

19 de noviembre de 2021

Raghsa

La empresa se dedica al desarrollo inmobiliario de oficinas y viviendas con altos estándares de calidad. Los ingresos operativos de la firma provienen de la venta de sus construcciones y principalmente de 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 en alquiler 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.

Además, la compañía ha desembarcado en el mercado internacional de real estate con la adquisición de un importante edificio en la ciudad de Nueva York.

Resultados

La compañía tiene su flujo de ingresos atado al dólar oficial en la Argentina, dado que el alquiler del m² en el mercado de oficinas premium se ajusta al dólar mayorista. Los activos y pasivos de Raghsa, se encuentran como detallaremos más adelante, prácticamente dolarizados. A su vez, su inversión en los EEUU es otra fuente de ingresos en divisa. Raghsa tiene flujos atados al dólar oficial y sus stocks se valúan en dólares “duros”.

Raghsa presentó hace unas semanas sus resultados al primer semestre del ejercicio 2021/22, periodo que va de marzo a agosto de 2021. El reporte identifica que la

ocupación de las oficinas de Raghsa mejoró con respecto al trimestre anterior (pasó del 82% al 87%) y se mantuvo estable con respecto al mismo cierre del año anterior. Se observa en detalle un importante traslado de la ocupación. La compañía compensó la disminución de los contratos en oficinas céntricas de la ciudad, por un importante aumento de la ocupación en el Centro Empresarial Libertador, inmueble de Núñez de 60.220 m², siendo el edificio de oficinas de categoría AAA más grande del país.

% de Ocupación	Edificio Plaza San Martín	Torre Madero Office	Torre 955 Belgrano Office	Torre Madero Riverside	Ctro. Emp. Libertador	Total
m2 rentables	9.375	19.286	30.506	16.024	60.220	135.411
2T2021/22	68%	49%	93%	96%	96%	87%
1T2021/22	68%	55%	93%	96%	84%	82%
Var (pb)	0	-600	0	0	1200	448
2T2020/21	88%	75%	97%	100%	82%	87%
Var (pb)	-2010	-2550	-370	-400	1400	-10

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Tomando los resultados del primer semestre, Raghsa informó ingresos por alquileres de USD 23,7 millones. Si comparamos estos valores con los del mismo periodo del año anterior, la suba fue del 43%. A su vez, para evitar comparaciones contra periodos de plena pandemia, los últimos ingresos semestrales contra el primer semestre de 2019/20 también muestran una suba superior al 40%. Este crecimiento de los ingresos por alquileres de los últimos años se explicó principalmente gracias a la apertura y la expansión del mencionado Centro Empresarial Libertador, inmueble que proporciona a Raghsa casi el 45% de sus m² disponibles actuales.

Por otro lado, en otro de sus segmentos operativos clave, la compañía generó USD 18,5 millones por venta de propiedades durante el primer semestre.

Ingr. y result. (mill. de USD)	6M2021/22	6M2020/21	Var (%)	6M2019/20	Var (%)
Ingresos por alquileres	23,7	16,6	43%	16,6	43%
Ingresos por adm. consorcios	0,4	0,3	29%	0,2	58%
Ingresos por venta de prop.	18,5	0,0	100%	0,0	100%
R. neto por rev. de prop.	42,6	69,5	-39%	136,6	-69%
Resultado operativo	65,7	81,6	-19%	154,5	-57%
Resultado neto	58,2	8,8	562%	114,4	-49%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En función a los m² alquilados durante el primer semestre el precio promedio mensual de oficinas se estima en los USD 33 por m². Si confrontamos este valor con el calculado promedio del ejercicio 2020/21 finalizado en febrero 2021 de nuestro resumen anterior ([ver informe](#)), el precio aumentó USD 4 por m². A su vez, si realizamos la comparación contra los dos años anteriores, la recuperación del precio promedio fue notable, ubicándose el mismo actualmente en niveles pre-pandemia. El nuevo edificio Libertador incrementó el precio promedio de los alquileres. Vale aclarar que las ventas de m² durante el periodo analizado pueden generar que el precio por m² suba transitoriamente debido a comparar flujos de alquileres sobre stocks de m² al cierre.

Alquileres	6M2021/22	6M2020/21	Var (%)	6M2019/20	Var (%)
m2 dispo. (prom)	135.411	135.415	0%	86.945	56%
m2 efect. rentados (prom)	114.355	118.244	-3%	83.187	37%
Precio alq. prom. m2 (USD)	33,1	22,7	46%	32,1	3%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Inversiones

La Sociedad por medio de su subsidiaria Raghsha Real Estate LLC compró a finales de 2020 un importante inmueble comercial y de residencias en Nueva York por USD 211,4 millones. El mismo se financió en parte por Fannie Mae, quien le otorgó a un préstamo hipotecario de USD 111,7 millones a 30 años.

En lo que va del ejercicio la inversión no ha generado aún flujos netos positivos dado que en los primeros meses la empresa concedió un breve periodo de gracia a los inquilinos. Se espera que la inversión madure los

próximos meses, momento el cual la ocupación y las rentas comiencen a compensar los gastos operativos y los pagos de impuestos e intereses.

En lo que respecta a inversiones en nuestro país, la compañía sigue avanzando en la construcción de un nuevo complejo comercial y de oficinas en la calle Campos Salles sobre el corredor premium de Av. Libertador. Durante los meses de marzo y agosto de este año se llevó adelante la excavación masiva, la perforación, la inyección y tesado de anclajes. Al último cierre, la empresa mantiene el acopio del 50% de hormigón y del 20% del acero estimado para la obra, habiéndose ya contratado alrededor del 75% del total de la obra y abonado 30% del mismo.

Como mencionamos en el resumen anterior, la empresa utiliza sus flujos operativos locales para financiar la obra. El avance de la obra no impacta sobre el nivel de endeudamiento ni la caja de Raghsha.

Perfil de deuda

La Sociedad posee una deuda financiera total de USD 283,1 millones, todo en moneda dura. La compañía abonó durante 2021 el capital remanente por el vencimiento de la obligación negociable clase 2. Tras el pago, la deuda se compone principalmente por las ONs clase 3 y 4 (USD 154,8 millones), y la hipoteca en conjunto con deuda garantizada por USD 127,8 millones.

La ON clase 3 tiene vto. en 2024 y devenga intereses por 7,25%, mientras que la ON clase 4 tiene vto. en 2027 y devenga intereses por 8,5%. Ambas clases amortizan al vencimiento y tienen legislación NY.

Por su parte, la hipoteca paga intereses del 2,65% anual en los primeros 10 años, pasando luego a un esquema de tasa variable. La amortización comenzará a abonarse a partir de 2024. El flujo del negocio en Nueva York pagará el flujo de intereses correspondiente. La renta esperada en dicha inversión, neta de gastos e intereses, ronda el 2.5%/3.5%.

Como la hipoteca está garantizada por el inmueble, el prestamista no podrá ir contra los activos de Raghsa LLC o Raghsa S.A. Por esta razón analizaremos los ratios de deuda sin considerar la hipoteca ni los ingresos netos proyectados que el inmueble en NY puedan generar.

Con esta simplificación, la deuda financiera se reduce y totaliza los USD 155,3 millones, la cual implicaría intereses anuales a pagar por USD 11,6 millones, una carga levemente menor al trimestre anterior.

Además, si consideramos los USD 60,9 millones que posee Raghsa como caja y los activos financieros líquidos a valor de mercado, la Deuda Neta se reduciría a los USD 94,4 millones. Aclaración mediante; la empresa tiene el 95% de la caja y equivalentes depositado en el exterior y de los activos financieros, el 97% está denominado en dólares (bonos del tesoro de EEUU en un 61% y títulos públicos argentinos por el restante 36%). Observando la comparativa, la caja y los activos financieros aumentaron con respecto al trimestre anterior y se vieron disminuidos con respecto el mismo periodo del año anterior.

Entonces, si tomamos el precio del m² calculado anteriormente y proyectamos los ingresos en dólares anuales por alquileres,

estos permitirían cubrir 3,9 veces los intereses a pagar. Este ratio mejora con respecto al trimestre anterior y es aún más holgado al respecto del mismo cierre del año anterior. Claro está, el comienzo de las operaciones del flamante Centro Empresarial Libertador explica la notable mejora.

Por su parte, si miramos la deuda neta con respecto al flujo anual de alquileres, la misma se pagaría luego de 2,1 años de cobros. Esto verifica que la compañía mantiene un nivel de apalancamiento tolerable, mejorando con respecto al trimestre anterior. Si miramos la comparación hacia un año atrás, el bajo nivel de apalancamiento se explica por la abultada liquidez previa a realizar parte del pago por la compra del inmueble en NY.

Ratios de deuda (mill. de USD)	2T2021/22	1T2021/22	Var (%)	2T2020/21	Var (%)
Deuda Financiera	155,3	156,7	-1%	162,0	-4%
Caja y equivalentes	15,6	9,3	67%	115,4	-87%
Activos Financieros	45,3	39,9	14%	13,4	239%
Deuda Neta	94,4	107,6	-12%	33,2	184%
Flujo anual alquileres (Arg)	45,5	44,5	2%	32,2	41%
Deuda Neta/Flujo anual alq.	2,1	2,4	-0,3	1,0	1,0
Intereses anuales (Arg)	11,6	12,0	-3%	12,0	-3%
Flujo anual alq./Intereses	3,9	3,7	0,2	2,7	1,2

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Para completar el análisis, podemos tener en cuenta como activos para el pago de deuda (sin considerar la hipoteca), los m² vendibles que posee la firma en Argentina. En el último cierre, la empresa informó un valor de mercado de todos sus inmuebles de 977 USD millones. Esto equivale a un precio prom. de venta de oficinas de USD 6.200 por m². La valuación mejoró un 17% con respecto al trimestre anterior, en gran medida por la revaluación del Ctro. Empresarial Libertador.

De esta manera, considerando la deuda neta de USD 94,4 millones, el valor de las

propiedades de la Sociedad representaría más de 10 veces el pago de la deuda. Es decir, ante situaciones de fuerte estrés en flujos, la venta de alguna de las propiedades de la compañía al precio valuado por la compañía o incluso muy por debajo del mismo, bastaría para cubrir el pago de las obligaciones negociables.

Las ON 2024 y 2027 descriptas a continuación cotizan con una paridad (precios clean cable) entre el 95 y 97%, brindando rendimientos anuales aproximados del 9%. Ambas emisiones tuvieron un 2021 de excelente comprensión de riesgo. Desde inicios del año, sin considerar los cupones cobrados, la ON 2024 tuvo a hoy una ganancia en precio del 4,5%, mientras que la ON 2027 una suba del 6%.



Fuente: Bloomberg

En conclusión, Raghsa mantiene una buena posición financiera, suma flujos, evita el endeudamiento, sigue invirtiendo en nuevos proyectos, y aguarda por la obtención de ingresos netos desde el exterior.

El contexto global de alta inflación y bajas tasas parece estar entrando en zona de definición, los bonos corporativos podrían sufrir el “salto hacia la calidad”, en caso de que las tasas de los bonos del Tesoro de EEUU se vuelvan más atractivas. En este escenario se podría esperar un ajuste en los precios de este tipo de corporativos.

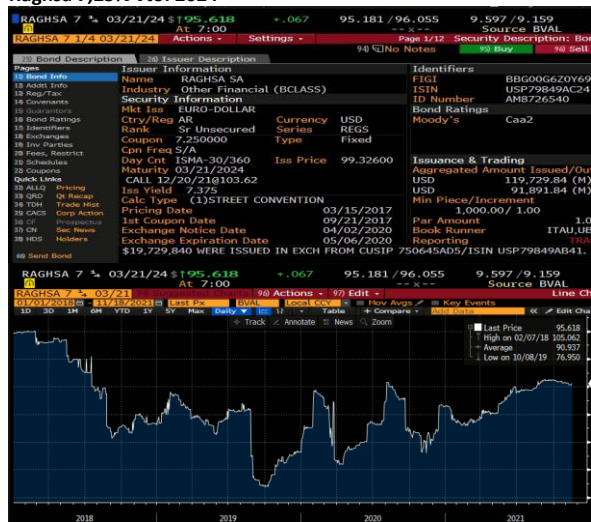
A estos precios, las ON parecen ser ideales para quienes busquen el cobro de cupones altos y puedan mantener tenencia hasta vencimiento. A su vez, las ON son una excelente alternativa para la dolarización, los bonos cotizan localmente en pesos y tiene mínimos de lámina muy bajos.

Uno de nuestros bonos preferidos hace muchos años. Creemos que es de las mejores relaciones riesgo/retorno de los emisores locales en moneda dura.

Buen fin de semana,

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

Raghsa 7,25% vto. 2024



Fuente: Bloomberg

Raghsa 8,5% vto. 2027

