

# Reporte de calificación

---

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

**Comité Técnico:** 24 de abril de 2019  
**Acta número:** 1536

**Contactos:**  
**Ana María Carrillo Cárdenas**  
[ana.carrillo@spglobal.com](mailto:ana.carrillo@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)
Monto colocado:	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 de garantía general
Plazos de redención:	Serie C3: 3 años Serie C10: 10 años Serie C25: 25 años
Periodicidad de pago de los intereses:	Los rendimientos se pagarán en cada trimestre vencido. Serie C3: IPC+2,79% Serie C10: IPC+3,96% Serie C25: IPC+4,3%
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
Agente estructurador y colocador líder:	Corredores Davivienda S.A.
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).
- La calificación se respalda en la fuerte posición de negocio del vehículo, que se evidencia en un portafolio de \$5.4 billones de pesos colombianos (COP), compuesto por activos de alta calidad y con niveles adecuados de diversificación por sector, ciudad y arrendatario.
- La compra de un portafolio de centros comerciales tipo *outlet* en el último trimestre de 2018, generó un pico temporal en el nivel de apalancamiento, medido como deuda neta a EBITDA, del vehículo alcanzando 6,7x (veces). Para los próximos años esperamos que esta relación se reduzca de manera paulatina a niveles de 3x, en la medida en que se incorpore el EBITDA de los nuevos activos y se cumpla con el programa de emisión de títulos que proyecta el vehículo.
- El vehículo evidencia una fuerte capacidad de pagar sus obligaciones y cuenta con fuentes de recursos adicionales a su generación operativa tales como la emisión de títulos participativos, la

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

venta de activos y los cupos bancarios. No obstante, mantenemos como un factor de riesgo la necesidad que tiene el PEI de usar dichas fuentes de financiación para realizar el pago completo del capital de los bonos.

### Acción de Calificación

Bogotá, 24 de abril de 2019.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión periódica confirmó la calificación de 'AA+' del Programa de emisión y colocación de Bonos Ordinarios Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI)

### 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 COP5.4 billones. Esta cifra refleja el importante ritmo de crecimiento del vehículo en los últimos tres años (30% del área bruta arrendable entre 2016 y 2018) y las decisiones de inversión que ha tomado, producto de su conocimiento del mercado inmobiliario colombiano y de la implementación consistente de su plan estratégico.

El vehículo ha desarrollado ventajas competitivas que, en nuestra opinión, serán clave en adelante para mantener su posición de negocio aún bajo condiciones de mayor competencia y un escenario de lenta recuperación económica: i) la alta calidad de sus activos, los cuales están ubicados en zonas geográficas estratégicas por su potencial de crecimiento y de consumo, 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 requerimientos y iv) el acceso a fuentes de financiación a través del sector financiero y el mercado de capitales.

Como parte de su estrategia de crecimiento, en el último trimestre de 2018 el vehículo acordó adquirir un portafolio de centros comerciales tipo *outlet* por COP684.000 millones. El pago cercano a los COP385.000 millones, asociado con esta transacción y que se efectuó a cierre de 2018, explica en gran medida el incremento anual del 68,6% en la deuda financiera, tasa que es superior al 10% de crecimiento anual que reportó el EBITDA. Esto, y el hecho de que el PEI no emitió títulos en el último año, se tradujo en un aumento temporal de la relación de apalancamiento a niveles de 6,7x.

Esperamos que este valor se reduzca a niveles de 3x en el mediano plazo en la medida en que el vehículo incorpore la generación operativa de dichos centros comerciales y de los demás activos considerados en el *pipeline* y realice las emisiones de títulos participativos proyectadas entre 2019 y 2021.

Aun cuando el PEI tendría la capacidad de reducir su endeudamiento y aproximarse a los niveles de la categoría 'AAA', la dependencia de la emisión de títulos es un aspecto que identificamos como un riesgo pues, aunque el PEI cuenta con amplia experiencia en este tipo de operaciones, existen algunos aspectos del mercado que no están bajo el control del vehículo y que pueden afectar las condiciones de colocación de los nuevos tramos. Lo mencionado anteriormente, junto con la inexistencia de mecanismos de mitigación de riesgos en la estructura de la emisión, limitan la calificación de los bonos.

La alta calidad de los activos que se han incorporado al vehículo se han traducido en una relación estable de ingreso operativo neto (NOI, por sus siglas en inglés para *net operating income*)/ingresos<sup>1</sup>, la cual entre 2017 y 2018 fue en promedio de 79,5%; sin embargo, el margen EBITDA se redujo a 64% frente a 67,1% reportado entre 2016 y 2017, debido a los gastos de portafolio por la adquisición de los nuevos activos, que no generaron renta los 12 meses del año.

<sup>1</sup> En este cálculo y el del margen EBITDA incluimos los ingresos reembolsables.

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

Para los próximos tres años esperamos que el vehículo mantenga una dinámica positiva en los ingresos y en su generación de EBITDA. En nuestro escenario base proyectamos un margen EBITDA cercano a 65% en los próximos 3 años, menor al que proyectábamos el año anterior, ya que incluimos egresos asociados a los activos en etapa de desarrollo y mayores valores asociados a los gastos de operación.

### Liquidez

En los últimos años el PEI ha mantenido un ritmo de crecimiento acelerado que ha estado apalancado con la emisión de títulos, pues dichos recursos le han permitido cubrir sus compromisos financieros y de inversión. Esto tendrá relevancia en el futuro teniendo en cuenta las perspectivas de mayor crecimiento que tiene el patrimonio a través de la adquisición de activos por COP1.1 billones entre 2019 y 2021.

Con el fin de estimar la posición de liquidez del vehículo, llevamos a cabo un ejercicio de fuentes y usos, cuyos resultados muestran una relación ajustada de liquidez (1x), dado el importante monto de inversiones proyectadas. Estos resultados también muestran la dependencia del vehículo de las emisiones de títulos, aspecto que limita la calificación. Si bien identificamos un riesgo de liquidez, consideramos que existen algunos factores que lo mitigan:

- Los rendimientos que paga a los inversionistas están sujetos a que el vehículo cumpla sus demás obligaciones. Esta condición le brinda flexibilidad para utilizar estos recursos en otros asuntos que considere prioritarios.
- El PEI cuenta con amplia experiencia en la emisión de títulos participativos y los inversionistas un alto interés en este tipo de activos. En este sentido, esperamos que pueda realizar las emisiones futuras sin ningún inconveniente.
- Aunque las inversiones del PEI ya cuentan con documento vinculante, el vehículo tiene flexibilidad para aplazar las inversiones en la medida en que el proyecto no cumpla las condiciones especificadas, cláusulas de suspensión, anticipos que están vinculados al avance de obra, entre otros.
- El PEI ha mantenido buenas relaciones con el sistema financiero, el mercado de capitales y cuenta con cupos aprobados por COP2 billones, a cierre de 2018, que podría utilizar en caso de ser necesario.

### 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.

#### 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 4x.
- El deterioro continuo en el grado de diversificación por tipo de activo y arrendatario de su portafolio.
- La desvalorización de los activos del PEI pues estos constituyen una garantía de los bonos ordinarios.

## Emisor y su actividad

El Patrimonio Estrategias Inmobiliarias - PEI es un vehículo de inversión que compra, desarrolla y administra inmuebles comerciales generadores de renta. El PEI emula los fideicomisos de infraestructura y bienes raíces (FIBRA), lo cual lo convierte en una alternativa rentable para los inversionistas que quieren participar en un portafolio inmobiliario diversificado.

El PEI es el vehículo líder en el sector de fondos inmobiliarios colombianos y cuenta con más de diez años de experiencia. A diciembre de 2018 registraba un área de arrendamiento bruta (GLA por sus siglas en inglés para *gross leasing area*) de 967.000 m<sup>2</sup>, desde los 74.513 m<sup>2</sup> reportados al inicio de operación del vehículo.

## Riesgos de industria

Las características generales de esta industria en Colombia son:

- Fuerte correlación con los ciclos económicos y las dinámicas poblacionales.
- Altos requerimientos de capital que se reflejan en apalancamientos elevados.
- Concentración de los activos inmobiliarios en tres ciudades: Bogotá, Medellín y Cali.
- Incremento de la competencia, lo que ha llevado a que los participantes en la industria ingresen a los proyectos en etapas tempranas. Dependiendo de la estructuración de los contratos, esto puede derivar en la asunción de riesgos de construcción.

El PEI ha logrado reducir el impacto de los ciclos económicos mediante la firma de contratos de arrendamiento a largo plazo, su capacidad de negociación para adquirir activos en épocas de recesión económica y el seguimiento permanente a las necesidades de sus arrendatarios. En particular, destacamos que, en escenarios de desaceleración, el patrimonio ha podido compensar la presión a la baja de los cánones de arrendamiento con el incremento de la oferta de inmuebles a la venta por parte de terceros. Esto, debido a que la venta de activos se convierte en una fuente alternativa de recursos para las compañías pues les permite liberar capital de trabajo o reducir sus necesidades de deuda y, a la vez, mantener su operación en sus sedes actuales a través de la firma de contratos de arrendamiento a largo plazo.

El emisor también ha logrado balancear la concentración geográfica estructural del mercado inmobiliario colombiano con la incursión en ciudades intermedias, la participación en diferentes segmentos de la industria y la vinculación de clientes de diversas actividades económicas.

*La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad de la entidad calificada y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y según 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.*

*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.*

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

*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)*