

19 de octubre de 2018

**Raghsa S.A.**

Determinadas compañías con sólidos ratios financieros muestran atractivos rendimientos, muy por encima de otras empresas comparables a nivel regional. El grotesco riesgo país se paga caro. Metiéndonos en el segmento inmobiliario, en esta ocasión analizaremos la deuda de Raghsa, sociedad anónima que tiene como actividad principal el desarrollo integral de proyectos inmobiliarios 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.

Arrendamientos - Porcentajes de ocupación:

	31.08.2018	31.08.2017
Edificio Plaza San Martin	95%	100%
Torre Madero Office	92%	96%
Torre 955 Belgrano Office	100%	97%
Torre Madero Riverside	100%	91%

Fuente: Datos del último balance

Asimismo la empresa adquirió en septiembre del 2017 el inmueble Campos Salles 1565 de 5.189 m2. Por último, la empresa está desarrollando un moderno complejo de oficinas, el Centro Empresarial Libertador de 62.000 m2 previsto para finales de 2019.

**Algunos números**

Previo al análisis, vale remarcar que la compañía tiene su flujo de ingresos en dólares, 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 m2 de superficie rentable que tiene la compañía, y tomando un precio de alquiler

promedio de U\$28 por m2 (estimado), la empresa tiene un flujo de ingresos de U\$33 millones por año y un potencial ingreso luego de la concreción del Centro Empresarial Libertador de U\$53 millones.

	Superficie rentable (m2)
Edificio Plaza San Martin	16.500
Torre Madero Office	34.400
Torre 955 Belgrano Office	30.000
Torre Madero Riverside	16.500
<b>TOTAL</b>	<b>97.400</b>
<i>Centro Empresarial Libertador</i>	<i>62.000</i>
	<b>159.400</b>

Fuente: Elaboración propia

El último balance publicado fue del semestre cerrado en agosto de 2018. Como se observa en el cuadro siguiente, los ingresos por alquileres alcanzaron los \$400 millones en el semestre. Los resultados operativos, considerando únicamente las ganancias por alquileres, fueron de \$324 millones también para el semestre. En relación al semestre anterior, naturalmente los resultados saltan debido a la suba del tipo de cambio.

Por otro lado, 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 \$5.550 millones de pesos. Este salto se explica básicamente por la revaluación en pesos de las propiedades.

Resultados de 6 meses en millones	31/08/2018	
	\$	USD
Ingresos por alquileres	\$ 400	\$ 16
Costos por alquileres	\$ -17	\$ -1
<b>Resultado Neto por alquileres</b>	<b>\$ 383</b>	<b>\$ 15</b>
Ingresos por ventas	\$ 7	\$ 0,3
Costos por ventas	\$ -6	\$ -0,2
Resultado Neto por ventas	\$ 1	\$ 0,05
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>\$ 384</b>	<b>\$ 15</b>
Gastos Operativos	\$ -60	\$ -2
<b>Ganancia Operativa sin revaluaciones</b>	<b>\$ 324</b>	<b>\$ 13</b>
Ganancias por revaluación y vtas de prop. De inversión	\$ 5.556	\$ 223
<b>Ganancia Operativa con revaluaciones</b>	<b>\$ 5.880</b>	<b>\$ 236</b>
Ingr (Egr) financieros Netos	\$ -414	\$ -17
Diferencia de cambio	\$ -2.119	\$ -85
Ganancia antes de impuestos	\$ 3.347	\$ 135
<b>Ganancia Neta</b>	<b>\$ 2.506</b>	<b>\$ 101</b>

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

## Endeudamiento

El pasivo total de la empresa alcanzó los \$9.700 millones, un 60% explicado por las ONs emitidas en el 2011 y 2017 por un total de U\$200 millones de los cuales 42% ya se cancelaron. De los U\$158 millones restantes, U\$38 amortizan en 2020 y 2021 (U\$19 por año) pagando un cupón del 8,5% anual. Los otros U\$120 millones vencen en 2024 y pagan un cupón de 7,25% anual. Con lo cual, la carga de intereses anual es de U\$12 millones. Considerando únicamente los ingresos operativos producto del alquiler de oficinas (en dólares), sin considerar ventas ni ganancias por revaluación, este permite cubrir aproximadamente 3 veces el monto de intereses. El nivel de apalancamiento (deuda/activos a valor de mercado) de la compañía también es reducido, por debajo de 0,3.

Otra forma de ver el bajo apalancamiento de la firma es comparar la deuda en dólares con los metros vendibles. Según la última tasación detallada en el balance, cerca de U\$4.700 el metro, vendiendo el 30% de los metros terminados podría rescatar toda la deuda. No estamos contemplando los metros en construcción.

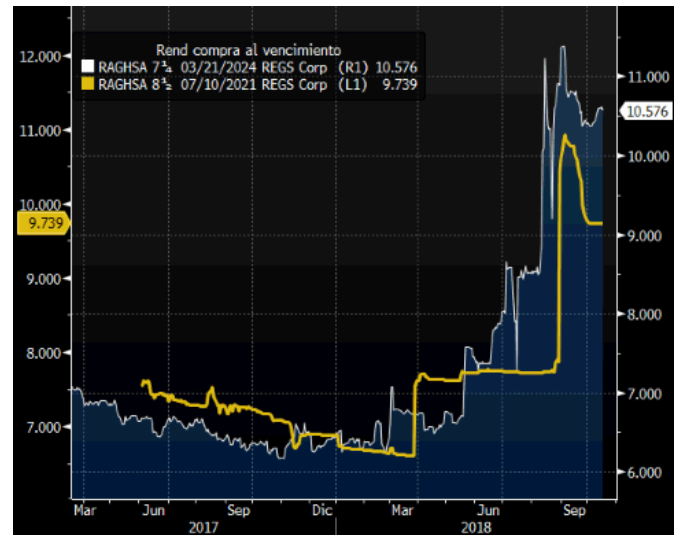
Asimismo vale remarcar que en su último balance la compañía mostraba activos fácilmente realizables, sin considerar las propiedades. En su cartera de activos financieros incluía 16 millones de nominales Bonar 2024 (U\$16,2 millones a precios de mercado), 8 millones de nominales de Bonar 2026 (U\$7 millones) y 8 millones de Bonar 2027 (U\$6,6 millones). Además, en su último balance la empresa muestra caja por el equivalente a U\$5 millones.

La empresa tiene una alentadora posición financiera ya que los U\$12 millones anuales de carga de intereses se cubren cómodamente con los ingresos por alquileres también en dólares. En el mismo sentido, el stock de deuda en dólares es reducido en relación a los metros cuadrados propios.

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.

ISIN	Vencimiento	Cupón	Amortización	Monto en circulación	TIR	Duration
USP79849AB41	10/07/2021	8,5%, 10/1 y el 10/7	50% el 10/7/20 y 50% el 10/7/21	\$ 38.917.000	9%	1,92
USP79849AC24	21/03/2024	7,25%, 21/3 y 21/9	Al vencimiento	\$ 119.729.840	10%	4,26



Fuente: Bloomberg.

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)