

29 de enero de 2021

Raghsa

La compañía se dedica al desarrollo inmobiliario de oficinas y viviendas con los más altos estándares de calidad. 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. Los ingresos operativos de la firma provienen de alquileres de oficinas premium propias. 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 su más reciente obra finalizada en Núñez, el Centro Empresarial Libertador. Algunos de sus clientes son; American Express, Bayer, Chevron, ICBC y JPMorgan, entre otras grandes empresas internacionales.

Resultados

Previo al análisis financiero de Raghsa, vale remarcar que la compañía tiene su flujo de ingresos atado al dólar oficial, dado que el m² en el mercado de oficinas premium se ajusta al dólar mayorista, mientras que sus gastos están distribuidos tanto en pesos como en dólares oficiales. Con respecto a los stocks (activos y pasivos), estos se encuentran mayormente dolarizados, tanto el valor de sus propiedades como sus principales pasivos (bonos) son en moneda dura.

La compañía cierra su ejercicio en febrero de cada año y, en su último resultado trimestral presentado al 30 de noviembre 2020, se observó que el porcentaje de ocupación de

sus oficinas tuvo una caída. Comparando los m² rentables alquilados del último trimestre reportado con el trimestre anterior y el mismo trimestre de 2019, la ocupación disminuyó entre el 8% y 12%. Esto reflejó que la compañía sufrió en parte el impacto que generó la pandemia y las restricciones que imposibilitaron el trabajo en oficina y forzaron a la reducción de costos por parte de las compañías multinacionales. De todas formas, considerando las grandes dificultades del contexto, los números reflejan que la gran mayoría de los contratos de alquiler de Raghsa se mantuvieron vigentes. Actualmente estimamos un nivel de ocupación del 80%.

| % de Ocupación | Edificio Plaza San Martín | Torre Madero Office | Torre 995 Belgrano Office | Torre Madero Riverside | Ctro. Emp. Libertador | Total |
|----------------|---------------------------|---------------------|---------------------------|------------------------|-----------------------|---------|
| m2 rentables | 9.380 | 19.286 | 30.506 | 16.024 | 60.220 | 135.416 |
| 3T2020/21 | 68% | 75% | 97% | 91% | 70% | 78% |
| 2T2020/21 | 88% | 75% | 97% | 100% | 82% | 86% |
| Var (%) | -20% | 0% | 0% | -9% | -12% | -8% |
| 3T2019/20 | 93% | 75% | 100% | 100% | - | 90% |
| Var (%) | -25% | -1% | -3% | -9% | - | -12% |

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Tomando los resultados reportados al dólar oficial promedio del trimestre, al cierre de noviembre 2020 Raghsa reflejó ingresos por arrendamientos de USD 8,5 millones. Si lo comparamos con el trimestre anterior, la suba fue del 7%, mientras que, si lo comparamos con los alquileres cobrados en el mismo trimestre de 2019, en tiempos de pre-pandemia, se observa una suba del 46%. Esto se explicó gracias a los mayores ingresos generados a partir de 2020 por los alquileres del último emprendimiento de la compañía, el Centro Empresarial Libertador, edificio de 60.418 m² rentables, prácticamente un 40% de los m² totales, que en los últimos resultados reportó una ocupación del 70%.

| USD millones | Ingresos alquileres | Ingresos adm. consorcios | Ingresos vta. de prop. | R. neto revaluación op. de inv. | Result. operativo | Result. neto |
|--------------|---------------------|--------------------------|------------------------|---------------------------------|-------------------|--------------|
| 2T2020/21 | 8,5 | 0,1 | 28,8 | 1,6 | 11,8 | 17,6 |
| 1T2020/21 | 8,0 | 0,1 | - | 31,9 | 37,6 | -13,5 |
| Var (%) | 7% | -9% | 100% | -95% | -69% | -230% |
| 2T2019/20 | 5,8 | 0,1 | - | -53,9 | -49,7 | -38,5 |
| Var (%) | 46% | 8% | 100% | 103% | 124% | 146% |

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En función a los m² rentables de la compañía, el valor al cierre del último trimestre arrojó un precio promedio mensual estimado de USD 26 por m², lo cual refleja un flujo de ingresos futuros por alquiler de Raghsa en torno a los USD 34 millones.

| Precio prom. alquiler m2 mensual | m2 rentados | Precio prom. alquiler m2 mensual | Flujo anual alquileres (mill. USD) |
|----------------------------------|-------------|----------------------------------|------------------------------------|
| 2T2020/21 | 123.006 | 23,1 | 34,1 |
| 1T2020/21 | 134.817 | 19,7 | 31,9 |
| Var (%) | -9% | 17% | 7% |
| 2T2019/20 | 87.260 | 22,3 | 23,4 |
| Var (%) | 41% | 4% | 46% |

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Con respecto a los ingresos correspondientes por venta de inmuebles, la empresa informó que desde septiembre 2020 comenzaron la toma de posesión de los departamentos de Punta del Este en Le Parc Torre III. A la fecha de emisión de los últimos Estados Financieros, la compañía indicó que quedan muy pocas unidades por comercializar, por lo que la compañía podría reflejar algunos ingresos por operaciones en los próximos resultados.

Inversiones

En relación con las inversiones de Raghsa, en sus últimos resultados, la compañía informó que a finales de noviembre la Sociedad realizó la compra de una importante propiedad en One Union Square South en la ciudad de Nueva York. La operación llevada adelante a través de su subsidiaria Raghsa Real Estate LLC fue 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 Raghsa un préstamo por USD 111,7 millones. La propiedad en cuestión posee 240 unidades (entre residencias, negocios y un cine) y cuenta con 27 pisos.

A su vez, la Sociedad se encuentra en etapa de proyecto y aprobación de planos finales para la construcción de un nuevo complejo de oficinas en un terreno propio de 5.100 m² ubicado en Campos Salles 1565 en el mercado premium de Av. Libertador. A la fecha del cierre de los últimos resultados, la compañía informó que finalizó la demolición del predio preexistente, comenzó la excavación de la obra y ya acopió aproximadamente el 50% del hierro y del 10% acero necesario para la obra, por lo que su posición de caja sería aún requerida por esta inversión en los próximos meses.

Perfil de deuda

La compañía posee una deuda financiera total de USD 285,5 millones. La misma está completamente denominada en dólares y se compone mayormente por sus tres obligaciones negociables (clase 2, 3 y 4, todas emitidas bajo ley extranjera) que totalizan los USD 154,4 millones, y la hipoteca en conjunto con la deuda garantizada generada por la compra del inmueble de Nueva York por un monto total de 128 USD millones.

Las obligaciones clase 2 tienen vencimiento en 2021, cupones de 8,5% y solo resta abonar el 50% del capital al vencimiento, su valor residual es de USD 4,2 millones. Por su parte, las obligaciones 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 obligaciones clase 4 con vencimiento en 2027, devengan intereses por 8,5%, amortizan al vencimiento, con un valor residual de USD 58,3 millones. La estructura de deuda actual implica una carga de intereses anual de aproximadamente USD 12 millones.

Al respecto de las obligaciones negociables, en abril de 2020 la Sociedad ofreció el canje voluntario de los tenedores de las clases 2 y 3 por la nueva clase 4. El canje fue exitoso ya que el 78% de los tenedores de la clase 2 y el 70% de los tenedores de la clase 3 aceptaron el canje, aliviando los vencimientos de la compañía. Asimismo, si bien la deuda financiera alcanza los USD 285,5 millones, la empresa declaró al 30 de noviembre de 2020 que cuenta con efectivo en cuentas del exterior por aproximadamente USD 39,1 millones, prácticamente la totalidad de su caja. A su vez, a esta liquidez se le podría sumar la cartera de activos financieros reportada por la compañía compuesta por bonos soberanos ley argentina y ley extranjera. Los activos financieros a fecha de hoy tienen un valor de mercado de aproximadamente USD 12 millones.

Tomando de base el último trimestre reportado, si consideramos únicamente los ingresos en dólares producto del alquiler de oficinas y dejando de lado las potenciales ventas de inmuebles, los ingresos anualizados permiten cubrir aproximadamente 2,8 veces los intereses a pagar, sin considerar los futuros ingresos por el nuevo edificio en Nueva York. Por otro parte, la deuda neta (la deuda financiera menos la caja y los activos financieros a valor

de mercado) representa 6,9 veces el cobro de alquileres anualizado. Esto verifica un nivel de apalancamiento alto en la compañía pero que no tiene cuenta los ingresos futuros que generará Raghsa en su nuevo inmueble de Nueva York. Sin considerar la deuda que acaba de contraer, el apalancamiento de la compañía tienen un nivel cercano a 3.

| USD millones | Deuda Total | Caja y equiv. | Activos Fin. | Deuda Neta | Flujo anual alquileres | D. Neta/ Flujo alq. | Intereses anuales | Flujo alq/ Intereses |
|--------------|-------------|---------------|--------------|------------|------------------------|---------------------|-------------------|----------------------|
| 2T2020/21 | 285,5 | 39,7 | 12,0 | 233,8 | 34,1 | 6,9 | 12,0 | 2,8 |
| 1T2020/21 | 157,3 | 115,5 | 12,6 | 29,2 | 31,9 | 0,9 | 11,5 | 2,8 |
| Var (%) | 81% | -66% | -5% | 700% | 7% | 648% | 4% | 3% |
| 2T2019/20 | 160,2 | 120,6 | 13,3 | 26,3 | 23,4 | 1,1 | 11,5 | 2,0 |
| Var (%) | 78% | -67% | -10% | 788% | 46% | 508% | 4% | 40% |

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Por otro lado, otra forma de ver el apalancamiento de la firma es comparar la deuda en dólares con los m² vendibles que posee Raghsa. En los últimos Estados Financieros reportados, el valor razonable de sus oficinas basado en el valor de mercado (incluyendo su terreno de Campos Sales y excluyendo el edificio en Nueva York) fue de USD 788,7 millones. Esto promedia un precio de USD 4.400 por m², valor por debajo de las últimas ventas de la compañía. En definitiva, el valor de los activos en dólares realizables de la sociedad representa aproximadamente 7 veces la deuda neta.

Resumiendo, la empresa tiene una estable posición financiera ya que los USD 12 millones anuales de carga de intereses se cubren cómodamente con los ingresos por alquileres. En el mismo sentido, a pesar de que el stock de deuda en moneda extranjera se ha elevado considerablemente, este sigue siendo reducido en relación con los m² propios. Debemos considerar que la caída de la liquidez actual, queda a la espera de los futuros flujos de fondos que pueda generar

la el inmueble ubicado en unas de las mejores zonas de Nueva York.

En esta línea, la compañía informo que tiene como perspectiva futura continuar abriéndose a nuevos mercados. La compañía busca oportunidades de compra y construcción en Brasil, Estados Unidos, Uruguay, Perú y Paraguay, entre otros, sea a título propio o asociándose con terceros. De esta manera, se espera que Raghsa diversifique sus inversiones minimizando el riesgo argentino.

Los bonos con vencimiento 2024 y 2027 descriptos a continuación cotizan actualmente con una paridad (clean en el exterior) cercana al 91%, dejando rendimientos anuales del 10% y 12% respectivamente.

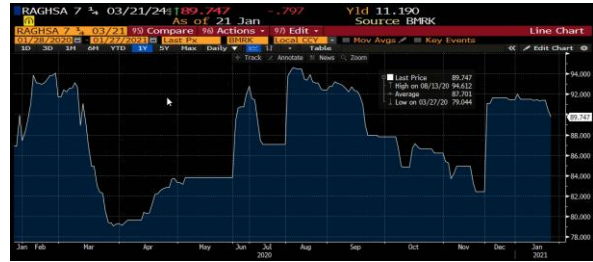
Como solemos mencionar en los Resúmenes a lo largo de estos últimos años, en este caso mantenemos nuestra recomendación. Raghsa es sin dudas una compañía que nos sentimos cómodos desde su primera emisión de bonos ley NY en el 2011.

Buen fin de semana,

juan@cucchiara.sba.com.ar
ian@cucchiara.sba.com.ar
manuel@cucchiara.sba.com.ar

Raghsa 7,25% vto. 2024

| Fecha | % Cupón | Amortización % | Flujo de Fondos |
|--------------|---------|----------------|-------------------|
| 21/03/2021 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/09/2021 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/03/2022 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/09/2022 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/03/2023 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/09/2023 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/03/2024 | 3,63 | 100 | USD 103,63 |
| Total | | | USD 125,38 |



| Fecha | % Cupón | Amortización % | Flujo de Fondos |
|--------------|---------|----------------|-------------------|
| 21/03/2021 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/09/2021 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/03/2022 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/09/2022 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/03/2023 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/09/2023 | 3,63 | | USD 3,63 |
| 21/03/2024 | 3,63 | 100 | USD 103,63 |
| Total | | | USD 125,38 |

Fuente: Elaboración propia en base al prospecto y Bloomberg

Raghsa 8,5% vto. 2027

| Fecha | % Cupón | Amortización % | Flujo de Fondos |
|--------------|---------|----------------|-------------------|
| 04/05/2021 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2021 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2022 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2022 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2023 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2023 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2024 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2024 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2025 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2025 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2026 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2026 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2027 | 4,25 | 100 | USD 104,25 |
| Total | | | USD 155,25 |

| Fecha | % Cupón | Amortización % | Flujo de Fondos |
|--------------|---------|----------------|-------------------|
| 04/05/2021 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2021 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2022 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2022 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2023 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2023 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2024 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2024 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2025 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2025 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2026 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/11/2026 | 4,25 | | USD 4,25 |
| 04/05/2027 | 4,25 | 100 | USD 104,25 |
| Total | | | USD 155,25 |

Fuente: Elaboración propia en base al prospecto y Bloomberg