

## **Reporte de calificación**

---

# **PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS, BONOS VERDES Y PAPELES COMERCIALES HASTA POR LA SUMA DE COP1.5 BILLONES DEL PATRIMONIO DE ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS**

**Comité Técnico:** 6 de noviembre de 2020  
**Acta número:** 1829

**Contactos:**  
**Ana María Carrillo Cárdenas**  
[ana.carrillo@spglobal.com](mailto:ana.carrillo@spglobal.com)  
**María Carolina Barón Buitrago**  
[maria.baron@spglobal.com](mailto:maria.baron@spglobal.com)

# PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS, BONOS VERDES Y PAPELES COMERCIALES HASTA POR LA SUMA DE COP1.5 BILLONES DEL PATRIMONIO DE ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS

## CARACTERÍSTICAS DE LOS BONOS

Títulos:	Bonos ordinarios
Emisor:	Patrimonio Estrategias Inmobiliarias (PEI)
Cupo total:	COP1.5 billones Monto emitido: COP1 billón Monto por emitir: COP500.000 millones

## PRIMERA EMISIÓN

Monto emitido	Total: 500.000 millones Serie C3: COP116.005 millones Serie C10: COP209.426 millones Serie C25: COP174.569 millones
Plazos de redención	C3: 3 años C10: 10 años C25: 25 años
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 emitido	COP500.000 millones Serie A5: COP122.000 millones Serie A10: COP226.000 millones Serie C25: COP152.000 millones
Fecha de Emisión y Colocación:	7 de noviembre de 2019
Características de los bonos:	Bonos ordinarios
Plazos de redención:	A5: 5 años A10: 10 años C25: 25 años
Periodicidad de pago de los intereses:	Los rendimientos se pagarán en cada trimestre vencido.

# PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS, BONOS VERDES Y PAPELES COMERCIALES HASTA POR LA SUMA DE COP1.5 BILLONES DEL PATRIMONIO DE ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS

Serie A5: 6,5% E.A.  
Serie A10: 7,28% E.A.  
Serie C25: IPC + 3,79% E.A.

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.

## TERCERA EMISIÓN

Monto a emitir	Hasta por 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:	Por definir
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 las calificaciones de 'AA+' y de 'BRC1+' del Programa de emisión y colocación de bonos ordinarios, bonos verdes y papeles comerciales hasta por la suma de COP1.5 billones del Patrimonio de Estrategias Inmobiliarias.
- La confirmación de las calificaciones considera la resiliencia del vehículo ante la actual coyuntura, que se refleja en un menor deterioro de sus indicadores financieros frente a otros participantes de la industria y en una expectativa de recuperación de 12 a 18 meses. Esta condición se deriva de las ventajas competitivas que ha desarrollado el vehículo y la definición de una política financiera prudente.
- Estas proyecciones consideran una recuperación paulatina de la economía y a la entrada de los nuevos activos de acuerdo con el cronograma definido por el vehículo. Daremos seguimiento a estas variables, con el fin de poder incorporar cualquier cambio en su desempeño y, consecuentemente, en nuestras estimaciones.
- El vehículo mantiene una dependencia de fuentes externas de financiación derivada de su plan de inversiones. Aunque este elemento podría derivar en riesgos de liquidez, consideramos que existen factores que los mitigan, tales como la prioridad que tiene el servicio de la deuda sobre el pago de rendimientos, y el acceso que tiene a fuentes de financiación a través del sector financiero y el mercado de capitales.

## **Acción de Calificación**

Bogotá, 6 de noviembre de 2020.- El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión extraordinaria confirmó las calificaciones de 'AA+' en deuda de largo plazo y 'BRC1+' en deuda de corto plazo del Programa de emisión y colocación de bonos ordinarios, bonos verdes y papeles comerciales hasta por la suma de COP1.5 billones del Patrimonio de Estrategias Inmobiliarias

## **Fundamentos de la calificación:**

La confirmación de la calificación de los bonos considera la adecuada capacidad de pago que mantendría el PEI, aún bajo las condiciones macroeconómicas retadoras derivadas de la pandemia de COVID-19 y las medidas para su contención. De esta forma, aunque para cierre de 2020 proyectamos un deterioro en la rentabilidad, medida como margen EBITDA, a niveles de 62%-63%, que es inferior al promedio anual de 66% registrado en los últimos tres años, este indicador retornaría a valores de 65%- 66% en 2021. Nuestras estimaciones consideran los siguientes supuestos:

- Una tasa de crecimiento promedio anual de 9%-10% en los ingresos totales para el periodo 2020-2023.
- Los niveles de vacancia física del periodo 2020 – 2021 estarían entre 10% y 11% y se reducirían en el mediano plazo a valores en torno a 8%.
- Los gastos de operación y de administración, los calculamos tomando en cuenta el porcentaje de participación sobre los ingresos registrado históricamente.

La caída esperada en la rentabilidad de 2020, se traduciría en mayores niveles de apalancamiento, medido como deuda neta a EBITDA, que estimamos en un rango de 7x (veces) a 8x y que se recuperaría hacia 4x a 5x en el periodo 2021-2022. Nuestras estimaciones de apalancamiento consideran las proyecciones de rentabilidad previamente mencionadas, un monto de deuda cercano a los \$2 billones de pesos colombianos (COP), la entrada de activos por COP1 billón entre 2020 y 2021, y una potencial emisión de títulos participativos. Aunque no emitir estos títulos reduciría la velocidad de desapalancamiento que proyectamos, consideramos que existen algunos aspectos que mitigan parcialmente este riesgo:

- La amplia trayectoria del PEI en este tipo de transacciones y el apetito de los inversionistas por este tipo de instrumentos, lo que se evidencia en un *bid to cover* de 1,71x en la emisión de 2019.
- 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.

Nuestro escenario actual de proyección asume una recuperación de la economía colombiana para el periodo 2021-2023, en niveles promedio anual de 4%, de acuerdo con las estimaciones de S&P Global Ratings y la entrada en operación de los nuevos activos de acuerdo al cronograma del PEI. No obstante, estas proyecciones podrían cambiar en la medida en que haya rebotes del virus y nuevas medidas estrictas de confinamiento. En este sentido, daremos seguimiento al desempeño de estas variables y cualquier cambio se incorporará en nuestras estimaciones con el fin de establecer modificaciones potenciales en nuestra opinión sobre la capacidad de pago del vehículo.

Estas proyecciones también asumen una desaceleración en el plan de adquisiciones del vehículo en el mediano plazo. En nuestra opinión, este escenario es poco probable dada la naturaleza propia del PEI y teniendo en cuenta su desempeño histórico. No obstante, consideramos que al igual que ha ocurrido en el pasado, los riesgos asociados a una nueva transacción estarían acotados por la amplia experiencia del gestor en el mercado inmobiliario y en este tipo de adquisiciones.

## PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS, BONOS VERDES Y PAPELES COMERCIALES HASTA POR LA SUMA DE COP1.5 BILLONES DEL PATRIMONIO DE ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS

La resiliencia que ha mostrado el vehículo a las condiciones actuales se soporta en el fuerte perfil de negocio del vehículo, derivado del profundo conocimiento del gestor sobre el sector inmobiliario y que se refleja en los siguientes factores:

- El portafolio de activos por COP6.8 billones, que lo mantiene como el participante más relevante en su industria,
- La alta calidad de sus inmuebles, la adecuada diversificación que mantiene por geografía, por segmentos económicos; sobre esto último destacamos la participación del PEI en industrias esenciales y,
- El acceso del vehículo a fuentes de financiación provenientes de entidades bancarias y del mercado de capitales.
- El PEI mantiene una baja exposición a riesgos de construcción. Así, dichos riesgos son asumidos por quienes desarrollan los proyectos, quienes a su vez cuentan con pólizas de seguros y los contratos de compraventa cuentan con mecanismos que permiten garantizar los objetivos de rentabilidad, como negociaciones a precio global fijo.

### Liquidez

Los retrasos en los pagos de los arrendatarios y los acuerdos de pago firmados con algunos de estos, generaron un incremento en el periodo de cobro a niveles de 23 días en septiembre de 2020, cifra superior a los 6 días reportados en el mismo periodo de 2019. Aún bajo este escenario, destacamos que el PEI generó los recursos suficientes para cumplir con sus compromisos de operación y financieros.

La naturaleza propia de los vehículos de inversión inmobiliaria conlleva elevados niveles de apalancamiento. El acelerado plan de crecimiento que ha mantenido el PEI en los últimos cinco años se ha traducido en una constante dependencia de recursos externos para financiar dicho plan y lo expone a ciertos riesgos de liquidez en un escenario de estrés. Un ejercicio de fuentes sobre usos evidencia una relación cercana a 1x para 2021, en la medida en que el vehículo lleve a cabo la emisión de títulos.

Algunos aspectos que en nuestra opinión mitigan este riesgo son:

- Aunque las inversiones del PEI ya cuentan con documento vinculante, el vehículo cuenta con algunos mecanismos de garantía que le brindan cierta flexibilidad para aplazar las inversiones en la medida en que el negocio no cumpla las condiciones especificadas.
- El PEI ha mantenido buenas relaciones con el sistema financiero y cuenta con cupos aprobados cercanos a COP2.4 billones, que podría utilizar en caso de ser necesario.
- La flexibilidad en el pago de rendimientos a los inversionistas.

### Oportunidades y amenazas

#### Qué puede llevarnos a subir la calificación

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

- Las reducciones sostenidas de la relación deuda neta / EBITDA a niveles inferiores a 4x.
- Las 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:

# PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS, BONOS VERDES Y PAPELES COMERCIALES HASTA POR LA SUMA DE COP1.5 BILLONES DEL PATRIMONIO DE ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS

- El mantenimiento en el mediano plazo de una relación deuda neta /EBITDA superior a 6,5x.
- El deterioro continuo en el grado de diversificación por tipo de activo y arrendatario de su portafolio.
- Los cambios en el perfil de negocio en cuanto a la composición de activos estabilizados.

## 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 septiembre de 2020 registraba un área de arrendamiento bruta (GLA por sus siglas en inglés para *gross leasing area*) de 1.043.462 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 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 septiembre de 2020*

# PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS, BONOS VERDES Y PAPELES COMERCIALES HASTA POR LA SUMA DE COP1.5 BILLONES DEL PATRIMONIO DE ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS

*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)*