

23 de enero de 2026

Raghsha S.A.

Raghsha es una compañía dedicada 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". Asimismo, cuenta con activos propios de oficinas y residencias en Nueva York.

Raghsha presentó sus últimos resultados correspondientes al 3T26, período iniciado el 1 de septiembre de 2025 y finalizado el 30 de noviembre de 2025. El cierre del ejercicio económico se realizará el 28 de febrero de 2026.

Portafolio Local

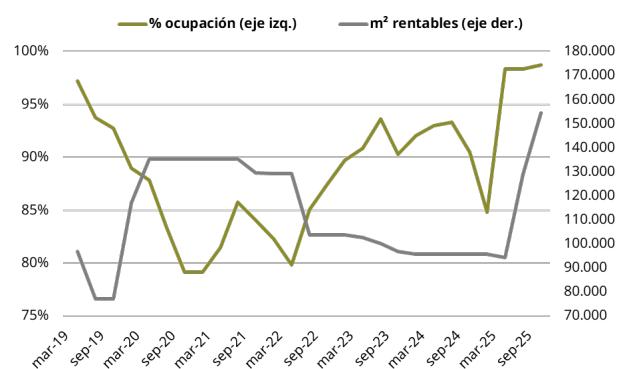
En Buenos Aires, la compañía posee cuatro edificios de oficinas: Madero Office (MO), 955 Belgrano Office (BO), el Centro Empresarial Libertador (CEL) y el Centro Empresarial Núñez (CEN). Tanto el BO como el CEL cuentan con certificación LEED Gold otorgada por el USGBC, y se espera la obtención de la misma certificación para el CEN.

Durante el 3T26, el CEN inició el reconocimiento de ingresos por alquileres por el contrato celebrado con JPMorgan. Tal como se mencionó en nuestro informe anterior ([ver aquí](#)), JPMorgan ocupaba el edificio desde abril pasado, pero contaba con un período de gracia a cambio de reacondicionar el inmueble.

En el 3T26 los m² rentables de oficinas en Argentina alcanzaron un total de 119.973 m². En particular, la incorporación del CEN, con 25.561 m², implicó un incremento del 25% en los m² disponibles al respecto del cierre del 3T25.

Al último cierre, la ocupación de los inmuebles de oficinas en Buenos Aires fue prácticamente total, con un promedio ponderado del 98,7%, lo que representó una mejora de 800pb al respecto del año anterior.

% Ocupación y m² rentables en Argentina



Fuente: Sekoia Research en base a EERR y Reseñas.

En línea con su estrategia de expansión en el corredor norte de Buenos Aires, y con posterioridad al cierre del 3T26, Raghsha anunció la compra de un terreno de 5.800 m² ubicado en Av. del Libertador 7055 por USD 73 millones. La empresa ya abonó USD 30 millones y lo restante será pagado en 2 unidades del MO y USD 31 millones en 15 cuotas trimestrales iguales a partir de octubre. El predio cuenta con una capacidad constructiva estimada de 75.500 m².

Respecto del terreno adquirido en marzo de 2024 en Av. del Libertador 7172, Raghsha informó que continúa en la etapa de elaboración de planos para la obtención de aprobaciones y la posterior licitación de las obras. En el predio se proyecta el desarrollo de un edificio corporativo clase "AAA" con una superficie aproximada de 25.500 m² rentables. El terreno ya fue completamente pagado. El inicio de obra se estima para el segundo semestre de este año, con una inversión total aproximada de USD 75 millones. A la fecha, la compañía ha realizado el acopio de materiales por USD 5 millones.

El precio promedio ponderado de alquiler de oficinas premium en Buenos Aires al cierre del 3T26 fue de USD 27.8 el m². Según los m² disponibles y ajustando proyecciones, Raghsha tiene capacidad de generar 36,6 USD millones en alquileres de oficinas en los próximos 12 meses, solo por su portafolio local.

Portafolio Internacional

En línea con su estrategia de diversificación del riesgo argentino, Ragsa continuó expandiendo su presencia en el mercado inmobiliario de Nueva York. En agosto de 2025, la compañía adquirió un edificio de oficinas Clase A, ubicado en 512 West 22nd Street, por un valor de USD 205 millones. Del total resta abonar USD 130 millones a través de una hipoteca financiada por bancos americanos a 10 años.

El inmueble cuenta con una superficie rentable aproximada de 16.030 m². Se encuentra en el distrito de West Chelsea, junto al High Line, con vistas privilegiadas. Cuenta con certificaciones LEED Silver, ENERGY STAR y BOMA. Durante el 3T26, se inició su reconocimiento de ingresos por alquileres. Al último cierre, el 100% de los m² rentables se encontraban alquilados. Para los 12 meses posteriores al 3T26, se estima genere ingresos por USD 20.1 millones.

Por otro lado, el ya totalmente renovado edificio residencial, One Union Square South (OUSS) mantuvo una ocupación del 100% al cierre del 3T26 y proyecta ingresos por USD 17.1 millones.

Finalmente, los dos terrenos contiguos ubicados en el West Side de Manhattan, destinados al desarrollo futuro de un centro logístico de última milla, poseen planos, pero aún no tienen fecha de obra. Actualmente, uno de los lotes de 2.322 m² se encuentra alquilado, proyectando generar ingresos por USD 1.8 millones.

Resultados

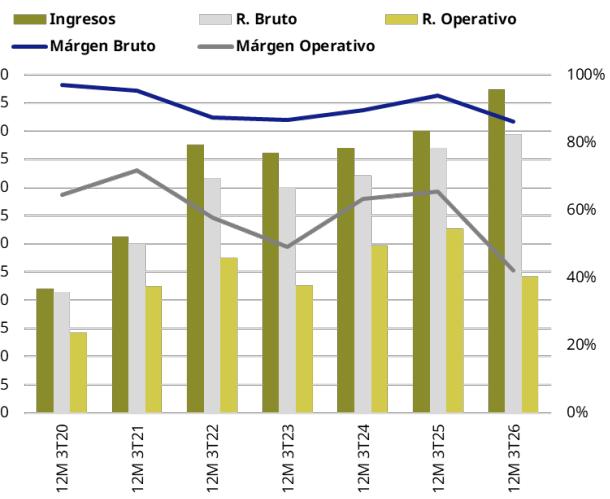
Durante los 9M26, Ragsa reportó ingresos por alquileres de USD 44,8 millones, considerando tanto el portafolio local como el internacional. Este nivel de ingresos representó un incremento del 21% respecto del mismo período del ejercicio anterior, impulsado principalmente por el 3T26, trimestre en el que comenzaron a reconocerse los ingresos correspondientes al CEN y el 512W22. Excluyendo estos efectos, los ingresos

de la compañía continúan estables y previsibles, sustentados por sus contratos de largo plazo.

Como consecuencia del aumento de los m² rentables, los mayores ingresos acumulados en los 9M26 provinieron del CEL, que explicó aproximadamente el 36% del total, seguido por OUSS, con un 25%. El 512W22 representó el 13% de los ingresos, mientras que el CEN aportó el 7%, con igualmente alto potencial de obtener mayor participación en los próximos cierres.

En términos de evolución, los ingresos de los últimos 12 meses medidos al cierre de cada 3T mostraron un crecimiento sostenido, en línea con la expansión del portafolio de activos premium. No obstante, se observó una contracción en los márgenes: el margen operativo de los alquileres se redujo al 42%, principalmente por pagos extraordinarios de servicios de terceros registrados en el 2T26.

Ingresos, resultados y márgenes (mill. USD)



Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

Perfil de deuda

Al cierre del 3T26, Ragsa reportó una deuda financiera de USD 357,2 millones, íntegramente denominada en dólares. El endeudamiento aumentó un 46% al respecto del 3T25, explicado principalmente por la toma de la nueva hipoteca vinculada a la adquisición del 512W22.

Del total de la deuda, el 34% correspondió a bonos corporativos (tres bajo Ley NY, con vencimientos en 2027, 2030 y 2034, y uno bajo legislación local a vencer en abril de 2026), mientras que el 66% restante se explicó por hipotecas asociadas al OUSS y al 512W22.

La caja y los activos financieros totalizaron USD 53,7 millones, un nivel orientado a la cobertura de gastos operativos. Solo el 34% se denominó en moneda extranjera. Este nivel de liquidez implicó una caída del 51% al respecto del 3T25. Considerando la posición de caja y activos líquidos, la deuda neta de Raghsha ascendió a USD 303,6 millones, más que duplicándose al respecto del año anterior.

Al relacionar esta deuda neta con los ingresos proyectados del portafolio actual, el ratio Deuda Neta/Ingresos por alquileres se ubicó en 4x. El ratio de cobertura empeoró naturalmente ante las adquisiciones recientes que han absorbido prácticamente toda la liquidez.

Hay que considerar que gran parte de la deuda es hipotecaria, garantizada por los propios inmuebles, por lo que excluyéndola la deuda neta se reduce a 64.6 USD millones. Excluyendo tanto esta deuda como los ingresos en NY, el ratio Deuda Neta/Ingresos se ubica en 1.8x, niveles muy tolerables para la compañía, considerando que de corto plazo Raghsha no tiene necesidades de financiamiento. Solo 2% es deuda corriente y el grueso de las necesidades de rolleo recién recae a partir del 2030.

Por otro lado, al último cierre, el portafolio local de Raghsha fue valuado en USD 583,1 millones (USD 4.860 por m²). Esto equivale a casi 5x la deuda en bonos corporativos. El ratio no considera los terrenos de Av. Libertador comprados a desarrollar. El portafolio de oficinas en Buenos Aires constituye un sólido respaldo de la capacidad de pago de Raghsha. Mediante la venta de unidades, como lo viene

realizando en el MO, la compañía puede cancelar parte de su deuda de mercado.

mill. de USD	3T26	3T25	Var (%)
Deuda Financiera	357,2	245,5	46%
Caja y Bancos	6,5	1,9	251%
Activos Financieros	47,2	108,3	-56%
Deuda Neta	303,6	135,4	124%
Deuda Neta/Ingresos (P12M)	4,0	2,5	1,5
Intereses a pagar (P12M)	19,7	13,2	49%
Ingresos/Intereses (P12M)	3,8	4,1	-0,3
Deuda Neta (excl. NY)	64,6	21,6	199%
D. Neta/Ingresos (excl. NY)	1,8	0,6	1,2
Intereses (excl. NY)	9,7	10,2	0,0
Ingresos/Intereses (excl. NY)	3,8	3,7	0,1

Fuente: Sekoia Research en base a EERR.

RAGHSA 8.50% 2027: Vence bullet en 2027 y paga intereses semestrales con cupón 8,5%. Tras su canje, el circulante es de USD 9,6 millones. Cotiza clean cable en USD 101,25, con TIR 7,4% y duration 1,2.

RAGHSA 8.25% 2030: Emitida por USD 56,8 millones, vence bullet en 2030. Posee cupón de pago semestral de 8,25%. Opera en USD 101,5 con TIR 7,8% y duration 3,6.

RAGHSA 8.50% 2032: Emitida por USD 48,7 millones, vence bullet en 2032. Paga cupón semestral del 8,5% y cotiza clean cable en USD 102,25 con TIR 8,1% y duration de 5,3.

ISIN	Descripción	Ticker	Clean	TIR	Dur.	Min.	Emisión
USP79849AD07	RAGHSA 8 1/2 05/04/27	RAC40	101,25	7,4	1,2	1.000	9.6M
USP79849AE89	RAGHSA 8 1/4 04/24/30	RAC50	101,50	7,8	3,6	1.000	56.8M
USP79849AF54	RAGHSA 8 1/2 12/11/32	RAC70	102,25	8,1	5,3	1.000	48.7M

Fuente: Sekoia Research en base a Bloomberg.

Perspectivas

Con un mix de ingresos proyectados más balanceado (48% en Argentina y 52% en Estados Unidos, impulsado por la incorporación del nuevo edificio en Nueva York), Raghsha presenta un perfil crediticio robusto, sustentado en activos inmobiliarios premium, con niveles de ocupación prácticamente totales y contratos de alquiler de largo plazo con clientes de primera línea, que aseguran estabilidad y previsibilidad en la generación de flujos. Esta mayor diversificación geográfica reduce de manera

significativa la exposición a los riesgos macroeconómicos locales.

El incremento del endeudamiento responde a la adquisición de activos de alta calidad. Si bien el apalancamiento aumentó, la estructura de vencimientos es holgada, con baja deuda corriente y sin presiones de refinanciación en el corto y mediano plazo. La deuda hipotecaria vence en 2035 (512W22) y 2050 (OUSS), mitigando el riesgo de liquidez.

En este marco, los bonos corporativos de Raghsha ofrecen una propuesta atractiva y se posicionan como una alternativa defensiva dentro del segmento de renta fija corporativa local hard dollar, actualmente con una elevada concentración en emisores del sector Oil & Gas.

Los títulos combinan buena cobertura por activos reales, flujos previsibles y un perfil de vencimientos ordenado. En particular, las emisiones con vencimientos en 2030 y 2032 presentan rendimientos atractivos en relación con su riesgo, resultando especialmente interesantes para inversores que priorizan preservación de capital y el cobro de cupón.

Asimismo, en agosto de 2025, Raghsha realizó su primera oferta pública inicial de acciones (IPO) mediante la emisión de nuevas acciones Clase A. Como resultado la operación implicó la colocación de aproximadamente 6,5% de su capital social actual y permitió recaudar USD 27,3 millones en financiamiento. Esta transacción constituye un antecedente relevante en términos de diversificación de fuentes de financiamiento, que podría habilitar, de manera gradual, nuevas alternativas de financiamiento de capital en el futuro, con potencial impacto positivo sobre el apalancamiento.

Como reiteramos en varias oportunidades, mantenemos una visión positiva sobre la deuda corporativa de Raghsha. Dada la baja liquidez de los títulos en el mercado secundario, cada emisión primaria representa una oportunidad

relevante para posicionarse. En línea con esta tesis, nuestros fondos de renta fija en dólares mantienen una alta ponderación en RAGHSA 8.25% 2030 y RAGHSA 8.50% 2032.

Sekoia Research

research@sekoia.com.uy