

Reporte de Calificación

PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) Administrado por PEI Asset Management S.A.S.

Comité Técnico: 9 de abril de 2019
Acta número: 1527

Contactos:
Mariana Zuluaga M.
mariana.zuluaga@spglobal.com

Ana María Carrillo Cárdenas
ana.carrillo@spglobal.com

PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) Administrado por PEI Asset Management S. A. S.

REVISIÓN PERIÓDICA	
TÍTULOS PARTICIPATIVOS	Calificación 'i AAA'
Cifras al 31 de diciembre de 2018:	Historia de la calificación:
Valor total del programa: COP5 billones	Revisión periódica Abril/18 'i AAA'
Valor total colocado: COP2.9 billones	Revisión extraordinaria Nov./17: 'i AAA'
Grupo de activos que componen el PEI: 138	Revisión periódica Abr./17: 'i AAA'
	Calificación inicial Dic./06: 'i AA+'

Introducción

A diferencia de un instrumento de deuda, las titularizaciones de títulos participativos respaldadas por inmuebles no se comprometen al pago de capitales ni de intereses, de ahí que exista una escala particular para este tipo de instrumentos (i-calificación otorgada). Este tipo de emisiones se hace a través de vehículos de inversión que desarrollan, compran y administran activos inmobiliarios comerciales y arriendan el espacio a inquilinos que posteriormente pagan una renta. Una vez cubiertos los gastos operativos del vehículo, se distribuye entre sus inversionistas el 100% de su flujo de caja distribible a manera de rendimientos. Adicionalmente, el retorno de estos vehículos incluye el valor de la apreciación comercial de los inmuebles.

La calificación de títulos de participación inmobiliaria es una evaluación sobre la probabilidad de que el vehículo pueda generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital de los inversionistas. De esta manera, el análisis se centra en aquellos factores que determinan la estabilidad financiera y operativa del vehículo, principalmente, los flujos de arrendamientos, la valorización de las propiedades y la capacidad del administrador y de las otras partes relacionadas para cumplir los lineamientos establecidos en el prospecto de colocación.

I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de títulos de participación inmobiliaria de 'i AAA' del Programa de Títulos Participativos emitidos por el Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI).

Para esta revisión, permanecen los siguientes aspectos positivos del PEI y de su administrador, PEI Asset Management:

- La consistencia en la generación de ingresos y la eficiencia en gastos relacionados con la administración y financiación de los inmuebles que en conjunto les permite mantener un flujo de caja distribible creciente y en línea con su rentabilidad objetivo.
- La alta calidad de los activos inmobiliarios y de sus arrendatarios.
- La diversificación del portafolio que favorece la continuidad y estabilidad de los rendimientos de los títulos participativos.

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

Consideramos que la probabilidad del PEI de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital continúa siendo sumamente alta, lo cual es coherente con la definición de la calificación 'i AAA' y se evidencia a través del cumplimiento de su rentabilidad objetivo, la recuperación del capital invertido en el término esperado (10 años) y el crecimiento continuo del valor de la unidad. Adicionalmente, esperamos que la generación de ingresos del vehículo continúe siendo positiva ya que durante el 2018 adquirió inmuebles de muy buena calidad, altamente estabilizados y que permiten que la composición del portafolio sea más diversificada. Esto, junto con las buenas prácticas de administración de los activos y las eficiencias en gastos financieros alcanzados tras la diversificación de las fuentes de financiación podrían permitir que el vehículo continúe consolidándose como uno de los patrimonios inmobiliarios líderes del mercado.

Portafolio de activos

El portafolio de activos inmobiliario ha mantenido una alta calidad producto del robusto proceso que sigue el PEI en el momento de realizar sus inversiones y su muy alta grado de conocimiento del mercado inmobiliario en Colombia. Las adquisiciones que realizó durante 2018 le permitieron aumentar la diversificación geográfica del portafolio, disminuir la concentración por tipo de arrendatario, mantener la proporción por tipo de activo, y cumplir con los respectivos límites que establece el prospecto. Para ver el detalle del histórico de los indicadores por favor remitirse a la ficha técnica al final del documento.

Dentro de las adquisiciones, se destaca el portafolio de centro comerciales Único, una de las compras más grandes que ha realizado el PEI. Esta adquisición le permitió al vehículo hacerse acreedor de cinco centros comerciales tipo *outlet* ubicados en Barranquilla, Cali, Yumbo, Neiva y Villavicencio e incrementar significativamente el número de contratos de arrendamientos. Los centros comerciales Único tienen una ocupación promedio de 97% - y cuentan con un tráfico mensual promedio de 5.25 millones de personas.

También adquirieron un 19.3% más sobre la propiedad del centro comercial Nuestro en Montería (70,3% consolidado) el cual a diciembre de 2018 tenía un 91% de ocupación, un local de Divercity en el centro comercial Santa Fe de Medellín y un piso de oficinas de QBE, adquiridos bajo el esquema de venta con contrato de arrendamiento (*sale with tenant*), Torre Alianza en Bogotá con contrato de arrendamiento a largo plazo y la bodega LG en Palmira bajo el esquema de construcción a la medida (BTS, por sus siglas en inglés para *built to suit*), entre otros.

Los inmuebles que se espera que entren al portafolio en el periodo 2019-2021 cumplen con el perfil de inversiones del PEI, algunos estarán altamente estabilizados y otros en proceso de estabilización, pero con las coberturas necesarias para favorecer el flujo de ingresos esperado. Entre estos inmuebles se destacan nuevas inversiones en el sector de salud y hotelería. Consideramos que estas adquisiciones benefician al portafolio en términos de diversificación y permiten explorar nuevas alternativas de inversión. Sin embargo, son sectores en los que el PEI no tiene experiencia y por lo tanto se hará un seguimiento más detallado de la evolución de este portafolio, de su cartera y de los indicadores operativos que le apliquen. En la mayoría de los casos la adquisición de estos activos ha implicado la existencia de acuerdos de negociación con condiciones específicas que buscan proteger el flujo futuro que espera recibir el vehículo.

Diversificación del portafolio

BRC evalúa los límites de concentración del portafolio con base en los cánones de arrendamiento proyectados para 2019, a diferencia del PEI, que los calcula con base en los ingresos generados en el último mes, tal como lo indica su prospecto de emisión. Consideramos que las dos metodologías son válidas y que la diferencia en los resultados de los indicadores no es significativa.

La concentración geográfica medida a partir de los cánones de arrendamiento ha mejorado en relación con lo observado en nuestra última revisión. Bogotá, la ciudad con mayor concentración pasó a representar 55% en diciembre 2018 de 61% en diciembre 2017 principalmente por la adquisición de inmuebles ubicados en ciudades intermedias, le siguen Medellín, Cali y Barranquilla con concentraciones de 13%, 10% y 2%, respectivamente y muy en línea con la última revisión. No consideramos que Bogotá y sus alrededores lleguen al límite establecido en el prospecto (85% del valor del avalúo de todo el portafolio) debido a que en el plan de adquisiciones 2019 – 2021 incluye una mayor proporción del área arrendable en otras ciudades; sin embargo, el momento en que entren estos inmuebles es definitivo para ver posibles cambios en el indicador.

La concentración por tipo de arrendatario disminuyó con respecto a diciembre de 2017. Grupo Bolívar, el mayor arrendatario pasó a 10,13% de 11,7% de los cánones proyectados para 2019. Esta disminución permite que el portafolio se vea aún más diversificado frente al nuevo límite para esta categoría: 20% de los ingresos anuales, que

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

antes era 40%. Los arrendatarios que le siguen-alrededor de 40- tienen menos del 5% de los ingresos proyectados. Se destacan por su mayor participación Almacenes Éxito, Grupo Nutresa y Frontera Energy Colombia entre otros.

Por tipo de activo, continuamos observando principalmente una concentración en activos corporativos y oficinas (42,7%), centros comerciales y locales comerciales (35,2%) y bodegas (15,9%). De acuerdo con el prospecto, este límite se mide en relación con el avalúo; sin embargo, bajo ninguno de los dos tipos de mediciones, se sobrepasa (70%) lo cual muestra el cumplimiento de las políticas de inversión al momento de realizar las adquisiciones de activos.

Administración del portafolio

Los inmuebles que forman parte del patrimonio se han valorizado constantemente reflejo de su alta calidad y las adecuadas políticas de mantenimiento que desarrolla la administradora.

Desde la fecha de adquisición de cada una de las propiedades hasta diciembre de 2018, su valorización ha sido en promedio de 47,8% y 3,5% en relación con el avalúo un año anterior, valores similares a los que presentaron en la última revisión. Asimismo, observamos que se ejecutó un capex por \$14.922 millones de pesos colombianos (COP), principalmente para realizar adecuaciones a la bodega Cittium, mejorar los espacios de circulación de Jardín Plaza y la primera etapa de la remodelación de Atlantis. En cuanto al mantenimiento de los inmuebles, vemos como positivo que la empresa que realiza las visitas técnicas a los inmuebles de manera exclusiva para el PEI aumentó el número de personal tras la adquisición de los centros comerciales, lo cual consideramos clave para identificar las necesidades de inversión y mantener el estándar de calidad de las propiedades.

El nivel de vacancia física (medida en metros cuadrados) continúa siendo bajo (4,9% a diciembre 2018, 4,8% a diciembre de 2017 y 3,8% a diciembre 2016) frente a los aumentos de vacancia en el mercado de activos corporativos (11,8%), centros comerciales (12,3%) y bodegas (14,2%) en las principales ciudades del país, lo cual también refleja la buena calidad de las propiedades y sus arrendatarios, la apropiada diversificación de los contratos de arrendamiento por fecha de vencimiento y una tasa de retención promedio de 89% que aunque disminuyó frente a la de nuestra última revisión (92%) consideramos que sigue siendo alta.

A diciembre de 2018, el indicador de vacancia económica se ubicó en promedio en 3,9%, muy en línea con el promedio que observamos un año atrás. Este refleja principalmente periodos de gracia otorgados a dos clientes durante el año. Consideramos que el indicador continúa siendo bajo en relación al nivel de vacancia proyectado por el vehículo del 5% y al nivel de vacancia presentado por competidores internacionales 10%. Ejercicios de estrés muestran que se requieren incrementos en la vacancia económica de hasta 10% para que el vehículo genere niveles de rentabilidad cercanos al IPC + 7,5% y del 20% para que su rentabilidad se acerque al IPC + 6,4%. Frente a estos niveles de vacancia nuestra calificación podría bajar dado que son menores a la rentabilidad esperada actualmente (IPC +8,0% - IPC +8,5%).

Producto de la vacancia y las condiciones económicas que marcaron el mercado durante 2018, la cartera a diciembre con más de 30 días de mora aumentó en un 11% en relación con la reportada un año atrás (COP9.311 millones frente COP8.382 millones). Particularmente, observamos que la morosidad (*bucket*) de más de 90 días aumentó en 35%, no esperamos que este indicador disminuya significativamente en el corto plazo dado que incluye un proceso de insolvencia que tiene una expectativa de recuperación de dos a tres años.

Aunque este saldo sigue siendo bajo en relación con la capacidad de generación de ingresos del vehículo (3,6%), continuamos considerado que el comportamiento de estos indicadores podría reflejar un área de oportunidad en la gestión de cobranzas, más aún cuando en 2018 hubo un incremento en el número de contratos del 74% (1978 frente a 1140 en 2017). De acuerdo con información del PEI, recientemente contrató una consultoría para fortalecer su proceso de cobranza. Esperamos ver en nuestra próxima revisión los resultados de dicho plan de acción. Es importante resaltar que el PEI cuenta con políticas adecuadas para provisionar y castigar la cartera tras la implementación de la metodología de pérdida esperada de NIIF 9, siendo este último similar al de 2017 (COP201 millones a diciembre de 2018 frente a COP287 millones en 2017).

Para un mayor detalle de los aspectos cualitativos de la gestión del PEI Asset Management como administradora del vehículo, referirse al documento de Eficacia en la Gestión de Portafolios del PEI, calificado en 'G aaa', publicado en www.brc.com.co.

Rentabilidad

El vehículo continúa mostrando una rentabilidad efectiva anual acumulada positiva desde el inicio de operaciones, pero menor a la de un año atrás, 13,70% a diciembre de 2018 frente 13,84% a diciembre de 2017. Esta baja refleja la estabilización natural de la tasa de rentabilidad a medida que va creciendo el patrimonio inmobiliario, la entrada de otros vehículos al mercado y las condiciones macroeconómicas del 2018. Particularmente el freno que tuvo la inversión durante el primer semestre por las elecciones presidenciales, que afectó negativamente a un número limitado

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

de arrendatarios y generó una vacancia mayor a la esperada. Estos factores llevaron a que el PEI reajustara su rentabilidad objetivo a niveles cercanos al IPC+ 8 e IPC% +8,5% para 2018 frente a IPC% +8,5% - IPC +9% en 2017.

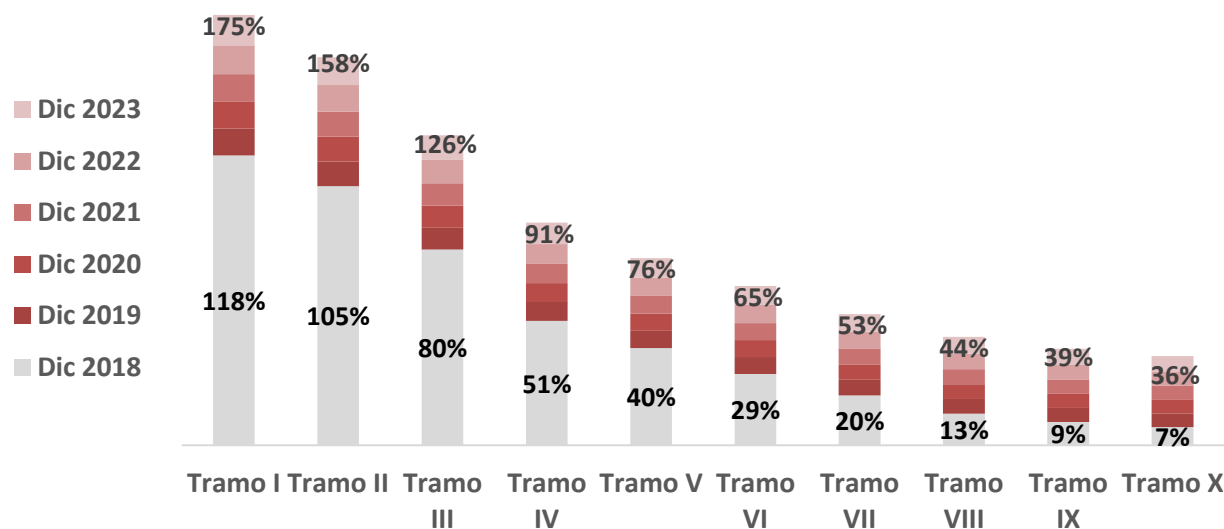
Consideramos que este nivel de rentabilidad permite confirmar la sólida capacidad del vehículo para generar los rendimientos proyectados y el capital de los inversionistas. Adicionalmente, los rendimientos distribuibles han mantenido una tendencia creciente desde la emisión del Tramo I hasta febrero de 2019, última fecha de entrega de rendimientos (COP 263.533 por título).

En cuanto a su ejecución presupuestal, observamos que al cierre de diciembre de 2018 el flujo de caja operativo ajustado (flujo de caja de operación menos las inversiones en capex y capital de trabajo y los gastos financieros) fue de COP163.791 millones, monto superior en 11% al de 2017 pero 3% menor al presupuestado. Este resultado refleja una disminución en los ingresos estimados del 4% producto de una mayor vacancia de la esperada y periodos de gracia que culminaron en 2018; sin embargo, la reducción de gastos operacionales, gastos de portafolio, y gastos financieros conllevó a tener niveles de EBITDA 9,7% mayores a los de 2017.

El PEI espera alcanzar un crecimiento del 30% en el flujo de caja distribuible (FCD) a diciembre de 2019, proyección sustentada principalmente en la entrada de las rentas anualizadas de los inmuebles adquiridos en 2018 y los menores costos de financiación producto del programa de emisión de bonos. Para el periodo 2020 -2023 esperan tener un crecimiento del FCD promedio de 7% - sin tener en cuenta futuras emisiones; particularmente, observamos un mayor nivel de capex en 2019 por alrededor de COP45,000 millones (COP14.922 millones en 2018) destinado a la remodelación de las oficinas de Itaú Bogotá, adecuaciones para Cittium y Plaza Central, entre otros.

Corremos nuestro escenario de estrés con base en el flujo de caja proyectado por el PEI hasta 2023, suponiendo menores niveles de ingresos y niveles promedio históricos para capex, gastos operativos y de administración sin incluir futuras emisiones de títulos. El resultado del ejercicio muestra que aún bajo nuestros supuestos conservadores el vehículo puede generar un flujo de caja operativo positivo y estable que les permite a los inversionistas recuperar su inversión inicial, a través de la distribución de rendimientos, alrededor del año 10 (ver Gráfico 1).

Gráfico 1
Proyecciones Flujo de Caja Distribuibles BRC por tramo



La emisión de los bonos realizada en agosto de 2018 por COP500.000 millones le permitió al vehículo diversificar sus fuentes de financiación. Mantiene créditos a corto plazo principalmente, para adquirir parte de las propiedades mientras ingresan los recursos de las emisiones de los títulos participativos y un apalancamiento de largo plazo para financiar la construcción, adquisición y expansión de algunos activos. El PEI mantiene líneas de crédito abiertas por COP2,05 billones (56% del cupo utilizado) con Bancolombia, Davivienda, Banco de Bogotá, Itaú y Banco de Occidente, con tasas de interés promedio de 6,69% para créditos de corto plazo (CP) y 7,19% para créditos de largo plazo –LP-- (en 2017 eran 7,9% para CP y 9,4% para LP). Lo anterior confirma la buena gestión por parte de la

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

administración en cuanto a bajar las tasas de interés, la amplia capacidad financiera del vehículo y el respaldo que tiene por parte del sector financiero

A diciembre de 2018, el endeudamiento del PEI era del 45% (29% a dic. 17,52% a dic 16 y 35,2% a dic. 15) del valor del patrimonio (12% en CP y 33% en LP); sin embargo, en la asamblea de tenedores del 6 de diciembre de 2018 se aprobaron varios cambios a la política de endeudamiento (ver Tabla 1). En nuestra opinión, estos cambios permiten que el vehículo mantenga una capacidad de endeudamiento similar a la que tiene actualmente; sin embargo, estaremos monitoreando el uso de sus fuentes de financiamiento para ver la evolución del nuevo indicador.

Tabla 1: Cambios aprobados en la asamblea 6 de diciembre de 2018 – política de endeudamiento

	Medición a diciembre de 2018 (Metodología anterior)	Medición a diciembre de 2018 (Metodología aprobada en la Asamblea del 6 de Diciembre de 2018)
Aprobó la propuesta de re-expresar el límite de endeudamiento financiero, adicionando las cuentas por pagar asociadas a pagos a plazo del precio de las Inversiones Admisibles a la definición actual compuesta por: los créditos bancarios, los contratos de <i>leasing</i> inmobiliario y los títulos de contenido crediticio.	COP \$470.000 millones	COP \$769.000 millones
Aprobó la re-expresión del cálculo para el límite de endeudamiento financiero en función de los activos (antes en función del patrimonio)	Valor Patrimonial: \$3.645.800.662.955	Valor Activos: \$5.434.375.568.302
El valor total del endeudamiento financiero del patrimonio autónomo no excederá el 40% del valor total de los activos del patrimonio autónomo (reflejado en la cuenta de activos dentro del balance del patrimonio autónomo)	Total: 45%	Total: 30%
El valor total del endeudamiento financiero de corto plazo del patrimonio autónomo no excederá el treinta y cinco por ciento (35%) del valor total de los activos del patrimonio autónomo (reflejado en la cuenta de activos dentro del balance del patrimonio autónomo)	CP:12%	CP:8%
El valor total del endeudamiento financiero de largo plazo del patrimonio autónomo no excederá el treinta y cinco por ciento (35%) del valor total de los activos del patrimonio autónomo (reflejado en la cuenta de activos dentro del balance del patrimonio autónomo)	LP:33%	LP:22%
La suma del endeudamiento financiero de corto plazo y el endeudamiento financiero de largo plazo no podrá exceder el límite previsto para el valor total del endeudamiento financiero del patrimonio autónomo	Total: 45%	Total: 30%

Adicionalmente, en esa asamblea se aprobaron límites sobre activos en desarrollo, entendidos como los activos inmobiliarios en proceso de construcción o por construir y/o derechos fiduciarios cuyos activos subyacentes sean activos inmobiliarios en proceso de construcción o por construir. Particularmente, se aprobaron las propuestas para actualizar el límite los pagos anticipados del precio que pasó al 10% del 20% y para controlar el ritmo de incorporación de este tipo de activos al portafolio permitiendo que tales activos representen anualmente hasta 15% en relación con el valor de los activos proyectados del portafolio, y en agregado hasta un 40%.

Al cierre de diciembre de 2018 el vehículo había realizado pagos anticipados al precio de compra por un total de COP579.723 millones mucho mayor al registrado un año atrás (revisión periódica 2018: COP66.500 millones). Este salto representa parte del pago realizado por el portafolio de los centros comerciales Único, tras una extensa

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

evaluación de la oportunidad de compra. En nuestra opinión, consideramos positiva la aprobación de los límites para inversión en activos en desarrollo y pagos anticipados.

Mercado secundario e inversionistas

En cuanto al comportamiento del título en el mercado secundario, observamos una disminución del 33% en el monto transado y una baja del 16% en el número de transacciones en relación con lo observado en 2018 reflejo de las condiciones macroeconómicas del 2018, particularmente la incertidumbre política en el primer semestre y la tendencia a la baja de las tasas de interés, factores que llevaron a los inversionistas a disminuir las transacciones de TEIS en el mercado secundario. Es importante resaltar que, a pesar de esta dinámica, la frecuencia de transacción del título mantuvo su nivel con un promedio del 96% de los días hábiles transados, lo cual refleja su alto grado de liquidez.

Continuamos observando que el precio del título en este mercado cada vez se acerca más al precio de referencia, tendencia que se presenta desde 2016, lo cual genera que se paguen menores primas y por ende se castigue menos la venta del título. Podríamos esperar una disminución en el precio del título frente al de referencia cuando los TEIS empiecen a ser transados en la rueda de renta variable, cambio que se espera se dé a principios de 2020.

La mayoría de los inversionistas del PEI continúan siendo institucionales, lo cual refleja su solidez, alta liquidez y rentabilidad. A diciembre de 2018, los fondos de pensiones mantenían una participación alrededor del 58% y las personas naturales del 23%, porcentajes ligeramente bajos en comparación con los de 2017 (61% y 26%, respectivamente) debido a un aumento a 5% de 1% en la categoría de otros institucionales en donde se incluyen principalmente sociedades fiduciarias y administradoras de fondos de pensiones (AFPs). Consideramos que los cambios en la composición permiten aumentar la diversificación por tipo de inversionista y con esto mitigar el efecto en el precio del título ante la salida de uno de los grandes fondos de pensiones. Desde la emisión del primer tramo en el 2007 hasta el cierre de diciembre de 2018, el número de inversionistas del PEI pasó de 24 a 3.495 y, en la medida en que se realicen otras emisiones esperamos que este indicador de diversificación aumente de manera progresiva.

Emisión Tramo XI

El PEI espera emitir el Tramo XI en el primer semestre de 2019. El valor estimado de la emisión es de COP800.000 millones. El uso de los recursos será el de cancelar la deuda existente con la que se adquirieron los activos a titularizar los cuales se detallan en la tabla 3. Siempre hemos considerado el efecto de las titularizaciones como positivo sobre los niveles de endeudamiento proyectados. En este caso en particular, estimamos que la emisión del Tramo XI podría disminuir alrededor del 13% el nivel de deuda general proyectado para 2019 (40% frente 27% con titularización-estimado).

Tabla 3: Universo de activos que se podrían titularizar en el Tramo XI

Inmueble	Arrendatario	Valor avalúo vigente *	Tipo de inmuebles	Ubicación	Año de construcción
Locales Centro			Locales		
Comercial Santa Fe	Varios	27.540	comerciales	Medellín	2010
Hada International	Hada	29.235	Bodega	Barranquilla	2015
Ideo Cali (60%)	Varios	36.857	Centro comercial	Cali	2017
Nuestro Montería	Varios	69.974	Centro comercial	Montería	2017
Nutresa Cartagena	Nutresa	41.725	Bodega	Cartagena	2017
Nutresa Palermo	Nutresa	20.149	Bodega	Palermo	2017
Plaza Central (50%)	Varios	387.619	Centro comercial	Bogotá	2016
Portafolio Davivienda	Davivienda	175.262	Locales comerciales		Varios
QBE Piso 8	QBE	10.861	Oficinas	Bogotá	1998
CEDI LG Palmira	LG Electronics Colombia	41.494	Bodega	Palmira	2018
			Sede corporativa		
Torre Alianza	Alianza Fiduciaria SA	94.553		Bogotá	2015
Jardín Plaza Cali (PEI – 49%)	Varios	167.430	Centro comercial	Cali	2008
			Locales comerciales		
Bodytech Ibagué	Bodytech	3.882		Ibagué	2010

*Millones de pesos

II. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría llevarnos a confirmar la calificación:

BRC identificó los siguientes aspectos que podrían llevarnos a confirmar la calificación actual:

- La generación continua de rendimientos distribuibles y la conservación del capital de los inversionistas que les permita cumplir con su rentabilidad objetivo
- El cumplimiento de su plan de plan de adquisiciones 2019-2021 y sus políticas de inversión
- El fortalecimiento y cumplimiento de las funciones de PEI Asset Management, administrador inmobiliario del vehículo, así como el de las demás partes relacionadas con la transacción.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación:

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento del PEI y/o de la industria que podrían afectar negativamente la calificación actual:

- Un nivel de rentabilidad de los títulos participativos menor a IPC +8,0% (límite inferior del rango establecido por el vehículo como rentabilidad objetivo), ya sea como consecuencia de una menor valorización de los activos inmobiliarios o una afectación sobre los flujos de ingresos por arrendamiento.
- Cambios drásticos y sostenidos en cualquiera de los límites establecidos en el prospecto
- El deterioro del flujo de caja del PEI, por cualquier factor asociado con el decrecimiento de los ingresos o el crecimiento de los gastos, que afecte la distribución de rendimientos a los tenedores de los títulos participativos.

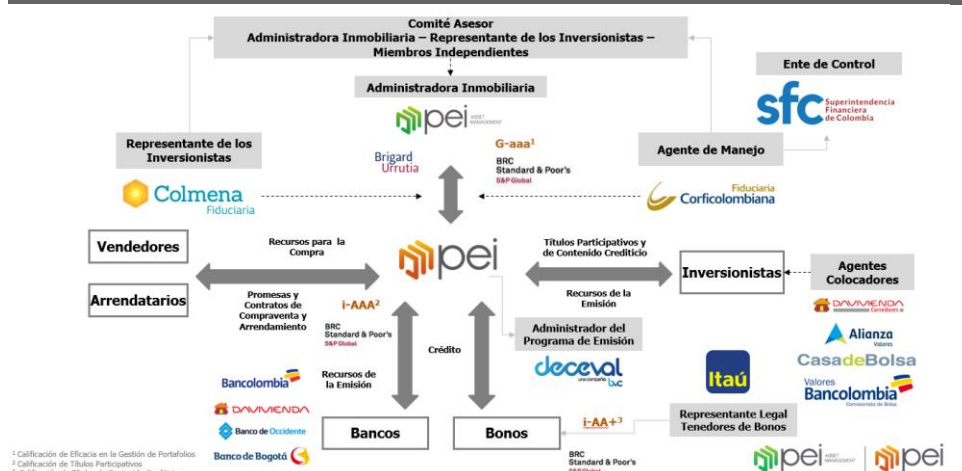
III. DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

La consecución de los recursos para constituir el Patrimonio Estrategias Inmobiliarias se inició con la emisión de títulos respaldados por los derechos y las obligaciones de los contratos de compraventa de los activos inmobiliarios. El patrimonio autónomo únicamente compra aquellas propiedades que ya se encuentren arrendadas (en caso contrario, debe contar con la aprobación del Comité Asesor), condición que busca garantizar la estabilidad de los ingresos una vez se haya realizado la inversión en el activo.

Desde la segunda emisión, el PEI toma créditos puente para financiar la compra de los activos y posteriormente emite títulos para amortizar dichos créditos. Estos inmuebles constituyen el portafolio de inversiones del PEI, y los administra un operador profesional, que se encarga de todos los procesos operativos relacionados con el mantenimiento y el funcionamiento de las instalaciones (vigilancia, aseo, administración, entre otros).

Con la titularidad de los bienes, el patrimonio autónomo recibe como ingreso principal las rentas de las propiedades. Luego de cancelar todos los costos y gastos de emisión, administración y operación, estas rentas se convierten en la parte principal de los rendimientos distribuibles que, junto con la valorización o la desvalorización de los activos, determinarán la rentabilidad de los inversionistas.

Gráfico 2
Esquema de la titularización - PEI



Fuente: PEI Asset Management S. A. S.

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

Desde el inicio del PEI, se han realizado diez emisiones de tramos, las cuales se detallan en la Tabla 2. Los pagos de rendimientos por cada tramo se muestran en la Tabla 3.

Tabla 2: Emisiones de tramos del PEI

Emisiones del PEI	Tramo I	Tramo II	Tramo III	Tramo IV	Tramo V	Tramo VI	Tramo VII	Tramo VIII	Tramo IX	Tramo X	Total
Fecha de colocación	27/02/2007	22/11/2007	30/10/2009	21/03/2012	19/07/2013	05/09/2014	16/12/2015	21/09/2016	16/06/2017	20/12/2017	
Monto colocado (COP millones)	107.605	127.557	204.863	155.129	178.995	207.539	251.867	436.665	603.367	626.479	2.900.066
Remanente (COP millones)		8.960	13.000	18.007	6.335	23.448	32.787	99.778	26.386	219.268	
Demandado (x - veces)	4,5	11,9	43,6	91,7	95,9	260,4	269,5	6,2	250,6	2,52	
Número de títulos	21.521	23.405	33.311	21.666	22.831	26.040	29.084	48.735	64.188	62868	353.649
Precio de emisión por título (COP)	5.000.000	5.450.000	6.150.000	7.160.000	7.840.000	7.970.000	8.660.000	8.960.000	9.400.000	9.901.000	

Fuente: PEI Asset Management S.A.S.

Tabla 3. Pago de rendimientos por tramo

Fecha de emisiones y distribución de rendimientos	Valor del título (COP)	Rendimientos pagados por título (COP)									
		Tramo I	Tramo II	Tramo III	Tramo IV	Tramo V	Tramo VI	Tramo VII	Tramo VIII	Tramo IX	Tramo X
27-feb-07 (emisión primer tramo)	5.000.000										
15-ago-07		149.975									
22-nov-07 (emisión segundo tramo)	5.450.000										
14-feb-08		122.492	122.492								
15-ago-08		235.864	235.864								
13-feb-09		257.329	257.329								
18-ago-09		231.935	231.935								
30-oct-09 (emisión tercer tramo)	6.150.000										
11-feb-10		179.010	179.010	179.010							
13-ago-10		241.515	241.515	241.515							
14-feb-11		272.448	272.448	272.448							
12-ago-11		250.794	250.794	250.794							
14-feb-12		329.485	329.485	329.485							
21-mar-12 (emisión cuarto tramo)	7.160.000										
15-ago-12		205.480	205.480	205.480	205.480						
14-feb-13		313.960	313.960	313.960	313.960						
19-jul-13 (emisión quinto tramo)	7.840.000										
15-ago-13		213.839	213.839	213.839	213.839	213.839					
17-feb-14		316.246	316.246	316.246	316.246	316.246					
15-ago-14		264.023	264.023	264.023	264.023	264.023					
5-sep-14 (emisión sexto tramo)	7.970.000										
13-feb-15		300.036	300.036	300.036	300.036	300.036	300.036				
18-ago-15		252.795	252.795	252.795	252.795	252.795	252.795				
15-dic-15 (emisión séptimo tramo)	8.660.000										
12-feb-16		331.747	331.747	331.747	331.747	331.747	331.747	331.747			
12-ago-16		238.997	238.997	238.997	238.997	238.997	238.997	238.997			
9/21/2016 (emisión octavo tramo)	9.184.374										
14-feb-17		275.629	275.629	275.629	275.629	275.629	275.629	275.629	275.629		
6/16/2017 (emisión noveno tramo)	9.582.616										
15-ago-17		175.155	175.155	175.155	175.155	175.155	175.155	175.155	175.155	175.155	
20/12/2017 (emisión décimo tramo)	9.901.508										
01-feb-18		272.151	272.151	272.151	272.151	272.151	272.151	272.151	272.151	272.151	272.151
01-ago-18		199.612	199.612	199.612	199.612	199.612	199.612	199.612	199.612	199.612	199.612
31-dic-18	10.309.091										
01-feb-19		263.533	263.533	263.533	263.533	263.533	263.533	263.533	263.533	263.533	263.533
TOTAL		5.894.050	5.744.075	4.896.455	3.623.203	3.103.763	2.309.655	1.756.824	1.186.080	910.451	735.296

IV. CONTINGENCIAS

Según información del calificado, a diciembre de 2018 no tenía procesos jurídicos que pudieran afectar su posición patrimonial. Al 28 de febrero de 2019 el agente de manejo del PEI, Fiduciaria Corficolombiana, no afrontaba procesos en contra ante la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del emisor y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Investor Services S.A. SCV.

BRC Investor Services S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, BRC Investor Services S.A. SCV revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por el emisor.

En caso de tener alguna inquietud con relación a los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en www.brc.com.co

Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite www.brc.com.co o bien, haga clic aquí.

La información financiera contenida en este documento se basa en los informes de los portafolios de inversiones de la entidad a diciembre de 2018 y demás información remitida por el administrador de la entidad.

VI. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web www.brc.com.co

Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.
