan a la firma la posibilidad de obtener divisas. Asimismo, como veremos más adelante, alineado a su negocio, los activos y pasivos de Raghsa se encuentran prácticamente todos denominados en moneda dura. Por esta razón, analizaremos los resultados de Raghsa a tipo de cambio oficial promedio o de cierre según corresponda a cada periodo de balance.

Raghsa presentó sus últimos resultados al cierre del segundo trimestre del ejercicio 2023, con fecha el 31 de agosto de 2022, recordar que la compañía cierra cada ejercicio a fines de febrero de cada año.

Durante el último trimestre, Raghsa vendió dos de sus inmuebles de oficinas para centrar sus operaciones en el corredor norte de la Ciudad de Buenos Aires. La empresa cedió la totalidad de la torre Madero Riverside, inmueble de 16.024 m² rentables por USD 70 millones y terminó de desprenderse del Edificio Plaza San Martín, vendiendo las restantes unidades funcionales y cocheras que poseía por un total de 9.375 m² rentables a USD 27 millones.

El portafolio actual de oficinas se compone por la torre Madero Office (13.146 m²), el 955 Belgrano Office (30.499 m²) y el Centro Empresarial Libertador (60.220 m²). La superficie rentable es hoy de 103.865 m². Considerando estos metros disponibles, el porcentaje de ocupación promedio al cierre de agosto alcanzó el 85%. El desprendimiento del Edificio Plaza San Martín, de baja ocupación, permitió la mejora de este indicador con respecto al trimestre anterior. Raghsa mantiene una ocupación casi total en sus inmuebles más nuevos y de mayor calidad: el Belgrano Office con el 93% ocupado y Centro Empresarial Libertador con el 92% demandado. Ambos edificios están certificados por la U.S. Green Building Council (USBGC) en la clasificación Gold y representan el 87% del total de metros disponibles

de la compañía. El Centro Empresarial Libertador fue inaugurado en enero de 2020 y es el edificio de oficinas de categoría AAA más grande del país.

% de Ocupación	Edificio Plaza San Martín	Torre Madero Office	Torre 995 Belgrano Office	Torre Madero Riverside	Ctro. Emp. Libertador	Total
m2 rentables	-	13.146	30.499	-	60.220	103.865
2T2022/23	-	35%	93%	-	92%	85%
1T2022/23	36%	35%	93%	64%	94%	80%
Var (pb)	-	0	0	-	-200	524
2T2021/22	68%	55%	93%	96%	92%	86%
Var (pb)	-	-2000	0	-	0	-69
2T2020/21	88%	75%	97%	100%	74%	83%
Var (pb)	-	-4000	-400	-	1800	171

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Al cierre del primer semestre, Raghsa informó ingresos por alquileres de USD 27.1 millones. Los ingresos por arrendamientos crecieron un 14% contra el mismo periodo del año anterior y un 63% con respecto al ejercicio con cierre en 2021. Como mencionamos en resúmenes anteriores ([ver último resumen](#)) la expansión de ingresos en alquileres se explicó gracias a la puesta en marcha del Centro Empresarial Libertador, inmueble que hoy representa el 58% de los m² rentables en oficinas de la compañía. Cabe aclarar que los ingresos por arrendamientos del último semestre pueden corresponderse mayormente a la ocupación de oficinas en periodos anteriores. En el segundo trimestre del ejercicio 2022, la empresa alcanzó un nivel récord de m² ocupados, alquilando más de 116.000 m² totales en su anterior portfolio compuesto por 134.411 m² dispersos en 5 inmuebles.

Por otro lado, al mismo tiempo que los ingresos por alquileres mostraron crecimiento, los costos por alquileres y gastos administrativos y comerciales se incrementaron más que proporcionalmente. Los costos por alquileres representaron el 14% de los arrendamientos en el primer semestre, cuando el año anterior estos solo representaban el 5%. Asimismo, los gastos totalizaron los USD 13 millones, un 94% más que el mismo periodo del año anterior. Este efecto se dio por la combinación de mayores gastos en honorarios, impuestos, tasas y contribuciones, y el aumento en dólares de los gastos en moneda local. Los desequilibrios macro ensucian

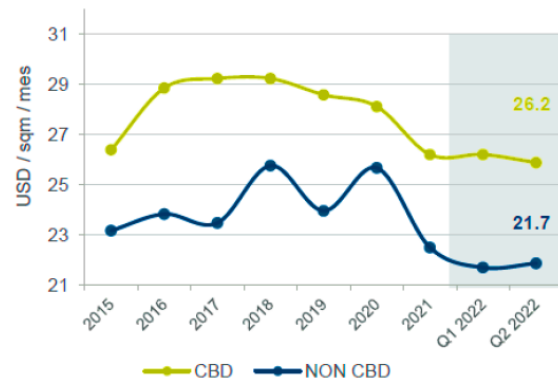
los balances corporativos. Agosto 2022 cerró con una devaluación interanual del 42%, mientras que la inflación alcanzó el 71% durante el mismo periodo.

Ingresos (mill. de USD)	6M2022/23	6M2021/22	Var (%)	6M2020/21	Var (%)
Ingresos por alquileres	27,1	23,7	14%	16,6	63%
Costos de alquileres	3,8	4,0	-5%	0,8	395%
Costos/Ingresos por alq (%)	14%	17%	-300pb	5%	900pb
Ingresos por adm. consorcios	0,5	0,4	37%	0,3	77%
Gs adm. y comercialización	13,0	6,7	94%	3,4	283%
Gs/Ingresos por alq. (%)	48%	28%	2000pb	20%	2800pb

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Realizando una proyección de flujos de ingresos según el precio promedio del m² de las oficinas premium de Raghsa de USD 26,2, con sus metros actuales la compañía tiene la capacidad de generar un flujo máximo estimado de USD 32,6 millones en alquileres anuales de oficinas. Asimismo, en caso de mantener el nivel presente de ocupación, la firma alcanzaría un flujo anual de 27,8 USD millones. Estas estimaciones promedio no consideran el desprendimiento de unidades funcionales ni la adquisición o puesta en marcha de nuevos proyectos.

Precio alquiler en USD por m² (CBD, certificado)



Fuente: Presentación Raghsa Oct-22.

Alquileres	2T2022/23
m2 disponibles	103.865
Precio alq. prom. m2 (USD)	26,17
FF mensual de alq. (mill. USD)	2,72
FF anual alq. (mill. USD)	32,6
% de ocupación	85%
m2 efect. rentados	88.367
FF mensual de alq. (mill. USD)	2,31
FF anual alq. (mill. USD)	27,8

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Por otro lado, en el ámbito internacional, la compañía posee a través de su subsidiaria Raghsha Real Estate LLC un importante inmueble de residencias en los Estados Unidos. El mismo fue adquirido durante la pandemia a finales de 2020. 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.

Luego de un periodo de reacondicionamiento de las unidades con un periodo de gracia para los inquilinos, la proyección de ingresos por alquileres a un año vista del One Union Square South se estima en USD 14,7 millones anuales. Considerando gastos de USD 8,3 millones, el inmueble podría generar un ingreso neto operativo (antes de intereses y amortizaciones) de USD 6,4 millones por año. La propiedad en Nueva York le permite a Raghsha desembarcar en nuevos mercados para diversificar el riesgo local de su portafolio.

Inversiones y proyectos

Al presente Raghsha está enfocada en expandir su portafolio de oficinas en un nuevo inmueble premium, el Centro Empresarial Núñez, ubicado en la calle Campos Salles sobre el corredor de Av. Libertador. La construcción de esta torre de clase A incorporará 24.000 nuevos m² rentables. Raghsha 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 7,5 USD millones anuales.

En lo que respecta al avance de la construcción, en el último semestre se finalizó la excavación, se inició la instalación de la estructura resistente de hormigón armado y comenzaron trabajos correspondientes a albañilería y otras instalaciones complementarias. En forma preventiva y utilizando únicamente los flujos provenientes del negocio, la firma ya acopió el 90% del hormigón y ha consumido el 40% del acero total de la obra, habiéndose contratado alrededor del 90% de la misma y abonado el 50%.

En lo que respecta a otras inversiones, Raghsha posee una reconocida tradición inversora en el mercado de residencias premium de Punta del Este. La empresa a través de nueva subsidiaria en Uruguay, construirá un nuevo edificio de viviendas, Le Park Torre IV. La torre estará compuesta por un total de 96 unidades. De estas unidades ya se han vendido 60, quedando pocas por comercializar.

Por último, la Sociedad declaró al cierre del último balance su interés en seguir buscando oportunidades de inversión inmobiliarias en la Ciudad de Nueva York, sea de manera autónoma o bien asociada a terceros.

Perfil de deuda

Al cierre del segundo trimestre, la Sociedad informó una deuda financiera total de USD 283,8 millones, toda denominada en dólares. Prácticamente el monto es equivalente al alcanzado al cierre del trimestre anterior y al mismo periodo del año anterior. La compañía continuó con su política prudencial y fondeó sus proyectos con flujo propio.

La deuda financiera está compuesta por obligaciones negociables (ONs) en un 54,6%, la deuda hipotecaria por el inmueble en Nueva York por un 40%, deuda garantizada por acciones de la subsidiaria en Nueva York en un 4,6% y depósitos en garantía por 0,9%.

Las ONs se corresponden a la clase 3 con vencimiento en 2024 e intereses del 7,25% por 94,9 USD millones y a la clase 4 con vencimiento en 2027 con intereses del 8,5% por 60 USD millones. Ambas clases amortizan al vencimiento y tienen legislación extranjera.

Por su parte, la hipoteca sobre el inmueble en Nueva York equivale a 113,4 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. Se espera que el flujo de alquileres del inmueble

netos de gastos pague los intereses correspondientes a la hipoteca y a la deuda garantizada, dejando un margen de ganancia entre el 2,5% y el 3,5% de la inversión.

La caja y equivalentes de la compañía al último cierre totalizó los USD 16,3 millones. Ahora bien, si tenemos en cuenta que de la caja el 58% esta denominado en dólares y el resto se corresponde a stocks en pesos, la caja y equivalentes a tipo de cambio libre contado con liquidación (CCL) de cierre se reduciría a USD 12,6 millones por efecto de la brecha cambiaria del 116%. Este monto se redujo prácticamente un 20% con respecto al cierre del trimestre anterior.

De todas formas, en detrimento de la caja Raghsa aumentó considerablemente sus activos financieros. Al último cierre los activos financieros a precio de mercado totalizaron los 134,8 USD millones. Esto fue un 159% más al respecto del trimestre anterior y casi el triple de la tenencia al cierre del año anterior. El 94% de estos instrumentos están denominados en dólares. Entre los títulos más destacados se encuentran los Bonos del Tesoro Americano por USD 50,9 millones y ONs de ley extranjera de otras compañías emisoras argentinas por USD 72,1 millones.

Tal cual venimos analizando en nuestros anteriores resúmenes, como la hipoteca está garantizada por el inmueble, el prestamista no puede ir contra los activos de Raghsa o su subsidiaria. Por esta razón, tomaremos en cuenta primeramente los ratios de deuda sin considerar el stock de deuda hipotecaria, ni los flujos que se correspondan a los alquileres en NY.

Sin los compromisos vigentes para la compra del inmueble en los Estados Unidos, la deuda financiera total se reduce a unos USD 157,4 millones. Este endeudamiento implica intereses anuales de USD 11,6 millones a pagar, a la tasa fija definida por las ONs. Por su parte, la deuda financiera neta se contrae hasta los USD 10,1 millones, sustrayendo la caja y los activos a la deuda financiera. Esto significa que si proyectamos un escenario moderado en el cual Raghsa obtenga un flujo anual de alquileres de USD

27,8 millones, sólo bastaría que la compañía reciba alquileres durante 5 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 136,4 millones. En el mismo sentido, el flujo de alquileres se incrementaría para alcanzar según estimaciones los USD 34,2 millones y los intereses de deuda llegarían a casi los USD 15 millones anuales. Este nivel de deuda neta genera un apalancamiento de 4 veces, es decir se necesitarían 4 años 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.

Sin considerar hipoteca y operaciones en NY

Ratios de deuda (mill. de USD)	2T2022/23	1T2022/23	Var (%)	2T2021/22	Var (%)
Deuda Financiera	157,4	152,7	3%	155,3	1%
Caja y equivalentes	12,6	15,7	-20%	15,6	-19%
Activos Financieros	134,8	52,0	159%	45,3	197%
Deuda Neta	10,1	85,1	-88%	94,4	-89%
Flujo anual alquileres (Arg)	27,8				
Deuda Neta/Flujo anual alq.	0,4				
Intereses anuales (Arg)	11,6				
Flujo anual alq./Intereses	2,4				

Considerando hipoteca y operaciones en NY

Ratios de deuda (mill. de USD)	2T2022/23	1T2022/23	Var (%)	2T2021/22	Var (%)
Deuda Financiera Total	283,8	281,8	1%	283,1	0%
Caja y equivalentes	12,6	15,7	-20%	15,6	-19%
Activos Financieros	134,8	52,0	159%	45,3	197%
Deuda Neta	136,4	214,2	-36%	222,2	-39%
Flujo anual alq. (Arg + EEUU)	34,2				
Deuda Neta/Flujo anual alq.	4,0				
Intereses anuales (Arg + EEUU)	14,8				
Flujo anual alq./Intereses	2,3				

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En un segundo análisis, podemos comparar el valor total de los m² vendibles del portafolio de Raghsha contra la deuda neta a pagar, ello considerando solo los activos en Argentina y la deuda de Raghsha sin la hipoteca. A agosto 2022, la empresa informó un valor de mercado de todos sus inmuebles de USD 512,4 millones, lo que significa un precio promedio de venta de oficinas de USD 4.000 por m².

El valor de los inmuebles del portafolio en Argentina representa más de 3 veces la deuda financiera total, y más que 50 veces la deuda financiera neta que debe hacer frente Raghsha S.A. La venta de alguna de las propiedades al precio valuado por la compañía o incluso muy por debajo del mismo, bastaría para cubrir el pago de las obligaciones negociables.

Renta Fija

Los bonos corporativos con vencimiento en 2024 y 2027 cotizan con una paridad (precios clean cable) en torno al 94-96%, brindando una TIR del 9.5% para el vencimiento más largo y del 10.5% del vencimiento más corto. Ambos títulos tienen láminas mínimas de negociación de 1.000 nominales e incrementales de 1 nominal.

Su performance durante el último año fue más que destacable, en línea con los bonos corporativos argentinos de mejor calidad, las paridades no han sufrido el aumento en la prima de riesgo emergente que generaron las subas y las expectativas de subas de los tipos de interés de la Reserva Federal. Los bonos se mantuvieron firmes durante todo 2022.

Raghsha 7,25% vto. 2024

Pages	Issuer Information	Identifiers
11 Bond Info	Name RAGHSHA SA	FIGI BBG00C6Z0Y69
12 Addtl Info	Industry Other Financial (BCLASS)	ISIN USP79849AC24
13 Reg/Tax	Security Information	ID Number AM8726540
14 Covenants	Mkt Iss EURO-DOLLAR	Bond Ratings
15 Guarantors	Ctry/Reg AR	Currency USD
16 Bond Ratings	Rank Sr Unsecured	Series REGS
17 Identifiers	Coupon 7,250000	Type Fixed
18 Exchanges	Cpn Freq S/A	Day Cnt ISMA-30/360
19 Inv Parties	Iss Price 99,32600	Maturity 03/21/2024
20 Fees, Restrict	CALL 06/27/22@101.81	Iss Yield 7,375
21 Schedules	Calc Type (1)STREET CONVENTION	Quick Links
22 Coupons	Pricing Date 03/15/2017	23 All Q Pricing
23 All Q Pricing	1st Coupon Date 09/21/2017	24 ORD Or Recap
24 ORD Or Recap	Exchange Notice Date 04/02/2020	25 TDH Trade Hist
25 TDH Trade Hist	Exchange Expiration Date 05/06/2020	26 CACS Corp Action
26 CACS Corp Action	\$19,729,840 WERE ISSUED IN EXCH FROM CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AB41.	27 CF Prospectus
27 CF Prospectus		28 CN Sec News
28 CN Sec News		29 HDS Holders
29 HDS Holders		46 Send Bond



Fuente: Bloomberg

Raghsha 8,5% vto. 2027

Pages	Issuer Description	Identifiers
11 Bond Info	Name RAGHSHA SA	FIGI BBG00T5YCF86
12 Addtl Info	Industry Other Financial (BCLASS)	ISIN USP79849AD07
13 Reg/Tax	Security Information	ID Number BJ4647381
14 Covenants	Mkt Iss EURO-DOLLAR	Bond Ratings
15 Guarantors	Ctry/Reg AR	Currency USD
16 Bond Ratings	Rank Sr Unsecured	Series REGS
17 Identifiers	Coupon 8,500000	Type Fixed
18 Exchanges	Cpn Freq S/A	Day Cnt ISMA-30/360
19 Inv Parties	Iss Price	Maturity 05/04/2027
20 Fees, Restrict	MAKE WHOLE @50.000 until 05/04/24/ CALL 05/...	Quick Links
21 Schedules	Iss Sprd	23 All Q Pricing
22 Coupons	Calc Type (1)STREET CONVENTION	24 ORD Or Recap
23 All Q Pricing	Pricing Date 04/02/2020	25 TDH Trade Hist
24 ORD Or Recap	Interest Accrual Date 05/11/2020	26 CACS Corp Action
25 TDH Trade Hist	1st Settle Date 05/11/2020	27 CF Prospectus
26 CACS Corp Action	1st Coupon Date 11/04/2020	28 CN Sec News
27 CF Prospectus	ISSUED IN EXCHANGE OF 144A/REGS CUSIP 750645AE3/ISIN USP79849AC24 AND 144A/REGS CUSIP 750645AD5/ISIN USP79849AB41.	29 HDS Holders
28 CN Sec News		46 Send Bond
29 HDS Holders		



Fuente: 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, incluso con apreciación de capital, 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. En nuestros fondos de bonos es uno de los principales activos en cartera. Como el resto de la curva argentina de buenos emisores, estos meses fue perdiendo atractivo dados los buenos rendimientos bonos emergentes de economías más ordenadas que la Argentina. Dicho esto, como emisor local, por lejos uno de nuestros preferidos hace mucho tiempo.

juan@sekoia.com.uy

ian@sekoia.com.uy

manuel@sekoia.com.uy

tomasmingino@sekoia.com.uy