

18 de octubre de 2019

## Raghsa S.A.

El contexto de total incertidumbre y la gran inestabilidad macroeconómica provoca que determinados bonos de compañías argentinas con sólidos ratios financieros brinden rendimientos prácticamente exorbitantes para los parámetros globales actuales. El grotesco riesgo país se paga caro. Nuestra decadencia macroeconómica e institucional se traduce en un alto costo del capital para las empresas. En esta oportunidad, repasamos los números de Raghsa S.A., desarrollador de proyectos inmobiliarios de oficinas premium para arrendamiento.

La compañía se dedica al desarrollo de bienes raíces con los más altos estándares de calidad. Entre los edificios construidos y ya vendidos se destacan las torres Le Park (Puerto Madero, Figueroa Alcorta, Punta del Este y la famosa torre de Palermo). Los ingresos operativos de la firma provienen del alquiler de oficinas de desarrollos propios. En el portafolio actual cuenta con oficinas en el Edificio Plaza San Martín, la torre de San Martín 344, el Madero Office, Torre Belgrano 955 Office y Torre Madero Riverside.

### 31/08/2019

Edificio Plaza San Martin	100%
Torre Madero Office	75%
Torre 955 Belgrano Office	100%
Torre Madero Riverside	100%
Centro Empresarial Libertador	77%

**Fuente:** porcentaje de ocupación según datos del balance.

La Sociedad vendió el 21 de agosto de este año a ICBC diversas oficinas y cocheras de la Torre Madero Office por USD 102 millones. Asimismo, la empresa está desarrollando un moderno complejo de oficinas, el Centro Empresarial Libertador de 60.000 m<sup>2</sup> que se encuentra con un avance de obra del 85% y se prevé que finalizará a fines de 2019. Ya se han suscripto contratos de locación por 46.000 m<sup>2</sup> (un 77% de ocupación). Estos metros se verán reflejados en un fuerte incremento del EBITDA a partir del 2020.

### Algunos números

Previo al análisis, vale remarcar que la compañía tiene su flujo de ingresos dolarizados, proveniente del arrendamiento de oficinas y tiene sus gastos

distribuidos en pesos y dólares. Al ser un segmento de negocios íntegramente dolarizado, tanto el valor de sus propiedades como las entradas por alquileres actúan como una cobertura natural frente a sus pasivos en dólares.

En función a los m<sup>2</sup> de superficie rentable que tiene la compañía, y tomando un precio de alquiler promedio de USD 28 por m<sup>2</sup> (estimado), la empresa tiene un flujo de ingresos de USD 30 millones (estimado) por año y un potencial crecimiento de los ingresos luego de la concreción del Centro Empresarial Libertador a USD 45/50 millones dependiendo del porcentaje de ocupación.

	<b>Superficie rentable (m2)</b>
Edificio Plaza San Martin	16.500
Torre Madero Office	33.801
Torre 955 Belgrano Office	30.000
Torre Madero Riverside	16.024
<b>TOTAL</b>	<b>96.325</b>
<i>Centro Empresarial Libertador</i>	<i>62.000</i>
	<b>158.325</b>

**Fuente:** Elaboración propia en base a datos del balance

El último balance publicado fue del semestre cerrado en agosto de 2019. Como se observa en el cuadro siguiente, los ingresos por alquileres superaron los \$750 millones en el semestre. En relación al semestre anterior, naturalmente los resultados saltan debido a la suba del tipo de cambio. Tomando los resultados al dólar promedio del semestre, los ingresos por alquileres se mantienen en el orden de los USD 15 y USD 16 millones.

En la presentación del balance, los resultados operativos totales también incluyen las ganancias por revaluación de sus propiedades. En el último ejercicio este concepto implicó resultados positivos por más de \$6.128 millones. Este salto se explica básicamente por la revaluación en pesos de las propiedades. En sentido inverso, los resultados en pesos también se ven dañados por las pérdidas financieras correspondientes a las diferencias de cambios, dado que la deuda esta emitida en moneda extranjera. Para evitar estas distorsiones en el análisis, nos centramos en los resultados por alquileres medidos en dólares.

Resultados de 6 meses en millones	31/08/2019		31/08/2018		Var (%)
	\$	USD	\$	USD	
Ingresos por alquileres	\$ 754	USD 16	\$ 400	USD 16,1	2%
Costos por alquileres	\$ -19	USD 0	\$ -17	-USD 1	-39%
<b>Resultado Neto por alquileres</b>	<b>\$ 735</b>	<b>USD 16</b>	<b>\$ 383</b>	<b>USD 15</b>	<b>3%</b>
Ingresos por ventas	\$ 358	USD 8	\$ 7	USD 0	2769%
Costos por ventas	\$ -42	-USD 1	\$ -6	USD 0	300%
Resultado Neto por ventas	\$ 316	USD 7	\$ 1	USD 0	15097%
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>\$ 1.051</b>	<b>USD 23</b>	<b>\$ 384</b>	<b>USD 15</b>	<b>48%</b>
Gastos Operativos	\$ -245	-USD 5	\$ -60	-USD 2	120%
<b>Ganancia Operativa sin revaluaciones</b>	<b>\$ 806</b>	<b>USD 17</b>	<b>\$ 324</b>	<b>USD 13</b>	<b>34%</b>
Ganancias por revaluación y vtas de prop. De inversión	\$ 6.128	USD 133	\$ 5.556	USD 223	-41%
<b>Ganancia Operativa con revaluaciones</b>	<b>\$ 6.934</b>	<b>USD 150</b>	<b>\$ 5.880</b>	<b>USD 236</b>	<b>-36%</b>
Ingr (Egr) financieros Netos	\$ 1.307	USD 28	\$ -414	-USD 17	-270%
Diferencia de cambio	\$ -3.805	-USD 82	\$ -2.119	-USD 85	-3%
Ganancia antes de impuestos	\$ 4.436	USD 96	\$ 3.347	USD 135	-29%
<b>Ganancia Neta</b>	<b>\$ 5.135</b>	<b>USD 111</b>	<b>\$ 2.506</b>	<b>USD 101</b>	<b>10%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a datos del último balance.

## Endeudamiento y capacidad de pagos

La deuda financiera corresponde casi en su totalidad a dos emisiones de bonos. El bono con vencimiento en 2021 tiene un valor residual de USD 38,9 millones (muy ilíquido en el mercado), mientras que la emisión con vencimiento en 2024 alcanza los USD 119,7 millones (se opera fluidamente en el exterior). En total la deuda financiera de la empresa alcanza los USD 158 millones. El bono al 2021 tiene un cupón del 8,5%, mientras que los títulos que vencen en 2024 pagan un cupón de 7,25% anual. Con lo cual, la carga de intereses anual es de USD 12 millones.

Considerando únicamente los ingresos operativos producto del alquiler de oficinas (en dólares), sin considerar las potenciales ventas, estos permiten cubrir aproximadamente 2.7 veces el monto de intereses. A partir del año 2020, cuando la empresa comience a percibir los alquileres del el Centro Empresarial Libertador, la cobertura de intereses subirá a 3.8. Supongamos un escenario donde los alquileres en dólares de las oficinas premium presentan una baja de precio, algo probable en el actual escenario de devaluaciones sucesivas. Si el precio del alquiler por metro se desploma un 25% en dólares, la cobertura de alquileres contra intereses rondaría las 3 veces en 2020, niveles saludables aún en este contexto.

Por otro lado, si bien la deuda financiera alcanza los USD 158 millones, la empresa cuenta con efectivo en cuentas del exterior por USD 104 millones. A esto debemos sumarle una cartera de activos financieros de 56 millones de nominales en AY24, 8 millones de nominales de Bonar 2026 y otros 8

millones de Bonar 2027, lo que representan unos USD 29 millones a valor de mercado actual.

Otro dato importante a destacar, es que la finalización de la obra de Libertador de 62.000m<sup>2</sup> rentables se financiará con el propio excedente del operativo de la empresa, ya que los ingresos exceden la carga financiera. Con lo cual, salvo nuevas compras de terrenos o que comiencen a construir en el terreno de Arribeños esquina Campos Salles del cual es propietario, la posición de caja actual no tendrá grandes cambios en los próximos meses.

Con lo cual, la deuda neta de caja y activos realizables líquidos se ubica en torno a USD 25 millones, prácticamente un año de alquileres. El nivel de apalancamiento neto es muy bajo, en torno a una vez y media (deuda financiera neta/Ebitda). Otra forma de ver el bajo apalancamiento de la firma es comparar la deuda en dólares con los metros vendibles. Supongamos un precio vendible por metro cuadrado de USD 4.000 (estamos siendo absolutamente conservadores dado que las últimas ventas se realizaron por encima de USD 6.000 el metro) esto daría que a partir del 2020 el valor de los metros vendibles supera los USD 600 millones, contra una deuda neta de USD 35 millones.

La empresa tiene una alentadora posición financiera ya que los USD 12 millones anuales de carga de intereses se cubren cómodamente con los ingresos por alquileres, aun suponiendo una marcada caída en el precio de los alquileres en dólares. En el mismo sentido, el stock de deuda en moneda extranjera es muy reducido en relación a los metros cuadrados propios y el efectivo en cuentas del exterior de la firma.

Resumiendo, los bonos de ciertas compañías locales con sólidos ratios financieros brindan atractivas tasas. El buen rendimiento se debe principalmente a que estas empresas incorporan el riesgo país argentino. Claramente por balance, los rendimientos son más que atractivos. Esto no es otra cosa que el triste costo de capital y riesgo país de nuestro querido país.



Fuente: Bloomberg.

ISIN	Vencimiento	Cupón	Amortización	Monto en circulación	TIR	Duration
USP79849AB41	10/07/2021	8,5%, 10/01 y 10/07	50% el 10/07/20 y 50% el 10/07/21	\$ 38.917.000	15%	1,6
USP79849AC24	21/03/2024	7,25%, 21/03 y 21/09	Al vencimiento	\$ 119.729.840	13%	3,7

Buen fin de semana,

[juan@cucchiara.sba.com.ar](mailto:juan@cucchiara.sba.com.ar)  
[valentina@cucchiara.sba.com.ar](mailto:valentina@cucchiara.sba.com.ar)