

23 de mayo de 2025

Raghsa S.A.

Raghsa es una compañía que se dedica al desarrollo, construcción, alquiler y venta de oficinas y viviendas premium. La empresa es líder en Argentina en el mercado de alquiler corporativo clase "AAA".

Los ingresos operativos de la firma provienen principalmente de los alquileres de sus oficinas y, en segundo lugar, de las ventas parciales o totales de sus inmuebles. En la actualidad, la empresa administra 4 edificios de oficinas premium en Buenos Aires: Madero Office, 955 Belgrano Office, el Centro Empresarial Libertador (CEL) y el recientemente finalizado, Centro Empresarial Núñez (CEN). Entre sus edificios desarrollados y ya vendidos se destacaron las torres residenciales de Le Parc, la Torre Madero Riverside y el Edificio Plaza San Martín. La compañía ha desarrollado más de 1,000,000 m² de propiedades residenciales y corporativas en Argentina y Uruguay.

Raghsa también está presente en Estados Unidos, desde 2020 obtiene ingresos por el alquiler de un inmueble residencial propio en Nueva York. Actualmente, analiza nuevos proyectos inmobiliarios en la misma ciudad.

Ocupación

Los alquileres en el mercado de oficinas premium se abonan en pesos ajustados por el tipo de cambio oficial. Por su parte, la compra y venta de inmuebles es pagadera completamente en moneda dura.

Como veremos más adelante, tanto las deudas financieras como los activos financieros de Raghsa están casi totalmente denominados en dólares. Por esta razón, y como es habitual, observaremos los estados contables de la compañía dolarizando stock y flujos a tipo de cambio oficial correspondiente a cada periodo.

Raghsa presentó sus últimos resultados al cierre del ejercicio 2025, iniciado el 1 de marzo de 2024 y finalizado el 28 de febrero de 2025.

En su portafolio de oficinas la compañía cuenta con una cartera compuesta principalmente por clientes locales e internacionales de primera línea, entre ellos Chevron, American Express, JP Morgan, Lenovo, AWS, Quilmes, Facebook, Raízen, Pedidos Ya, entre otros. Esta base de alta calidad ha contribuido a una sólida estabilidad en los ingresos, con una morosidad históricamente cercana al 0%.

Al cierre del 4T25 los m² rentables de oficinas se mantuvieron estables al respecto a los disponibles al mismo cierre del año anterior. Totalizaron los 95,634 m²; repartidos entre; el CEL (con el 63% del total), 995 Belgrano Office (con el 32%) y la Madero Office (con el restante 5%). Durante el ejercicio 2024, la empresa se había desprendido de m² de su torre Madero Office, la de mayor antigüedad. En el ejercicio 2025 no hubo ventas de inmuebles.

Al cierre del 4T25, la ocupación de los inmuebles de oficina alcanzó un promedio ponderado del 84.8%, una merma de 700 pbs. al respecto del 4T24 debido principalmente a una caída en la ocupación en el CEL.

% de Ocupación	Torre Madero Office	995 Belgrano Office	Ctro. Emp. Libertador	Total
4T25	100%	88%	82%	84.8%
m2 rentables	4,911	30,502	60,221	95,634
3T25	100%	88%	91%	90.5%
Var (pb)	0	0	-900	-567
4T24	63%	87%	97%	92.1%
Var (pb)	3700	100	-1500	-723
4T23	63%	87%	97%	89.8%
Var (pb)	3700	100	-1500	-492

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

La foto del cierre de febrero 2025 fue desfavorable ya que no reflejó la ocupación real de los inmuebles de los trimestres anteriores. Ya en su última reseña, Raghsa informó que para el

1T26 los 3 edificios se encuentran ocupados casi en su totalidad, con una ocupación promedio ponderada del 98.4% de los m² rentables.

Como mencionamos en nuestro informe anterior, al cierre del 2T25 del 31 de agosto de 2024 ([ver aquí](#)), en el ejercicio 2025 la compañía continuó avanzado con su estrategia de desarrollar más m² premium en el corredor norte de la Ciudad de Buenos Aires.

Recientemente Raghsa inauguró el Centro Empresarial Núñez. La torre agregó 24.400 m² a su portafolio de oficinas premium. Se espera que el edificio sea certificado como Gold por el United States Green Building Council (USGBC). La más alta certificación que ya posee el CEL y al 955 Belgrano Office. Como resultado, el 96% de los m² de Raghsa tendrán calificación Gold, algo muy valorado por sus principales clientes.

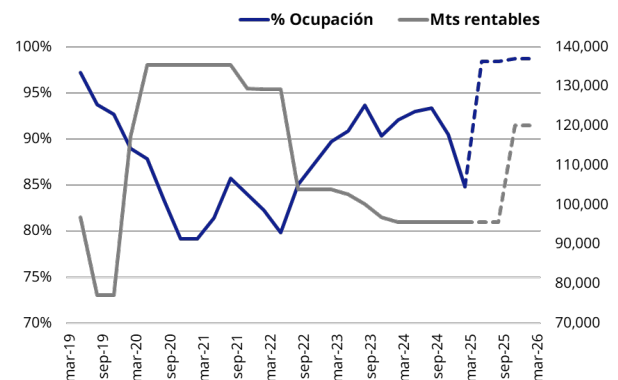
Tras el último cierre, Raghsa informó que el nuevo inmueble ya se encuentra ocupado al 100%. En abril celebró contrato de locación por 10 años con JPMorgan por la totalidad del edificio. Se trató de la operación de alquiler corporativo más importante de los últimos 20 años. JP Morgan establecerá en el CEN su centro corporativo regional. A cambio de reacondicionar los pisos a medida, JP Morgan ocupa el edificio desde abril, y tiene un periodo de gracia para el pago de alquileres por hasta el cierre del 2T26 (31 de agosto de 2025). El contrato le brindará a Raghsa ingresos estimados de USD 9 millones anuales.

Cabe destacar que, tras el acuerdo de alquiler del Centro Empresarial Núñez, los arrendamientos vinculados a JP Morgan pasaran a representar el 41% de los ingresos y créditos comerciales totales. Anteriormente, al cierre del ejercicio 2024, Chevron y JP Morgan en conjunto representaban el 27% del total. Esto representa un riesgo relevante de concentración, que la compañía ha mitigado mediante cláusulas contractuales que establecen una penalidad

cercana al 70% del valor total del contrato en caso de rescisión anticipada.

Considerando la ocupación actual de los edificios y la incorporación de los ingresos del Centro Empresarial Núñez, Raghsa totalizará alrededor de un total de 120.000 m² rentables con una tasa de ocupación del 98,7% a partir del 3T26. En términos de superficie, la empresa volvería a los niveles de m² disponibles cercanos al ejercicio 2022, aunque con una diferencia clave: la mejora significativa en la calidad de su portafolio, lo que le permitirá monetizar cada m² a un precio mucho más superior.

% Ocupación y m² rentables a cierre trim.



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR y proyecciones.

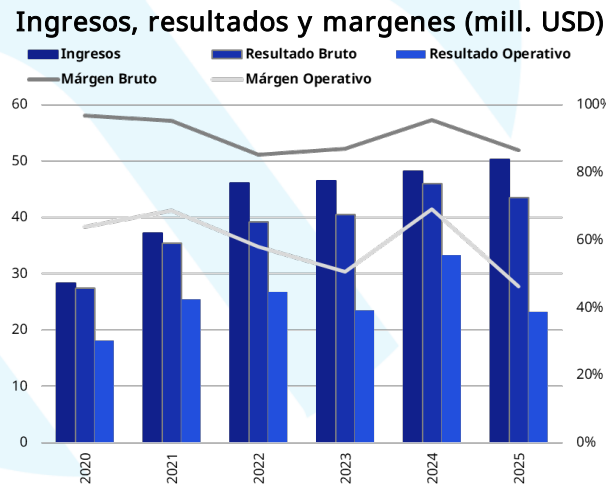
En cuanto al edificio residencial en Nueva York, se trata del One Union Square South, inaugurado en 1998 y con una superficie rentable de 16.165 m². Está ubicado en 1 Union Square South y cuenta con 17 pisos y 239 departamentos de distintas tipologías.

Resultados

Raghsa reportó ingresos totales por USD 50.3 millones en el ejercicio 2025, provenientes del alquiler de sus oficinas y residencias en Nueva York. Esta cifra representa un incremento del 4% respecto al año anterior, a pesar de haber contado con una menor superficie promedio disponible para alquilar.

Una de las razones de esta mejora fue que, desde su adquisición mediante hipoteca, la inversión en Nueva York ha comenzado a generar mayores ingresos, impulsados por mejores precios de alquiler y la puesta en valor de un mayor número de unidades funcionales. Las obras de revalorización continúan en ejecución y se estima que finalizarán en 2026. Durante el ejercicio 2025, el edificio One Union Square South generó ingresos por USD 15.6 millones y un resultado operativo de USD 8.8 millones.

El nivel de ingresos de Raghsa fue destacable: a pesar de la menor superficie promedio disponible durante los últimos tres ejercicios, los flujos por alquileres se mantuvieron sólidos y han mostrado crecimiento. Se espera que el ejercicio actual, con cierre en 2026, continúe esta tendencia positiva, esta vez con el aporte del contrato por el Centro Empresarial Núñez.



Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

En el ejercicio 2025, los márgenes se deterioraron en comparación con el año anterior. El margen bruto se ubicó en 87%, mientras que el margen operativo fue del 46%. Esta caída se explicó principalmente por el aumento de los costos de alquiler y administración, medidos en dólares, impulsados por una inflación acumulada significativamente superior a la depreciación de la moneda local.

mill. de USD	2025	2024	Var (%)	2023	Var (%)
Ingresos	50.3	48.2	4%	46.5	8%
Costos	6.8	2.2	208%	6.0	12%
Margen Bruto	87%	95%	-900pb	87%	0pb
Gs Adm. y Com.	20.3	12.7	60%	16.9	20%
Margen Operativo	46%	69%	-2300pb	51%	-400pb

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Con el precio actual informado por Raghsa en torno a los USD 25 por m² de oficinas premium certificadas, si consideramos tanto los 95,634 m² disponibles al 4T2025 y los futuros ingresos del CEN, podemos estimar que la firma tiene capacidad de generar 37.7 USD millones anuales en alquileres, solo por su portafolio local.

Al respecto del One Union Square South, para el ejercicio 2026, los ingresos totales proyectados se estiman en USD 16.5 millones (los gastos se proyectan en USD 6.9 millones y los ingresos operativos en USD 9.6 millones).

Proyectos de inversión

En marzo de 2024, la compañía adquirió un terreno de 2,800 m² ubicado en Av. del Libertador 7172, en el corredor norte de Buenos Aires, por un monto de USD 33.5 millones. En dicho predio que comparte manzana con el CEN, se proyecta el desarrollo de un edificio corporativo de oficinas clase “AAA”, con una superficie aproximada de 25.500 m² rentables. De la compra queda pendiente el pago de USD 8.2 millones, financiados por préstamos bancarios.

Actualmente, la sociedad se encuentra abocada al diseño arquitectónico, estructural y de instalaciones complementarias, con el objetivo de gestionar las aprobaciones municipales correspondientes y avanzar luego con la licitación de las obras. La obra se estima inicie en noviembre de este año y totalice USD 65 millones de inversión. Hasta el momento, Raghsa realizó el acopio de materiales por la suma de USD 5.5 millones.

La compañía viene analizando los mercados inmobiliarios en países como Brasil, Estados Unidos, Uruguay, Perú y Paraguay. En Nueva York, avanza con una estrategia de "land banking", es decir, la adquisición y tenencia de terrenos con fines de desarrollo futuro. En ese marco, proyecta el desarrollo de un centro logístico urbano en el West Side de Manhattan.

El proyecto se emplaza sobre dos terrenos contiguos que, en conjunto, suman una superficie aproximada de 1,400 m². La normativa vigente permite una superficie construible máxima de 7,000 m², de los cuales se estima que 6,500 m² serán rentables. El objetivo es desarrollar un centro logístico de última milla, adaptado a la creciente demanda de soluciones de distribución eficientes en grandes centros urbanos como Nueva York.

Actualmente, la propiedad, ya en manos de Raghsa, no cuenta con una fecha definida para el inicio de obra. Por ahora, se encuentra alquilada bajo un contrato a cinco años con vencimiento en 2029. Para el ejercicio en curso, se estiman ingresos por USD 1.8 millones.

En total, podemos proyectar que Raghsa genere aproximadamente USD 55.9 millones anuales en concepto de ingresos por alquileres y consorcios, considerando tanto su portafolio local como el One Union Square South y el inmueble en West Side de Nueva York.

Perfil de deuda

Al 4T25, Raghsa reportó una deuda financiera total de USD 247.8 millones, íntegramente denominada en dólares. Este monto representó una reducción del 10% en comparación con el nivel registrado al 4T24.

Del total, el 51% correspondió a bonos corporativos, mientras que el 45% estuvo vinculado a la hipoteca sobre el inmueble en Nueva York. El 4% restante se conformó por

préstamos bancarios. La compañía mantiene en circulación cuatro emisiones de bonos: tres bajo legislación de Nueva York (con vencimientos en 2027, 2030 y 2032) y uno bajo legislación local, con vencimiento en 2026.

Tras algunos pagos iniciales de capital, la hipoteca sobre el edificio One Union Square South ascendió a USD 112.4 millones. Esta obligación devenga una tasa de interés fija del 2.65% anual hasta 2030, año a partir del cual se aplicará una tasa variable.

Cabe destacar que el 85% de la deuda financiera de la compañía posee vencimientos a un plazo igual o superior a cuatro años, lo que refleja un perfil de deuda con bajo riesgo de refinanciamiento en el corto plazo.

Al 4T25, la compañía presentó bajos niveles de efectivo: el saldo en caja y bancos ascendió a USD 6.6 millones, íntegramente destinado a cubrir gastos operativos. La mayor parte de los activos líquidos se concentró en la cartera de inversiones, que totalizó USD 102.4 millones, equivalentes al 41% de la deuda financiera. Este monto representó una disminución del 28% respecto al ejercicio anterior. Las inversiones estuvieron denominadas en un 75% en dólares, con una composición dominada por bonos del Tesoro y títulos corporativos argentinos.

Considerando el efectivo y las inversiones financieras, la deuda neta de Raghsa ascendió a USD 138.9 millones, lo que representó un aumento del 5% respecto al cierre del ejercicio 2024. Al relacionar esta deuda con los ingresos obtenidos en el último ejercicio, el ratio Deuda Neta/Ingresos se mantuvo en niveles similares a los de años anteriores, ubicándose en 2.8x. Este nivel resultó razonable, especialmente considerando que, al menos hasta 2030, el inmueble en Nueva York generaría ingresos lo suficientemente sólidos como para cubrir, por sí solo, los servicios anuales de intereses y amortización de su hipoteca.

Excluyendo la deuda hipotecaria sobre el edificio One Union Square South, garantizada por el propio inmueble, la deuda financiera neta se reduce a apenas USD 26.5 millones. Si además se descuentan los ingresos provenientes de las actividades en Nueva York, el ratio Deuda Neta/Ingresos (ex-Nueva York) se ubicó en solo 0.8x. Este indicador reflejó una posición financiera sumamente sólida: la compañía puede cancelar toda su deuda de mercado utilizando sus activos líquidos más una proporción menor de sus alquileres o incluso mediante la venta selectiva de unidades, como lo venía realizando en el edificio Madero Office.

mill. de USD	4T25	4T24	Var (%)	4T23	Var (%)
Deuda Financiera	247.8	275.9	-10%	279.3	-11%
Caja y Bancos	6.6	1.9	254%	5.6	18%
Activos Financieros	102.4	142.4	-28%	137.7	-26%
Deuda Neta	138.9	131.7	5%	136.1	2%
Deuda Neta/Ingresos	2.8	2.7	0.0	2.9	-0.2
Deuda Neta (ex. NY)	26.5	17.9	48%	20.8	27%
D. Neta/Ingresos (ex. NY)	0.8	0.5	0.2	0.7	0.1

Fuente: Cucchiara Research en base a EERR.

Según la estructura actual de la deuda, los intereses a pagar anuales proyectados sin considerar la hipoteca para el ejercicio 2026 son de USD 10.8 millones. Teniendo en cuenta el flujo de alquileres locales proyectado de 37.7 USD millones, esto implicaría que la compañía tenga capacidad de cubrir hasta 3.5x los intereses anuales a pagar de su deuda local.

Por último, resulta relevante considerar el valor de comercialización de los inmuebles de Raghsa en Buenos Aires como respaldo de su capacidad de pago. Al cierre del ejercicio, los metros terminados fueron valuados en USD 588.4 millones, lo que implica un valor promedio de USD 4,900 por m². El valor patrimonial mostró un aumento significativo impulsado por la finalización del Centro Empresarial Núñez. Este monto representó 4.5x la deuda emitida en bonos corporativos, un indicador especialmente sólido si se tiene en cuenta que no contempla el nuevo terreno de Avenida del Libertador.

RAGHSA 8. 5% 2027



Fuente: Bloomberg.

La clase 4 vence bullet en 2027 y paga intereses semestrales con cupon del 8.5%. Fue canjeada sin premio con un 83.5% de aceptación el bono a 2032. El circulante es solo de 9.6 USD millones. El bono cotiza clean en el exterior en USD 101.5, con TIR de 7.7% y duration de 1.8 años.

RAGHSA 8.25% 2030



Fuente: Bloomberg.

La clase 5, emitida por USD 56.8 millones vence en 2030, amortiza bullet y posee un cupón anual del 8.25%. Se opera en 102 USD, dando una TIR de 7.8% con duration de 4 años.

RAGHSA 8.50% 2032



Fuente: Bloomberg.

Por último, la clase 7 emitida por USD 48.7 tiene vencimiento en 2032 y amortiza bullet. Posee cupón del 8.50% pagado semestralmente. Opera clean en 102.5 USD, dando una TIR de 8.1% con duration modificada de 5.3 años.

Perspectivas

Raghsa se posiciona como líder en el desarrollo de oficinas premium en Argentina, consolidando un nuevo polo corporativo en el corredor norte de Buenos Aires. Es una empresa integrada verticalmente: compra terrenos, diseña edificios con arquitectos y consultores externos, los desarrolla y participa activamente en su arrendamiento o venta. La dirección y los accionistas cuentan con una reputación sólida en la industria inmobiliaria. La compañía ha atravesado con éxito varios ciclos económicos, incluyendo períodos de alta inflación, devaluación del peso y recesiones.

Raghsa puede cubrir cómodamente el pago de sus bonos en circulación mediante sus alquileres, activos financieros líquidos o la venta de metros cuadrados, incluso a precios inferiores al mercado. Con un plan de expansión sólido y un estricto control financiero, la empresa mantiene activos en moneda dura y un bajo nivel de endeudamiento. Su política de crecimiento se basa en mantener las cuentas equilibradas, evitando grandes pagos de capital, renovando vencimientos de deuda con alta participación de los acreedores y construyendo con flujo propio.

Incluir bonos corporativos de Raghsa en una cartera local es una forma inteligente de diversificar riesgos, dado que el sector inmobiliario es históricamente defensivo en nuestro país. Los bonos 2030 y 2032 ofrecen cupones atractivos y flujo de ingresos confiable.

Los títulos tienen baja liquidez en el secundario, por lo que cada canje voluntario o emisión

primaria representa una oportunidad para posicionarse. A su vez, siendo conocedores de los principales acreedores y tenedores de bonos, nuestras carteras y fondos reaccionan activamente para aprovechar cada oferta.

Raghsa se presenta como una opción atractiva, con una TIR más competitiva frente a otros desarrolladores como Irsa. Por ejemplo, el bono IRSAAR 8.75% 2028 opera con TIR menor al 7% y duration de 1.6 años; mientras que el bono IRSAAR 8% 2035 se cotiza con TIR de 8.3% pero con mucha más duration (de 6.1 años). Los bonos de Raghsa 2030 y 2032 ofrecen cupones atractivos y flujo de ingresos confiable. En línea con esta tesis, nuestros fondos de renta fija en dólares, custodiados local e internacionalmente, mantienen una alta ponderación en RAGHSA 8.25% 2030 y RAGHSA 8.50% 2032.

Muchas gracias,

Juan José Battaglia
juan@cucchiara.com.ar

Manuel Carvalho
manuel@cucchiara.com.ar

Ian Weber
ian@cucchiara.com.ar

Tomás Mangino
tomasmingino@cucchiara.com.ar