

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 ESTRATEGIAS
INMOBILIARIAS

Contactos:

Ana María Carrillo Cárdenas

ana.carrillo@spglobal.com

María Carolina Barón Buitrago

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 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	COP500.000 millones
Monto en circulación	COP383.995 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
Periodo 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%

SEGUNDA EMISIÓN

Monto emitido	COP500.000 millones
Monto en circulación	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

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

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. 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.

I. RESUMEN

- Confirmamos las calificaciones de AA+ y de 'BRC1+' al Programa de emisión y colocación de bonos ordinarios, bonos verdes y papeles comerciales hasta por la suma de COP1.5 billones del Patrimonio Autónomo de Estrategias Inmobiliarias.
- El apalancamiento del vehículo alcanzó su máximo histórico de 8,64x (veces) al cierre de 2021, superior a nuestras estimaciones de años anteriores cuando calculábamos 6x. Esto se debe al aumento de 25% de los pasivos financieros, asociado a las adquisiciones que ingresaron al portafolio en el último trimestre del año, y cuyo EBITDA se reflejaría en 2022. Este mayor apalancamiento también obedece a que el PEI no emitió títulos participativos.
- Confirmamos la calificación teniendo en cuenta nuestra previsión de mayor generación de EBITDA, asociado a los activos que ingresaron al portafolio durante 2021 estabilizados y, principalmente porque la deuda se mantendría en niveles estables teniendo en cuenta que el vehículo no prevé montos importantes de adquisiciones en el mediano plazo.
- Ante las condiciones actuales de incertidumbre en el mercado de capitales, no incorporamos en nuestro escenario base la emisión de títulos participativos. De esta forma, nuestra proyección de apalancamiento para los siguientes dos años es de 5x – 6x, que es superior a nuestras estimaciones previas de 4x, pero que se mantienen en línea con la calificación asignada.
- Para los siguientes 12 meses estimamos una relación de fuentes sobre usos de 1x, lo que se explica por la menor dinámica de adquisiciones y un mejor calce entre sus vencimientos de deuda y su generación de ingresos. Para 2023 la liquidez es más ajustada, pues la relación se reduce a 0,8x producto de una amortización de deuda de COP481.000 millones, que el gestor planea reperfil. Daremos seguimiento a este proceso y al efecto que esto tenga sobre el flujo de caja del vehículo.

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 13 de abril de 2022.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en revisión periódica confirmó las calificaciones de AA+ de deuda de largo plazo y BRC1+ de 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 Autónomo de Estrategias Inmobiliarias

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

La recuperación económica de 2021 y la mayor dinámica de colocación de activos conllevó una recuperación de ingresos y EBITDA del PEI que se refleja en un incremento anual de 12% y 9%, respectivamente y en valores de COP669.132 millones y COP310.434 millones, cifras comparables con los resultados previos a la pandemia.

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

A pesar de estos resultados favorables el apalancamiento fue de 8,64x, cifra máxima histórica y que se explica por varios aspectos:

- El incremento anual del 25% en el endeudamiento financiero del vehículo que se usó para adquirir activos durante 2021. Algunos de estos ingresaron al portafolio en el último trimestre de ese año, por lo que su generación de EBITDA se reflejará a partir de 2022.
- La ejecución de una ampliación en un centro comercial y que incrementó la deuda en cerca de COP100.000 millones.
- El vehículo no emitió títulos participativos por COP770.000 millones como estaba presupuestado, condición clave para reducir rápidamente su endeudamiento.
- La generación de EBITDA real fue inferior a la proyectada. Principalmente porque el gestor otorgó alivios que no estaban considerados en las proyecciones pasadas. Estos se otorgaron en el segmento comercial luego de las protestas sociales ocurridas en abril y mayo de 2021.

Confirmamos la calificación, aunque el apalancamiento reportado al cierre de 2021 es superior a nuestras proyecciones. Lo anterior, considerando el incremento promedio anual del 13% en la generación de EBITDA entre 2022 y 2024 que provendría de la incorporación de nuevos activos estabilizados y de un buen desempeño de los demás inmuebles del portafolio, que estaría en línea con los pronósticos de crecimiento económico para el país de S&P Global Ratings.

La confirmación de la calificación también considera la desaceleración en la dinámica de inversión del vehículo, lo que conllevaría incrementos marginales de la deuda (1% promedio anual 2022-2024). Para el periodo 2022-2023 el *pipeline* de adquisiciones es cercano a COP80.000 millones, monto inferior al histórico observado que estaba entre COP800.000 millones y COP1 billón. La continuidad de una política prudente de endeudamiento será clave para que el fondo mantenga niveles de apalancamiento acordes con su calificación.

Para los próximos tres años proyectamos que el apalancamiento del vehículo estaría entre 5x y 6x, cifra que, si bien es superior a las 4x que estimamos el año anterior, se mantiene en línea con su rango de calificación. Es importante mencionar que el cambio en nuestras estimaciones se explica porque en esta revisión no incorporamos una emisión de títulos participativos (calificados iAAA), condición necesaria para reducir el endeudamiento rápidamente, teniendo en cuenta el escenario actual de incertidumbre en el mercado de capitales colombiano y otros aspectos ajenos a la gestión del PEI que han afectado la transaccionalidad de los títulos.

A cierre de 2021 los márgenes NOI y EBITDA fueron de 82% y 63%, respectivamente, que son similares a nuestras estimaciones de la revisión pasada. En línea con este resultado, mantenemos nuestras estimaciones de rentabilidad de mediano plazo en niveles de 83% para el margen NOI y de 69% para el margen EBITDA, niveles superiores a los de otros fondos que califica BRC, pero menores a los de otros vehículos de la región debido a la mayor escala de estos últimos.

El mejor desempeño económico de 2021 se tradujo en una mayor dinámica de colocación que conllevó una reducción de la vacancia física a niveles de 6,9% desde el 8,8% reportado en 2020. La vacancia económica reflejó un ligero incremento de un punto porcentual desde 8,6%, debido a los periodos de gracia que otorgó el gestor para los nuevos arrendatarios. En el mediano plazo, el vehículo plantea un objetivo de vacancia física en torno al 6%, cifra que en nuestra opinión es coherente con los resultados observados en 2021 y por la amplia experiencia del PEI en este sentido. Sin embargo, su cumplimiento depende de variables exógenas como la dinámica económica la cual refleja incertidumbre futura.

La pandemia derivó en una demanda de espacios más flexibles y en cambios en los plazos de arrendamientos para algunos activos puntuales. Esto generó una disminución de la duración promedio de los contratos a 6,5 años, sin incluir al sector comercial, desde siete años reportados en 2020. Aunque este plazo se mantiene en línea con el del vencimiento de la deuda (6,4 años), daremos seguimiento a esta variable y a su desempeño en el mediano y largo plazo, con el fin de estimar cualquier impacto sobre la posición financiera del vehículo.

El PEI mantiene una fuerte posición de negocio, característica sobre la que no prevemos cambios a mediano plazo. A cierre de 2021 se mantuvo como el fondo con la mayor cantidad de activos bajo administración (COP7.6 billones) con un área arrendable de 1.1 millones de metros cuadrados. El vehículo refleja una adecuada diversificación por arrendatario y geografía.

Como parte de su estrategia de diversificación por segmento económico, el PEI ha incursionado en activos del sector de la salud (a través de contratos de construcción a la medida), de residencias universitarias y recientemente en el de hotelería. Sobre este último inmueble, daremos seguimiento a su desempeño y al impacto que tenga a nivel operativo y financiero, considerando que es el primero de la categoría y por sus condiciones particulares de operación.

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

Nuestros supuestos son los siguientes:

- El crecimiento del EBITDA en tasas promedio del 13% para el periodo 2022-2024. Esto incorpora la generación de recursos operativos a partir de 2022 de los activos que entraron al portafolio y la estabilización de activos que ingresaron al portafolio en 2020
- La reducción paulatina de la vacancia a niveles de 6% en el mediano plazo.
- La desaceleración en el plan de adquisiciones de 2022.

IV. LIQUIDEZ

Desde el cuarto trimestre de 2020 el PEI ha mantenido una senda de recuperación de sus cuentas por cobrar. Así el periodo de cobro cerró en cinco días en 2021 desde los 10 días observados en 2020. De acuerdo con la información del vehículo la cartera neta era de COP6.959 millones, que corresponden al 1,41% de los ingresos. De esta cartera el 54% corresponde al segmento comercial, principalmente de alivios otorgados que sus arrendatarios han pagado de forma oportuna.

El mejor desempeño observado en la generación operativa y los mayores niveles de recaudo le permitieron al vehículo cumplir con sus compromisos de operación y distribuir rendimientos en torno a los COP226.000 millones en 2021, cifra superior a los COP162.783 millones del año anterior. La buena relación que mantiene el PEI con el sector bancario le permitió financiar su plan de adquisiciones valorado en COP880.000 millones.

Para esta revisión la relación proyectada de fuentes a usos es de 1x para los próximos 12 meses, lo que evidencia un mayor margen de maniobrabilidad del fondo en comparación con revisiones pasadas (donde la cifra estaba en torno a las 0,7x) y que se explica por la desaceleración en el plan de inversiones y un monto de amortización de deuda que puede ser cubierto con su generación de EBITDA.

Para los siguientes 24 meses la relación de fuentes a usos refleja una situación más ajustada con una cifra de 0,8x, explicada principalmente por la amortización de deuda por COP481.000 millones, monto comparable con el EBITDA proyectado para ese año. De acuerdo con la información del PEI, están en negociación con los bancos para el reperfilamiento de parte de su endeudamiento en donde se incluiría este monto. En nuestra opinión, es altamente probable que el vehículo lleve a cabo esta operación de forma exitosa dada su buena relación con las entidades financieras. Daremos seguimiento al cumplimiento de esta operación y al impacto que esto tenga en las finanzas del vehículo.

En un evento de estrés, el PEI cuenta con otros mecanismos que le brindan flexibilidad en términos de liquidez:

- Aunque las inversiones del PEI ya cuentan con documento vinculante, el vehículo cuenta con algunos mecanismos de garantía que le otorgan algo de flexibilidad para aplazar las inversiones en la medida en que el negocio no cumpla las condiciones especificadas.
- La disponibilidad de cupos bancarios no comprometidos por COP2.8 billones y del programa de bonos y papeles comerciales por COP500.000 millones.
- 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.
- En una situación de estrés, el vehículo tendría la posibilidad de vender activos.

V. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué puede llevarnos a subir la calificación

- Reducciones sostenidas de la relación deuda neta / EBITDA a niveles inferiores a 4x.
- 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

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

inmobiliarias.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- El mantenimiento en los siguientes dos años 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.

VI. 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. Al cierre de 2021 el portafolio estaba valorado en COP7.6 billones, lo que representa un incremento de 10% frente a la cifra de 2020. El área de arrendamiento bruta (GLA por sus siglas en inglés para *gross leasing area*) era de 1.100.00 m², desde los 74.513 m² reportados al inicio de operación del vehículo.

VII. 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.

En la industria de vehículos inmobiliarios la pandemia afectó la dinámica de sus inmuebles, y el impacto fue diferente en cada uno de los segmentos económicos. Esta situación también derivó en una modificación de las condiciones contractuales. Por ejemplo, en los segmentos corporativos y logísticos, se observa un cambio en los requerimientos de los arrendatarios en cuanto al tipo y tamaño de espacio y a los plazos del contrato de arrendamiento.

El 2021 fue un año de recuperación para todos los segmentos en los que participa el PEI, si bien el segmento comercial se vio afectado por las protestas sociales de abril y mayo. Destacamos que los niveles de vacancia del vehículo se reducen en todos los sectores y es similar o inferior al de la industria. El desempeño futuro de los sectores donde participa PEI depende de condiciones particulares de cada sector y de su vínculo con las condiciones macroeconómicas.

Esperamos una continuidad en el desempeño positivo del segmento logístico, pues las compañías continuarían fortaleciendo sus capacidades para atender a sus clientes bajo un modelo de omnicanalidad. En cuanto al segmento comercial, el 2021 fue un año de alto dinamismo y de recuperación, que le brinda cierto margen de maniobrabilidad ante un escenario de desaceleración económica, que pudiera darse en 2022. Para el segmento corporativo prevemos una recuperación paulatina pues el retorno a las oficinas se está dando de manera parcial y con modelos híbridos; un elemento que mitiga este riesgo está asociado con los espacios ocupados para *call centers*, empresas de tecnología, los cuales han requerido mayores espacios con el fin de cumplir con los protocolos de bioseguridad del Gobierno Nacional.

VIII. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Deuda de largo y corto plazo
Número de acta	2105
Fecha del comité	13 de abril de 2022
Tipo de revisión	Revisión periódica
Emisor	Patrimonio Estrategias Inmobiliarias
Miembros del comité	María Carolina Barón
	Patricia Calvo
	María Soledad Mosquera

Historia de la calificación

Revisión periódica Abr./21: AA+ / BRC1+
Revisión extraordinaria Oct./20: AA+ / BRC1+
Calificación inicial Jun./15: AA+

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad por la disponibilidad del emisor o entidad y la entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Ratings – S&P Global S.A. SCV

BRC Ratings – S&P Global 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 Ratings – S&P Global S.A. SCV revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad.

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros auditados de los últimos tres años.

En caso de tener alguna inquietud en relación con 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](#).

IX. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web

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

www.brc.com.co

Una calificación de riesgo emitida por BRC Ratings – S&P Global 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.
