

27 de mayo de 2022

Raghsa

La compañía fue fundada en 1969, 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.

Raghsa además posee una reconocida tradición inversora en el mercado internacional, principalmente en Uruguay donde en el presente balance notificó el aporte irrevocable para la construcción de una nueva Torre Le Park IV. A su vez, en 2020 puso un pie en el mercado de real estate norteamericano por medio 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”.

El pasado 10 de mayo, Raghsa presentó los resultados correspondientes al ejercicio 2021, el cual concluye el 28 de febrero de 2022. El reporte muestra un nivel general de ocupación de las oficinas de Raghsa en torno al 80% con un leve aumento de 82 pb respecto a la ocupación registrada en el ejercicio 2020 y una disminución de 899 pb respecto de 2019. A su vez, en los últimos tres años se observa un importante traslado de la ocupación. La compañía compensó parcialmente la disminución de los contratos en oficinas céntricas de la ciudad, con un nivel de ocupación plena 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 995 Belgrano Office	Torre Madero Riverside	Ctro. Emp. Libertador	Total
m2 rentables	9.375	13.146	30.502	16.022	60.220	129.265
4T2021/22	36%	35%	93%	65%	94%	80%
4T2020/21	68%	75%	97%	91%	70%	79%
Var (pb)	-3200	-4000	-400	-2600	2400	82
4T2019/20	92%	75%	100%	100%	82%	89%
Var (pb)	-5600	-4000	-700	-3500	1200	-899

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Para el último ejercicio, Raghsa informó ingresos por alquileres de USD 53 millones. Si se comparan estos valores con el ejercicio anterior, la suba fue del 26%. A su vez, con el objetivo de abstraer del análisis el periodo de crisis sanitaria, comparando contra el ejercicio 2019 los ingresos por alquileres medidos en moneda dura se incrementan un 67%. Este crecimiento de los ingresos por alquileres de los últimos años se explica principalmente gracias a la apertura y la expansión del mencionado Centro Empresarial Libertador, inmueble que en la

actualidad proporciona a Raghsa mas del 46% de sus m² disponibles.

Por otro lado, en otro de sus segmentos operativos clave, la compañía generó USD 31 millones por medio de la venta de propiedades principalmente de las oficinas céntricas de la Torre Madero Office y el edificio Plaza San Martin.

Ingresos y resultados (mill. de USD)	Ej. 2021/22	Ej. 2020/21	Var (%)	Ej. 2019/20	Var (%)
Ingresos por alquileres	53	42	26%	32	67%
Ingresos por adm. de consorcios	1	1	47%	0	93%
Ingresos por venta de prop.	31	46	-34%	0	-
R. neto por revaluación de prop.	216	117	84%	299	-28%
Resultado operativo	284	161	76%	328	-13%
Resultado neto	183	61	201%	228	-20%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

En función a los m² alquilados durante el ejercicio el precio promedio mensual de oficinas se estima en los USD 38 por m². Lo que implica un aumento del 30% respecto del precio registrado en los ejercicios 2020 y 2019. Este incremento se genera debido a que el nuevo edificio Libertador incrementó en un 44% la cantidad de m² disponibles a un mayor 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	Ej. 2021/22	Ej. 2020/21	Var (%)	Ej. 2019/20	Var (%)
m2 disponibles (prom)	132.395	135.415	-2%	92.045	44%
m2 efectivamente rentados (prom)	110.224	112.707	-2%	85.526	29%
Precio alquiler prom. m2 mensual (USD)	38	29	29%	29	30%

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Inversiones

La Sociedad por medio de su subsidiaria Raghsa Real Estate LLC compró a finales de 2020 un importante inmueble comercial y de residencias en Nueva York por USD 212 millones. El mismo se financió en parte por Fannie Mae, quien le otorgó a un préstamo hipotecario de USD 112 millones a 30 años.

En lo que va del ejercicio la inversión ha generado escasos 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 2021 se llevó adelante la excavación masiva, la perforación, la inyección y tesado de anclajes de segunda y de tercera línea en sector estacionamiento. A su vez, a mediados de 2021, se comenzaron los trabajos correspondientes a la estructura de hormigón de subsuelos. A la fecha de emisión de este resumen, la empresa mantiene el acopio del 60% de hormigón y del 23% del acero estimado para la obra, habiéndose ya contratado alrededor del 83% del total de la obra y abonado 37% del mismo.

Perfil de deuda

La Sociedad posee una deuda financiera total de USD 285 millones, todo en moneda dura. La deuda se compone principalmente por las ONs clase 3 y 4 (USD 157 millones), y la hipoteca en conjunto con deuda garantizada por USD 128 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 pueda generar.

Con esta simplificación, la deuda financiera se reduce y totaliza los USD 157 millones, un 3% menos respecto al ejercicio anterior debido a la cancelación del remanente de su ON con vencimiento en 2021. Dicho endeudamiento implica intereses anuales a pagar por USD 12 millones y debido a que son a tasa fija esto le representan una cobertura ante el riesgo de suba de las tasas internacionales.

Además, si se consideran los USD 36 millones que posee Raghsa como caja y los activos financieros líquidos a valor de mercado, la Deuda Neta se reduciría a los USD 121 millones. A su vez, el 89% de ésta se encuentra denominada en dólares.

Con lo cual, si se toma el precio del m² calculado anteriormente y se proyectan los ingresos en dólares anuales por alquileres, estos permitirían cubrir 4,7 veces los

intereses a pagar. Este ratio mejora casi duplicándose respecto de los dos ejercicios previos. Por su parte, si se mira la deuda neta con respecto al flujo anual de alquileres, la misma se pagaría luego de 2,2 años de cobros. Dichos múltiplos de endeudamiento representan niveles sumamente tolerables para la compañía.

La mejora en estos últimos tiempos respecto de los ejercicios anteriores, se debe al incremento en el flujo anual de alquileres que se dio al incorporar los ingresos provenientes del Centro Empresarial Libertador recién en el cuarto trimestres del ejercicio 2019, año donde el bajo nivel de apalancamiento se explicaba por la exagerada liquidez previa a realizar parte del pago por la compra del inmueble en NY.

Ratios de deuda (mill. de USD)	4T2021/22	4T2020/21	Var (%)	4T2019/20	Var (%)
Deuda Financiera	157	161	-3%	162	-3%
Caja y equivalentes	19	11	75%	121	-84%
Activos Financieros	16	43	-62%	14	16%
Deuda Neta	121	107	13%	26	367%
Flujo anual alquileres (Arg)	50	40	26%	32	58%
Flujo neto de alquileres (NY)	5	5	0%	-	-
Flujo total de alquileres	55	44	23%	32	72%
Intereses anuales	12	15	-23%	12	1%
Flujo tot. alquileres/Intereses	4,7	2,9	1,8	2,8	1,9
Deuda Neta/Flujo tot. alquileres	2,2	2,4	-0,2	0,8	1,4

Fuente: Elaboración propia en base a balances.

Para completar el análisis, se pueden tener en cuenta los 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 USD 611 millones. Esto equivale a un precio prom. de venta de oficinas de USD 4.034 por m². De esta manera, considerando la deuda neta de USD 121 millones, el valor de las propiedades de la sociedad representaría más de 5 veces el pago de la deuda. Es decir, ante situaciones de fuerte estrés en flujos, 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.

Las ONs 2024 y 2027 descriptas a continuación cotizan con una paridad (precios clean cable) del 97%, brindando rendimientos anuales aproximados del 9%. Poseen pagos semestrales, amortización al vencimiento y láminas mínimas de 1.000 nominales.

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 de apreciaron de capital, ante un contexto que golpea a las paridades de la renta a nivel global. A pesar de ello, de producirse una suba en los rendimientos americanos por encima de lo que el mercado adelantó hasta la fecha, no se descarta un ajuste en las paridades de este tipo de corporativos.

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 principio algo caro para la argentina actual un bono casi en paridad, pero la calidad de la empresa ha brindado mucha tranquilidad a los acreedores en los últimos años.

Raghsa 7,25% vto. 2024



Fuente: Bloomberg

Raghsa 8,5% vto. 2027



Fuente: Bloomberg

Buen fin de semana,

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