

# Reporte de calificación

---

## PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

**Comité Técnico:** 15 de octubre de 2019  
**Acta número:** 1630

**Contactos:**  
**Ana María Carrillo Cárdenas**  
[ana.carrillo@spglobal.com](mailto:ana.carrillo@spglobal.com)  
**Edgar Robles Cifuentes**  
[edgar.robles@spglobal.com](mailto:edgar.robles@spglobal.com)

# PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

## CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS

Títulos:	Bonos Ordinarios
Emisor:	Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI)
Cupo total:	COP1.5 billones

## PRIMERA EMISIÓN

Monto emitido	Serie C3: COP116.005 millones Serie C10: COP209.426 millones Serie C25: COP174.569 millones
Fecha de emisión y colocación	28 de agosto de 2018
Características de los bonos:	Bonos ordinarios Los rendimientos se pagarán en cada trimestre vencido.
Periodo de pago de los intereses	Serie C3: IPC+2,79% Serie C10: IPC+3,96% Serie C25: IPC+4,3%

## SEGUNDA EMISIÓN

Monto a emitir	Hasta COP500.000 millones
Fecha de Emisión y Colocación:	Por definir
Características de los bonos:	Bonos Ordinarios
Plazos de redención:	Por definir
Periodicidad de pago de los intereses:	Trimestral
Garantías y prelación :	Los pagos por concepto de capital e intereses se atenderán con los flujos de efectivo que genera el PEI. Los bonos no se encuentran respaldados con alguna garantía real; por ende, constituyen obligaciones quirografarias del emisor.
Representante legal de los Tenedores:	Itaú Asset Management
Asesor legal:	Brigard & Urrutia Abogados S.A.S.
Administrador:	Depósito Centralizado de Valores S.A.

## **Resumen**

- Confirmamos la calificación 'AA+' del Programa de emisión y colocación de bonos ordinarios Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI).
- El PEI mantiene una robusta posición de negocio reflejada en un portafolio de activos bajo administración de \$5.8 billones de pesos colombianos (COP), de alta calidad, diversificado por sector, ciudad y arrendatario, y con bajos niveles de vacancia frente a la industria, que se han traducido en una generación creciente de flujos de caja.
- En nuestra opinión, el incremento del cupo a COP1.5 billones, desde los COP500.000 millones, no representa un riesgo en términos de la capacidad de pago del vehículo, pues dicho monto es consistente con sus necesidades de inversión y porque parte de los recursos del cupo se utilizarán para sustituir pasivos. Un cambio en las condiciones, tales como el monto del plan de inversión, las características del portafolio de activos, generaría una revisión con el fin de estimar su impacto potencial sobre la calificación del fondo.
- Como parte de la estrategia de optimización de la estructura de capital del vehículo, el nivel de apalancamiento (deuda neta/EBITDA), se incrementaría a niveles de 4x (veces) a 6x desde 3x a 4x observado históricamente. Teniendo en cuenta que estos valores son comparables con los de otros fondos con características similares, este cambio no altera nuestra opinión de riesgo de crédito.

## **Acción de Calificación**

Bogotá, 15 de octubre de 2019.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión extraordinaria confirmó la calificación de 'AA+' de deuda de largo plazo del Programa de Emisión y Colocación de Bonos Ordinarios del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias – PEI por COP1.5 billones.

## **Fundamentos de la calificación:**

La calificación incorpora la fuerte posición competitiva que mantiene el PEI, y que se evidencia en su condición de líder del sector, a través de la administración de un portafolio de activos valorado en COP5.8 billones.

El PEI ha desarrollado ventajas competitivas que, en nuestra opinión será clave para mantener su posición de negocio aún bajo un escenario de mayor competencia y de lenta recuperación económica: i) la alta calidad de sus activos, que están ubicados en zonas geográficas estratégicas, ii) la diversificación adecuada por sector, ciudad y cliente, iii) la capacidad del vehículo de retener sus arrendatarios a través de la atención personalizada de sus necesidades, y iv) el acceso a fuentes de financiación a través del sector financiero y mercado de capitales.

En los últimos años el PEI ha mantenido una tasa de crecimiento acelerada, que se refleja en un crecimiento del área bruta arrendable de 30%, promedio anual entre 2016 y 2018. Dicha estrategia se ha apalancado en la emisión de títulos participativos (calificación 'iAAA' por BRC Investors), una fuente que ha mostrado un desempeño favorable; sin embargo, su colocación oportuna y completa depende de variables ajenas a la gestión del PEI, como las condiciones de mercado y el ambiente macroeconómico.

## PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

Como parte de la estrategia para optimizar su estructura de capital, las emisiones de títulos se realizarían cuando el vehículo alcance un nivel de endeudamiento sobre activos de 30%, valor que es inferior al límite de 40% definido en el prospecto. Así, el indicador de apalancamiento proyectado (medido como deuda neta sobre EBITDA) pasaría a rangos de 4x a 6x desde 3x a 4x observado históricamente. Este cambio no representaría en principio una modificación en la calificación asignada, pues estos niveles de apalancamiento son consistentes con los evidenciados por otros fondos inmobiliarios latinoamericanos.

En cuanto al billón adicional en que incrementó el cupo, el PEI, según su información, emitiría bonos hasta por COP500.000 millones, con el fin de ampliar el perfil de vencimiento de sus obligaciones y ajustarlos con la duración de los contratos de arrendamiento; de esta forma, esta operación no tiene impacto sobre nuestra opinión de la capacidad de pago del vehículo.

Sobre el monto restante del cupo, consideramos que este valor está en línea con las necesidades de inversión del vehículo, que son cercanas a COP600.000 millones entre 2020 y 2022, o que al igual que las emisiones anteriores podrían servir como fuente de reperfilamiento de sus obligaciones financieras. Daremos seguimiento a las decisiones que tome el PEI en relación con estos recursos y el impacto que esto tenga sobre su capacidad de pago.

A junio de 2019, el 100% de la deuda del PEI estaba en pesos, el promedio de vigencia de la deuda es de 5,8 años y 68% está indexado al índice de precios al consumidor (IPC), lo que no consideramos un riesgo teniendo en cuenta que los arrendamientos se ajustan con este mismo índice. El reperfilamiento de sus pasivos financieros a través de la emisión de bonos reduciría en torno a 50% el servicio de la deuda que debería pagar entre 2020 y 2021, lo que tendría un impacto positivo en sus niveles de liquidez.

La rentabilidad del vehículo ha registrado una ligera tendencia decreciente. Entre enero y junio de 2019 el margen EBITDA fue de 61,4% desde el 65,7% registrado en 2017. Este desempeño está asociado, principalmente a la gestión de los activos en etapa de estabilización. En la medida en que estos activos maduren esperamos que la rentabilidad llegue a niveles históricos de 66%.

Nuestros supuestos de proyección son los siguientes:

- Ingresos: En 2019, los ingresos crecerían en tasas cercanas a las reportadas en el primer semestre. En 2020 y 2021 la tasa de crecimiento sería cercana a 15%, producto de la entrada al portafolio de los activos definidos en el *pipeline*.
- Vacancia: Este indicador lo mantuvimos en niveles de 5%.
- Gastos de administración y de operación: el cálculo lo realizamos teniendo en cuenta el promedio histórico y las proyecciones presentadas por el Administrador Inmobiliario del PEI.

La experiencia y conocimiento que tiene el Administrador Inmobiliario PEI del sector inmobiliario le ha permitido mantener bajos niveles de vacancia en comparación con los de la industria, aun en periodos de desaceleración de la economía. Esta característica cobra mayor relevancia en los siguientes dos años, teniendo en cuenta que ingresarán activos provenientes de sectores económicos no tradicionales y algunos en etapa de estabilización.

### Liquidez

El PEI mantiene niveles de liquidez ajustados, producto de sus requerimientos de inversión, la amortización de su deuda y porque al ser un vehículo de rentas, distribuye cerca del 90% de su generación de caja. De esta forma, para cierre de 2019 y 2020 esperamos que la relación de fuentes sobre usos sea de 1,2x y 0,9x. Asumiendo que el PEI emita los bonos este indicador se incrementaría a 1,3x y 1,1x.

Aunque el reperfilamiento de la deuda mejoraría el nivel de liquidez del vehículo, en el mediano plazo no esperamos un cambio en la calificación, pues dichos escenarios asumen una desaceleración en la dinámica de inversiones, lo que consideramos poco probable teniendo en cuenta que el fondo mantiene su foco

## PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

estratégico en la búsqueda de oportunidades de mercado que le permitan incrementar su portafolio de activos.

Además, consideramos que, ante un evento de estrés, el PEI cuenta con mecanismos que le permitirían solventar posibles brechas de liquidez, y que están asociados con: i) el fácil acceso al mercado de capitales a través de emisiones de títulos o de bonos, y al bancario, ya que cuenta con cupos aprobados cercanos a COP2 billones, ii) la subordinación que tiene el pago de rendimientos a los inversionistas, frente a los compromisos operativos y financieros del vehículo; este aspecto cobra relevancia, por la prioridad que tendrían las obligaciones asociadas a las emisiones de bonos.

### Oportunidades y amenazas

#### Qué puede llevarnos a subir la calificación

BRC identificó las siguientes oportunidades que podrían mejorar la calificación actual:

- Reducciones sostenidas de la relación deuda neta / EBITDA a niveles inferiores a 3x.
- Modificaciones en la estructura de los bonos que le permitan mitigar el riesgo de impago de las amortizaciones de capital derivado de la dependencia de la colocación de nuevos tramos del programa de titularizaciones inmobiliarias.
- Niveles de liquidez medidas como fuentes sobre usos superiores a 1,2x.

#### Qué podría llevarnos a bajar la calificación

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

- El mantenimiento en el mediano plazo de una relación deuda neta /EBITDA superior a 6,5x.
- Cambios en el perfil de negocio en cuanto a la composición de activos estabilizados y/o grado de diversificación por tipo de activo y arrendatario.
- La desvalorización de los activos que componen el PEI pues estos constituyen una garantía de los bonos ordinarios.

*La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con una oportunidad suficiente por la disponibilidad de la entidad calificada 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.*

*La información financiera incluida en este reporte está basada en los estados financieros auditados de los últimos tres años y a junio de 2019*

*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, la calificadora revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad calificada / el emisor calificado.*

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. –Sociedad Calificadora de Valores– 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.*

*En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento puede consultar el glosario en [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)*

*Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co) o bien, haga clic [aquí](#).*

### III. 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](http://www.brc.com.co)*

**PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO  
ESTRATEGIAS INMOBILIARIS (PEI)**