

4 de junio de 2021

Raghsa

Raghsa se dedica al desarrollo inmobiliario de oficinas y viviendas con los más altos estándares de calidad. Los ingresos operativos de la firma provienen de la venta de sus construcciones y los alquileres de sus oficinas y locales comerciales premium. Entre sus edificios residenciales construidos y ya vendidos se destacan las torres Le Park de Puerto Madero, Figueroa Alcorta, Punta del Este I, II y III, y su famosa torre de Palermo. En su portafolio actual de oficinas se encuentran el Edificio Plaza San Martín, la torre 344 San Martín, el Madero Office, la torre 955 Belgrano Office, el Madero Riverside y el Centro Empresarial Libertador. Algunos de sus clientes actuales son: American Express, Bayer, Chevron, ICBC y JPMorgan, entre otros.

Resultados

La compañía tiene su flujo de ingresos atado al dólar oficial, dado que el alquiler del m² en el mercado de oficinas premium se ajusta al dólar mayorista. El costo de la construcción también sigue, en parte, al dólar oficial. A su vez, los activos y pasivos de Raghsa, se encuentran mayormente dolarizados, tanto el valor de las propiedades como su deuda emitida están nominadas en moneda dura. Flujos muy atados al dólar oficial y los stocks en dólares “duros”.

Raghsa presentó recientemente los estados de su ejercicio 2020/21 con fecha de cierre 28 febrero de 2021. En el reporte se observó que la ocupación de sus oficinas se mantuvo prácticamente sin variación al respecto del trimestre anterior. Por otro lado,

comparando este dato contra el año anterior, el % de ocupación disminuyó alrededor de 1.000 puntos básicos. Esto se debió a que se incrementaron los m² disponibles para alquiler por el comienzo de la operación del Centro Empresarial Libertador, junto con la caída de la ocupación principalmente en los edificios Plaza San Martín y Madero Riverside. De todas formas, considerando el contexto extraordinario generado por la pandemia y las restricciones, la ocupación actual refleja en gran parte la continuidad de los contratos de alquiler entre Raghsa y sus clientes.

% de Ocupación	Edificio Plaza San Martín	Torre Madero Office	Torre 995 Belgrano Office	Torre Madero Riverside	Ctro. Emp. Libertador	Total
m2 rentables	9.379	19.286	30.506	16.024	60.220	135.415
4T2020/21	68%	75%	97%	91%	70%	79%
3T2020/21	68%	75%	97%	91%	70%	79%
Var (pb)	-10	0	0	0	-30	0
4T2019/20	92%	75%	100%	100%	82%	89%
Var (pb)	-2400	0	-300	-900	-1200	-981

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Tomando los resultados anuales del último ejercicio, Raghsa informó ingresos por alquileres de USD 42,4 millones. Si lo comparamos con el ejercicio anterior, la suba alcanzó el 33%. El incremento de los ingresos por alquileres se explicó por la apertura del mencionado Centro Empresarial Libertador, edificio de 60.220 m² rentables considerado el edificio de oficinas de categoría AAA más grande del país.

Por otro lado, en el otro de sus segmentos operativos clave, la compañía generó USD 46,4 millones por venta de propiedades. La empresa se desprendió de unidades funcionales del Edificio Plaza San Martín y realizó la venta y entrega de casi la totalidad de viviendas de Le Parc Torre III de Punta del Este. Allí la compañía opera a través de su

subsidiaria Argexon S.A., en la cual participa en un 52%.

Ingresos y resultados (mill. de USD)	Ej. 2020/21	Ej. 2019/20	Var (%)
Ingresos por alquileres	42,4	31,8	33%
Ingresos por adm. de consorcios	0,6	0,5	31%
Ingresos por venta de prop.	46,4	0,0	100%
R. neto por revaluación de prop.	117,3	299,2	-61%
Resultado operativo	161,5	327,9	-51%
Resultado neto	60,8	227,6	-73%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En función a los m² alquilados por la compañía, durante el último ejercicio el precio promedio del alquiler mensual de oficinas se puede estimar en USD 29 por m². Es destacable que habiendo tenido un aumento de casi el 50% de los m² disponibles el valor se haya mantenido casi sin cambios en comparación al ejercicio anterior.

Alquileres	Ej. 2020/21	Ej. 2019/20	Var (%)
m2 disponibles (prom)	135.415	92.045	47%
m2 efectivamente rentados (prom)	112.707	85.526	32%
Precio alquiler prom. m2 mensual (USD)	29,4	29,1	1%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Inversiones

En relación a las inversiones de la Sociedad, en su afán de buscar nuevos mercados fuera de la Argentina, la compañía informó a finales de 2020 la compra de un importante inmueble en la ciudad de Nueva York.

La operación fue llevada adelante a través de su subsidiaria Raghsha Real Estate LLC por la suma de USD 211,4 millones. Para la adquisición, Fannie Mae, la empresa patrocinada de titulización de hipotecas en los EEUU, otorgó a Raghsha un préstamo por USD 111,7 millones a 30 años. La propiedad en cuestión tiene 27 pisos y posee 240 unidades funcionales (entre residencias, negocios y un cine).

Por otro lado, en el plano local, la empresa se encuentra en etapa de proyecto y aprobación de planos para la construcción de

un nuevo complejo de oficinas en un terreno propio ubicado en la calle Campos Salles, insertado en el mercado premium de Av. Libertador. A la fecha del cierre del último ejercicio, la compañía mantiene el acopio del 50% del hierro y del 10% del acero necesario para la obra. Raghsha planea avanzar paulatinamente con la obra los próximos años utilizando sus flujos operativos locales provenientes de alquileres y ventas. El proyecto Campos Salles no descuidaría su caja ni estresaría el balance de la compañía.

Perfil de deuda

La Sociedad posee una deuda financiera total de USD 287,8 millones. La misma esta completamente denominada en dólares y se compone por tres obligaciones negociables (clase 2, 3 y 4, bajo ley extranjera) que totalizan los USD 159 millones, y una hipoteca en conjunto con deuda garantizada generada por la compra del mencionado inmueble de Nueva York por un monto total de 128,8 USD millones.

Las ON clase 2 tienen vencimiento en 2021, cupones de 8,5% y solo resta abonar el 50% del capital el próximo 10 de julio, su valor residual es de USD 4,2 millones. Por su parte, las ON clase 3 tienen vencimiento en 2024, devengan intereses por 7,25%, amortizan al vencimiento y tiene un valor residual de USD 91,9 millones. Por último, las ON clase 4 con vencimiento en 2027, devengan intereses por 8,5%, amortizan al vencimiento, con un valor residual de USD 58,3 millones.

Por su parte, la hipoteca devenga intereses anuales del 2,65% en los primeros 10 años, pasando luego a un esquema de tasa variable hasta su vencimiento. La

amortización comenzará a abonarse a partir del cuarto año del préstamo.

Cabe mencionar que la hipoteca en cuestión esta garantizada con el inmueble adquirido, no pudiendo el prestamista ir contra los activos de Raghsa Real Estate LLC ni Raghsa S.A. ante un eventual incumplimiento. Por esta razón primeramente realizaremos el análisis de los ratios financieros sin considerar la deuda hipotecaria ni los flujos de ingresos que el edificio de NY podría otorgar a la compañía.

De esta forma, la estructura de deuda actual implicaría una carga de intereses proyectada para el próximo ejercicio de USD 11,8 millones. Algo menor al año anterior debido al vencimiento del bono 2021. Por otro lado, si bien la deuda financiera sin considerar la hipoteca alcanza los USD 159 millones, la empresa declaró al 28 de febrero de 2021 efectivo y equivalentes por USD 10,9 millones y sus activos financieros a precio de mercado equivalen hoy a USD 43,2 millones. Es importante observar que el 92% del efectivo corresponde a moneda extranjera depositada en cuentas del exterior y que el 91% de los activos financieros esta también denominado en instrumentos en dólares.

La liquidez se vio reducida con respecto año anterior, aunque la misma fue compensada con mayores activos financieros. La compañía adquirió durante el último ejercicio USD 28,9 millones en Bonos del Tesoro de EEUU, siendo así el 67% de su cartera. El resto de sus activos financieros se compone por bonos soberanos argentinos ley local y ley extranjera en un 24% y fondos de liquidez en pesos en un 9%.

Tomando de base el último ejercicio reportado, si consideramos únicamente los ingresos en dólares producto del alquiler de oficinas en nuestro país, los ingresos anuales proyectados según el precio del m² calculado permitirían cubrir 3,4 veces los intereses a pagar de USD 11,8 millones.

Por otro lado, si observamos la deuda neta (la deuda financiera menos la caja y los activos financieros a valor de mercado) esta representa 2,6 veces el cobro de alquileres anualizado. Esto verifica un nivel de apalancamiento moderado, siendo que el año anterior la relación deuda neta y alquileres era de tan solo 0,8 veces debido a la abultada liquidez, antes de la compra de la propiedad en NY.

Ratios de deuda (mill. de USD)	4T2020/21	3T2020/21	Var (%)	4T2019/20	Var (%)
Deuda Financiera	159,0	153,9	3%	161,6	-2%
Caja y equivalentes	10,9	39,4	-72%	121,5	-91%
Activos Financieros	43,2	12,8	238%	14,2	205%
Deuda Neta	104,9	101,7	3%	25,9	305%
Flujo anual alquileres	39,8	35,7	11%	31,8	25%
Deuda Neta/Flujo anual alquileres	2,6	2,9	-0,2	0,8	1,8
Intereses anuales	11,8	12,0	-1%	11,5	3%
Flujo anual alq./Intereses	3,4	3,0	0,4	2,8	0,6

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Ahora bien, en un segundo análisis, consideramos la deuda hipotecaria que Raghsa acaba de contraer y los ingresos netos que la compañía proyecta obtener por la explotación de su edificio de Nueva York, aproximadamente USD 5,4 millones anuales estimados antes del pago de los intereses de la deuda hipotecaria. Los intereses rondan los USD 3,3 millones anuales, lo que le dejaría un flujo cercano al año de USD 2 millones.

El ratio de cobertura de intereses permanece casi sin variación con respecto al análisis anterior análisis, gracias a la excelente tasa obtenida en el préstamo. Por contrario, el apalancamiento se torna muy alto para los

valores históricos de la compañía. Sin embargo, la deuda en este caso tuvo como destino adquirir metros en una zona Premium de NY, diversificando sus ingresos por fuera de la Argentina.

Por último, podemos analizar el apalancamiento de Raghsa comparando la deuda neta de USD 104,9 millones con los m² vendibles que posee la firma en Argentina. En los últimos Estados Financieros, el valor razonable de sus edificios basado en el valor de mercado (incluyendo su terreno de Campos Salles) fue de USD 835 millones totales. La valuación reflejó una mejora del 5% con respecto al año anterior debido a la revalorización del precio del m² en la obra terminada del Centro Empresarial Libertador.

Este valor razonable significó un precio promedio de venta de oficinas premium de USD 5.300 por m². En definitiva, el valor de las propiedades en dólares de la Sociedad representa aproximadamente 8 veces la deuda emitida en obligaciones negociables.

Resumiendo, la empresa tiene una estable posición financiera ya que los casi USD 12 millones anuales de carga de intereses por sus bonos se pueden cubrir con los ingresos por alquileres. En el mismo sentido, a pesar de que el stock de deuda total considerando la hipoteca se elevó considerablemente en comparación al año anterior, este sigue siendo equilibrado en relación con los m² propios.

Los bonos 2024 y 2027 descriptos a continuación cotizan actualmente con una paridad (clean en el exterior) cercana al 92%, dejando rendimientos anuales de aproximadamente el 10%. Los bonos demostraron fortaleza y recuperación a los

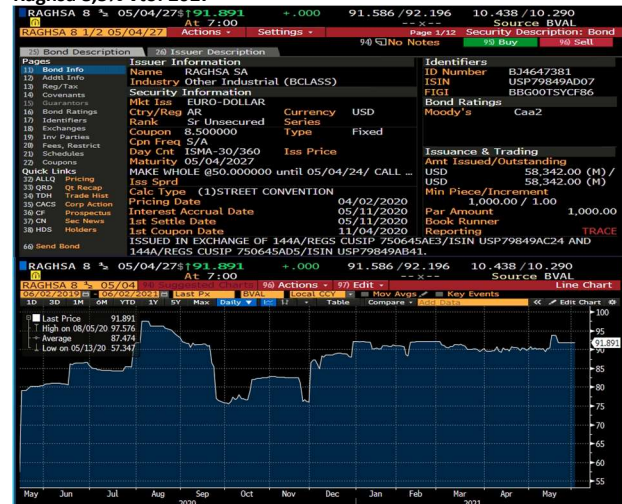
difíciles contextos del mercado local y la pandemia.

Raghsa 7,25% vto. 2024



Fuente: Bloomberg

Raghsa 8,5% vto. 2027



Fuente: Bloomberg

Como solemos mencionar en los Resúmenes a lo largo de estos últimos años, en este caso mantenemos nuestra recomendación. Raghsa es sin dudas una compañía que nos sentimos cómodos desde su primera emisión de bonos ley NY en el 2011.

juan@cucchiara.com.ar

ian@cucchiara.com.ar

manuel@cucchiara.com.ar