

El Patrimonio Autónomo de Estrategias Inmobiliarias (PEI) constituye el primer vehículo de inversión inmobiliario en el mercado de capitales colombiano, el cual le permite a los inversionistas participar en un portafolio diversificado de bienes inmuebles generadores de renta. De esta manera, representa una inversión alternativa a las opciones actuales con unos indicadores de rentabilidad y volatilidad atractivos, producto de la valorización de los inmuebles y un flujo de caja estable generado por los arriendos. El portafolio del PEI alcanzó COP 4,5 billones en el año 2017, impulsado en gran medida por la emisión de 10 tramos de títulos participativos por un valor acumulado de COP 2,9 billones, en los cuales se observó un apetito relevante por parte del mercado. De esta manera, los inversionistas tienen la posibilidad de adquirir un amplio portafolio de inmuebles de alta calidad en el segmento comercial, corporativo (oficinas), logístico (bodegas) y de residencias universitarias, ubicado en diferentes ciudades del país y con unas políticas que buscan minimizar los riesgos asociados al mercado inmobiliario.

Indicadores saludables a pesar del deterioro en el mercado inmobiliario:

La desaceleración de la economía colombiana, las altas tasas de interés, el efecto negativo de la reciente reforma tributaria, los altos niveles de inflación y menores ingresos fiscales como consecuencia de la fuerte caída en el precio del petróleo generaron un impacto negativo sobre la dinámica del sector inmobiliario del país. De esta manera, el sector de construcción han venido presentando un fuerte deterioro, lo cual ha presionado los principales indicadores en los diferentes segmentos donde el PEI tiene presencia, afectando la tasa de ocupación, los cánones de arrendamiento y los precios de los inmuebles, explicado en gran medida por un menor dinamismo de la demanda y un fuerte crecimiento de la oferta en años previos que generaron exceso de inventarios, especialmente en algunas ciudades y tipos de activos. Sin embargo, a pesar de este comportamiento, los indicadores del PEI han permanecido en niveles saludables gracias a sus políticas de inversión.

Políticas de inversión y diversificación adecuadas, las claves del PEI:

La compra de activos de alta calidad y los límites existentes en el PEI para evitar la concentración de los riesgos constituyen una pieza clave que ha permitido que los principales indicadores del vehículo inmobiliario permanezcan

Contenido	Pg
Características Generales del PEI	1
GLA, AUM, Diversificación	6
Vacancia y Rentabilidad	9
Sector Inmobiliario	12
Análisis Financiero	17
PEI vs Pares	22
Expectativas	23

Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Acciones

Otros informes

[Reinicio de cobertura Grupo Energía Bogotá: El límite no es Colombia](#)

Julio 2018

[Inicio de cobertura Canacol Energy: Todo depende](#)

Julio 2018

[Resumen Resultados Corporativos 1T18 | Soplan sutiles vientos de cambio](#)

Junio 2018

en niveles saludables a pesar del deterioro evidenciado en el mercado. De esta manera, el PEI cuenta con una diversificación por: **1)** Tipo de activos (comerciales, oficinas, bodegas y residencias universitarias); **2)** Geografía (con presencia principalmente en Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, Montería, entre otros), **3)** Arrendatario (Davivienda, Grupo éxito, Nutresa, Itaú, Avianca, entre otros); y por **4)** Sectores económicos (Comercio, Financiero, Industrial, etc). Adicionalmente, la construcción de nuevos activos hechos a la medida del cliente (BTS) o por S&LB (Sale and Lease Back), constituyen esquemas innovadores que blindan en cierta medida al vehículo de la menor dinámica del mercado inmobiliario no habitacional.

A pesar de nuevos jugadores, el PEI continuaría con desempeño favorable: Si bien es cierto que la entrada al mercado de más competidores y una coyuntura económica retardadora para el sector ha reducido la rentabilidad del vehículo, esta sigue siendo mayor a sus comparables y a otras alternativas de inversión en el mercado de capitales. De esta manera, una alta retención de arrendatarios (mayor al 85%), un vencimiento promedio de los contratos alrededor de 7-8 años, una adecuada administración del riesgo de crédito y una política conservadora de escogencia de arrendatarios seguirían respaldando los buenos resultados para el PEI, manteniendo controlados los niveles de vacancia. Adicionalmente, menores tasas de interés y una mayor dinámica económica generarían una recuperación gradual del sector inmobiliario.

PEI emula los mercados internacionales: El PEI (Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias) es un vehículo de inversión que permite a sus inversionistas participar en un portafolio de inmuebles, ubicados en diferentes ciudades del territorio nacional, los cuales son generadores de renta, emulando las fiducias inmobiliarias internacionales, conocidas como REITs (Real Estate Investment Trusts). Este fondo es gestionado y administrado por Terranum Inversión. Es importante mencionar que las titularizaciones de títulos participativos respaldadas por bienes raíces, como el PEI, no adquieren un compromiso para el pago de capital ni de intereses. Sus emisiones son realizadas mediante vehículos de inversión, los cuales desarrollan, compran y administran activos inmobiliarios, cuyo espacio es arrendado. Tras la cobertura de los gastos operativos, el vehículo distribuye parte de su rentabilidad a sus inversionistas, el cual incluye el valor de la

valorización de los inmuebles, la cual se mide por metodología de flujo de caja. El **Patrimonio Autónomo (P.A)** solo compra propiedades que ya estén arrendadas (en caso contrario, debe contar con la aprobación del Comité Asesor), buscando estabilidad en los ingresos.

Más de 10 años de crecimiento: Desde el lanzamiento del primer tramo en el 2007 se han realizado 9 colocaciones adicionales, alcanzando un monto total cercano a los COP 2,9 billones (BN) en colocaciones, mientras que el número de títulos también se ha incrementado de manera importante y el precio de suscripción de estos ha logrado aumentar un 69% en los últimos 10 años, equivalente a un CAGR del 7,1%, reflejando una valorización significativa del PEI por precio de suscripción.

Avalúos con metodología de Flujo de Caja Descontado: El avalúo de inmuebles es realizado anualmente por expertos en materia inmobiliaria, donde el método evaluador consta de: **1)** Valor de mercado del inmueble, **2)** Capitalización directa, **3)** Flujo de Caja Descontado, siendo este último el de mayor ponderación. Cuando un inmueble ingresa al portafolio, este debe ingresar con avalúo. Mediante esta metodología, el flujo de caja es sensible al hecho de que el inmueble este vacante en el momento de evaluarlo. La valorización promedio de los inmuebles por avalúo ha sido del IPC + 1% anual, sin incluir la venta de inmuebles. **Rueda de Renta Variable en espera:** Cabe mencionar que, existe la posibilidad de un cambio en la regulación que permitiría que los fondos inmobiliarios pasen de negociarse de la rueda de renta fija a la de renta variable, lo cual podría darle mayor liquidez a los títulos participativos.

1. Colocaciones por Tramos

Tramos	Fecha	Monto (Millones)	No, títulos (Miles)	Precio Suscripción	% Acumulado sobre Cupo de COP 5 BN
I	27/02/2007	107,605	21,521	5,000,000	2.15%
II	22/11/2007	127,557	23,405	5,450,000	4.70%
III	30/10/2009	204,863	33,311	6,150,000	8.80%
IV	21/03/2012	155,129	21,666	7,160,000	11.90%
V	19/07/2013	178,995	22,831	7,840,000	15.48%
VI	05/09/2014	207,539	26,040	7,970,000	19.63%
VII	16/12/2015	251,866	29,084	8,660,000	24.67%
VIII	21/09/2016	436,666	48,735	8,960,000	33.40%
IX	09/06/2017	603,367	64,188	9,400,000	45.47%
X	14/12/2017	626,480	62,868	9,965,000	58.00%
Total		2,900,067	353,649		

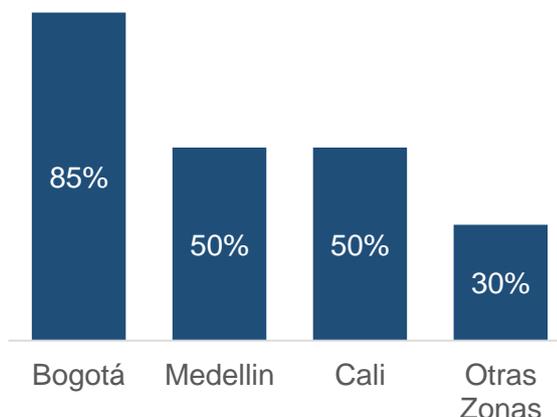
El PEI posee unos criterios de inversión que incluyen: **1)** La diversificación geográfica en ciudades principales e intermedias dentro del territorio nacional; **2)** inversiones para potenciar la valorización del inmueble; **3)** revisión del perfil y capacidad de pago de los arrendatarios del activo; **4)** mejoramiento y remodelación de los activos inmobiliarios para maximizar su rentabilidad; **5)** ejecución de pagos anticipados del precio de compra de activos en construcción o por construir, atendiendo los parámetros establecidos en el Prospecto de Colocación. Por su parte, el P.A, dentro de sus políticas de inversiones, tiene **límites en su concentración para mitigar los riesgos asociados y alcanzar una mayor rentabilidad para sus inversionistas, los cuales pueden llegar a ser modificados con previa aprobación de la Asamblea**, los que se detallan a continuación:

Arrendatario: Los ingresos provenientes de un arrendatario y de sus sociedades relacionadas no pueden ser superiores al 40% de los ingresos anuales del P.A. De igual manera, el valor de los activos arrendados a un arrendatario y a sus sociedades relacionadas no puede superar el 40% del valor total de los activos del P.A.

Tipo de Activo: La inversión por tipo de activo no puede superar el 70% del valor total de los activos inmobiliarios del P.A ni de sus ingresos. De esta manera, los activos inmobiliarios dentro de los cuales se pueden invertir corresponden a: **1) oficinas corporativas** en edificios con altas especificaciones de seguridad y calidad; **2) grandes superficies comerciales** con un área de construcción de más de 2.500 m²; **3) bodegas** con altas especificaciones de seguridad y calidad; **4) locales comerciales** cuya área de construcción sea menor a los 2.500 m²; **5) centros comerciales** ubicados en zonas de alta densidad; **6) otros activos comerciales.**

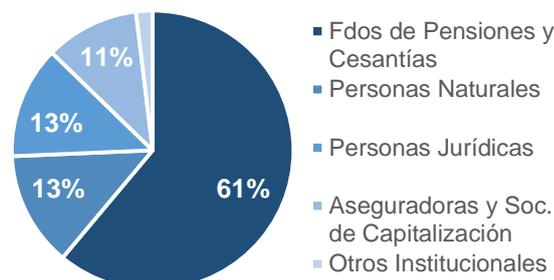
Ubicación geográfica: El valor de los **activos** inmobiliarios, como porcentaje del total, no puede superar el 85% en Bogotá ni el 50% para Medellín y Cali, respectivamente. Para otras zonas, esta participación no puede ser mayor al 30%.

2. Límite por Ubicación



3. Composición accionaria

Al cierre 2017



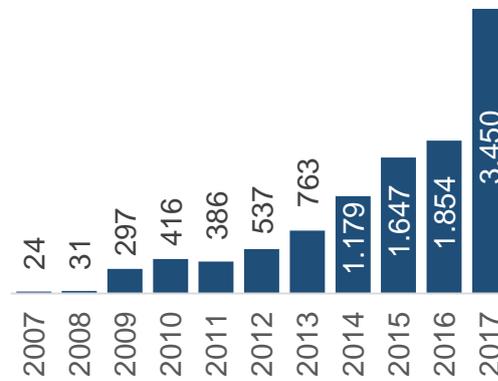
Endeudamiento Financiero: El Fondo puede obtener recursos buscando realizar mejoras a los activos inmobiliarios, financiar el Fondo de Operación y maximizar el retorno potencial para los inversionistas. De esta manera, el endeudamiento financiero de corto plazo no puede superar el 30% del patrimonio del PEI y el de largo plazo el 35% del mismo. Este endeudamiento debe ser aprobado con anterioridad por el Comité Asesor, el cual es el máximo órgano decisorio y que aparte de tomar las decisiones de endeudamiento, es el encargado de tomar las decisiones respecto a las Inversiones Admisibles, el Programa de Emisión y la compra y venta de Activos Inmobiliarios.

Crecimiento exponencial de inversionistas: Los inversionistas del PEI han presentado un crecimiento constante en los últimos 10 años. Desde su creación en el 2007, momento en el cual solamente habían 24 inversionistas, el número ha crecido a un ritmo favorable hasta los 3.450 en el 2017, lo cual ha permitido ampliar gradualmente la diversificación entre los diferentes tipos de inversionistas. Acorde al informe anual del 2017, según el monto invertido, los Fondos de Pensiones participan con el 61%, seguido de Personas Naturales con el 13% y Personas Jurídicas con la misma participación, junto a Aseguradoras (11%) y Otros institucionales con el 2%. En la medida en que continúe dándose una mayor diversificación entre inversionistas, se puede dar cierta limitación sobre las fluctuaciones en el valor de mercado de los títulos, en caso de presentarse en algún momento ventas en participaciones por parte de algunos inversionistas.

GLA y AUM avanzan a paso firme: El Área Bruta Arrendable (GLA, por sus siglas en inglés) muestra un crecimiento significativo en los últimos 10 años, pasando de 75 mil m² en el 2007 hasta cerca de 845 mil m² al cierre del 2017. Lo anterior en línea con lo mostrado por los Activos bajo Administración (AUM), cuyo monto ha aumentado hasta más de COP 4.6 BN en el 2017, frente a los COP 268 mil MM de su lanzamiento en el 2007, cuya dinámica refleja la compra de nuevos activos, la valorización de los diferentes inmuebles dentro del portafolio y las inversiones realizadas en estos.

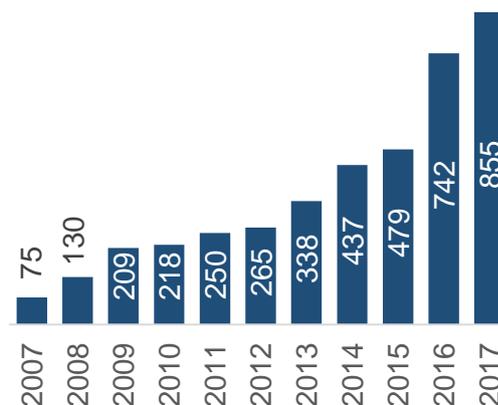
En línea con lo anterior, para el año 2017 el PEI alcanzó un total de 135 activos en su portafolio, con presencia en 30 municipios de Colombia, resultando en una mayor diversificación geográfica. De esta manera, en línea con el comportamiento de adquisiciones de los últimos años, esperamos que el PEI siga esta línea de crecimiento, aunque podría darse de forma más moderada por factores como: **1)** Mayor competencia, **2)** Aumento en la oferta inmobiliaria, **3)** Menor dinámica del sector. Pese a esto, esperamos que se mantenga la incorporación de inmuebles de alta calidad, en línea con su plan de adquisiciones, características de la construcción y diversificación geográfica. Acorde al Fondo, se espera un aumento del AUM cercano a los 500 mil MM en el 2018, llegando a una cifra aproximada de COP 4,9 BN a final del año, teniendo en cuenta el atípico crecimiento del 2016 y 2017 cercano a COP 1 BN por año. De igual manera, el Fondo espera lograr en los próximos 5 – 7 años duplicar esta cifra

4. Número de Inversionistas



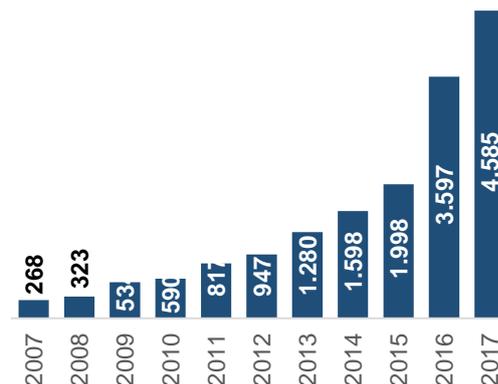
5. GLA

Área Bruta Arrendable. Miles de m²



6. Activos bajo Administración AUM

COP Miles de MM



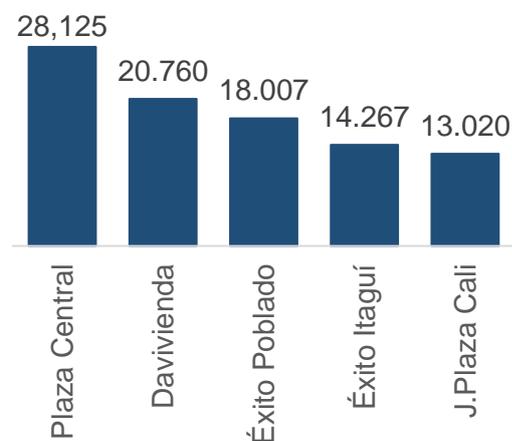
El PEI cumple con lineamientos de Diversificación por tipo de Activo:

En cuanto a los tipos de activos que componen el portafolio, estos cumplen los lineamientos del Fondo, pues ninguno supera el 70% del total de los activos, controlando su exposición a un segmento específico. De esta manera, al corte de Abril del 2018 y frente a un año atrás, el rubro de oficinas ha reducido su participación en un 2% hasta el 43%, el cual estuvo redistribuido, principalmente en propiedades logísticas. Por tipo de activo, acorde a la información disponible, en cuanto a m², en el segmento comercial el Centro Comercial Plaza Central se ubica en el primer lugar, junto al portafolio corporativo de Davivienda, el cual también encabeza los activos corporativos. A nivel logístico, Cititium en Bogotá lidera este rubro, seguido del portafolio de Redetrans.

Productos diferenciados a la carta: En cuanto al esquema de mercado, llama la atención desarrollos bajo dos esquemas: **A.** Built To Suit (BTS) y **B.** Sales & Lease – Back (S&LB). El BTS consiste en la construcción de inmuebles a la medida del arrendatario y cuya adquisición por el PEI se puede realizar por dos vías: **1)** Después de que el arrendatario y el constructor realizan la obra. **2)** El PEI da anticipos contra garantía de un arrendamiento futuro. De esta manera, el **BTS** es utilizado principalmente en inmuebles con solicitudes puntuales y grados de especialización, cuya naturaleza les permite alcanzar una mayor rentabilidad frente a otros activos. Dentro del pipeline se encuentra la adquisición de 2 BTS en el 2018 y 1BTS en el 2019. Respecto a los **S&LB**, representa cerca de un 2% del portafolio y su operatividad consiste en que el PEI adquiere un activo ocupado por su dueño, quién vende el inmueble al PEI, quedando como arrendatario y obteniendo los recursos por la venta, liberando así flujo de caja.

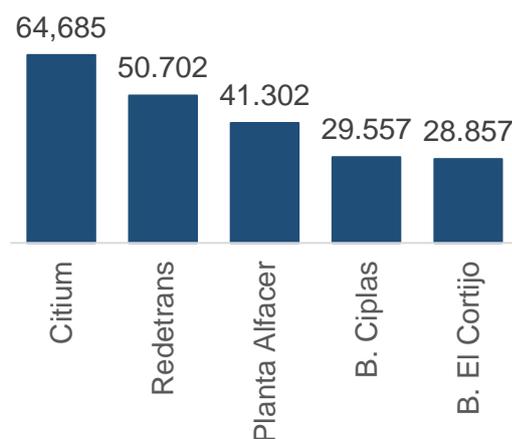
7. Top 5 Activos Comerciales

Cifras en m²



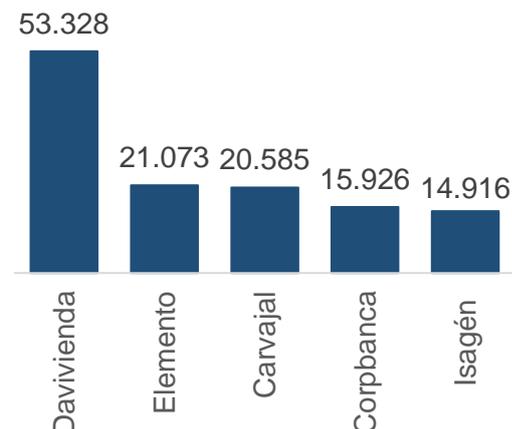
8. Top 5 Activos Logísticos e indus

Cifras en m²



9. Top 5 Activos Corporativos

Cifras en m²



Diversificación como política de inversión

Bogotá, el preferido en ubicación

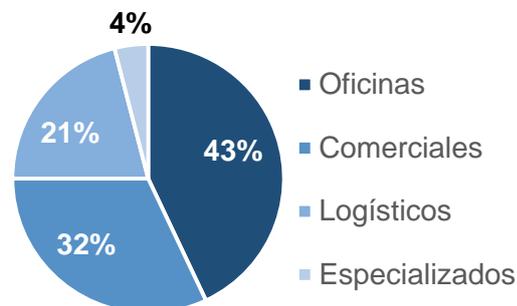
Diversificación como aliada del PEI: El crecimiento que ha tenido el vehículo de inversión ha estado acompañado de una diversificación del portafolio en cuanto a ubicación geográfica, por arrendatario y por tipo de activo. De esta manera, la exposición de los ingresos se ve disminuida ante posibles eventos que afecten el mercado inmobiliario, dentro de los cuales se encuentran: **1) catástrofes naturales;** **2) cambios en el perfil de crédito de los arrendatarios;** **3) coyuntura política y de regulación adversa en alguna región.**

Bogotá lidera la ubicación geográfica: En el último año Bogotá lidera con una participación promedio del 63% los ingresos por ubicación, seguido por Medellín con un 14% y Cali con un 10%. Sumado a lo anterior, el PEI ha presentado mayor presencia geográfica al contar con inmuebles en Bucaramanga, Pasto, Cartagena, Cúcuta, Girardot, Ibagué, Manizales, entre otros. Al respecto, es importante mencionar que estas participaciones pueden variar según la implementación gradual del Pipeline, relacionado con la incorporación de activos al Fondo y con la dinámica de los grandes arrendatarios en las diferentes ciudades principales e intermedias. Cabe mencionar que Bogotá concentra la mayoría de clientes corporativos con el perfil arrendatario requerido por el PEI. Pese a la significativa concentración en Bogotá, consideramos que esto no es un factor desfavorable, pues en la capital se concentra la mayoría de clientes corporativos con el perfil requerido por el PEI.

Arrendatarios se suman a la política de diversificación: Respecto a la concentración por arrendatario, **en pro de reducir riesgo de contraparte**, no se presenta una concentración en el último año mayor al 14% de los ingresos del portafolio, cumpliendo con el máximo establecido en el prospecto de emisión del 40%. De esta manera, Davivienda con cerca de un 11% y Grupo Éxito con el 5%, lideran este rubro, haciendo parte del denominado “arrendatario de portafolio”, término que se refiere a aquellos arrendatarios corporativos que tienen arrendados diferentes inmuebles en distintas ciudades. Al respecto, en la medida en que se incluyan en el portafolio activos de diferentes categorías, esta concentración puede reducirse gradualmente. Resaltamos que el PEI realiza un manejo de riesgo crediticio a través del seguimiento a la calificación de aquellos arrendatarios corporativos que la poseen, aunque no tienen una calificación mínima predeterminada. Adicionalmente, se hace un análisis de la situación financiera de los arrendatarios y se solicitan garantías adicionales en caso de ser necesario.

10. Activos del Portafolio

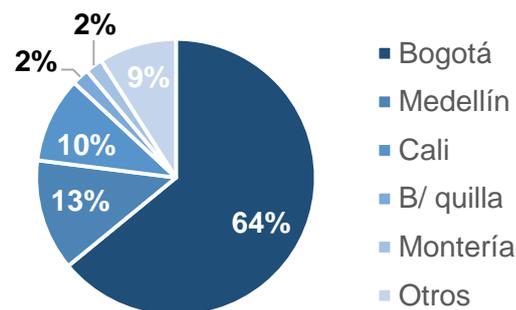
Abril 2018



Participación según ingresos, sin contar con inmuebles vacantes.

11. Ubicación geográfica

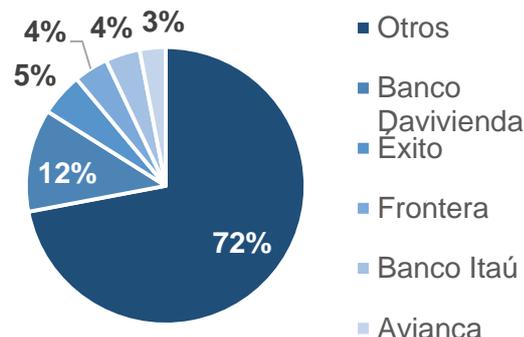
Abril 2018



Participación según ingresos, sin contar con inmuebles vacantes.

12. Principales Arrendatarios

Abril 2018



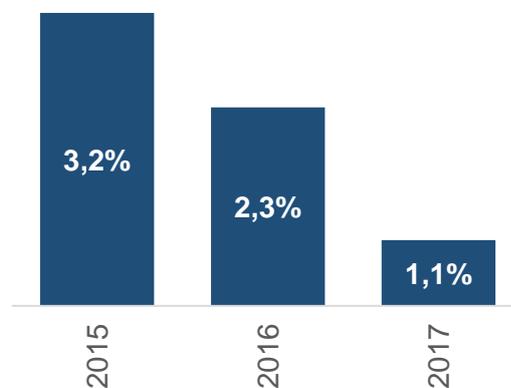
Vacancia Económica y Física permanecen en niveles saludables pese a coyuntura retadora para el sector:

Respecto a la Vacancia Económica, la cual corresponde a la vacancia medida por el nivel de ingresos facturados del total de m2 disponibles, se ubica en promedio cerca del 2,2% en los últimos tres años, por debajo de una cifra histórica cercana al 2,9%, **pese al entorno retador para el sector inmobiliario**. Cabe mencionar que este tipo de vacancia es sensible a la negociación con arrendatarios que incluyan un periodo de gracia, al igual que a la entrada de activos en proceso de estabilización al portafolio, el cual puede tomar entre 1 – 2 años, aunque esto varía según el tipo de activo y el nivel de ocupación con que entre el activo al portafolio. Por su parte, la vacancia física (m2 sin ocupación) pasó del 3,8% en el 2016 al 4,8% para el 2017, **siendo inferior al promedio observado en el mercado (12% en 2017)**. Frente a lo anterior, es importante mencionar que acorde al Fondo, a partir del 2S16 se incluyó la vacancia por “Portafolio estabilizado”, cuya métrica incluye: **1)** Activos que tienen más de 12 meses de haber sido adquiridos por el PEI; **2)** activos que ingresan totalmente ocupados al portafolio mediante adquisiciones de S&LB o BTS; **3)** activos en procesos de estabilización que tienen una ocupación superior al 80%. Al respecto, su vacancia económica finalizó el 2017 en 1,1%, mostrando un menor desempeño que en el 2016 (2,3%).

Alta tasa de retención de arrendatarios y adecuado manejo de vencimiento de contratos mitigan los riesgos:

Dentro de los aspectos más importantes que afectan la vacancia está la retención de contratos, cuya métrica desde el 2016, acorde a la metodología establecida, consta de únicamente los contratos con vencimientos durante el año que fueron retenidos y no los contratos que se presupuestó retener. El comportamiento histórico de este rubro ha sido positivo, ubicándose en 91%, frente a un 97% al cierre del 2017. Como expectativas de largo plazo, el Fondo estima una retención de contratos entre el 85% - 90%, cuya reducción estaría relacionada con una menor dinámica económica y mayor competencia. Respecto a los plazos, al cierre del 2017 un 61,5% de los vencimientos se concentran entre 2022 – 2038, siendo un factor positivo por la estabilidad a mediano plazo en los arrendatarios. Por su parte, la duración promedio de contratos, entendida como el tiempo faltante para el vencimiento del contrato de arrendamiento, se ubica en un promedio de 7,6 años en los últimos tres años, sumándose a la estabilidad mencionada. Importante decir que, en caso de que un inmueble sea deshabitado, **el tiempo**

13. Vacancia Económica



14. Duración promedio de contratos



Vacancia Económica en niveles saludables

Retención de contratos estable



promedio de recolocación oscila entre los 3 – 6 meses, dada al alta calidad de los activos. Por su parte, por tipo de activos la negociación de contratos de arrendamiento puede oscilar entre 5 – 19 años para activos logísticos, entre 5 – 10 años para oficinas, mientras que para activos comerciales depende si es Centro Comercial o local. Para el primero, los almacenes ancla (aquellos que atraen alto volumen de compradores en sectores como retail, cine y juegos, entre otros) tienen duraciones entre 10 – 15 años, mientras que los locales varían entre 1 – 3 años.

Rentabilidad promedio de dos dígitos

Valoración del título se muestra estable

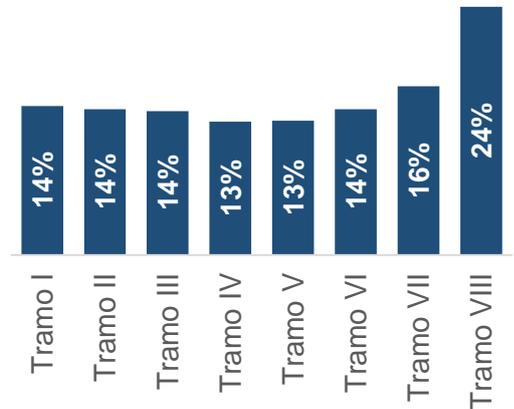


Rentabilidad estable: Analizando la rentabilidad de cada tramo del PEI, su mediana se ubica cerca del 13%, aproximándose a la rentabilidad objetivo del IPC + 9% desde su creación. Cabe mencionar que, el dato del VIII Tramo emitido en septiembre de 2016 resulta elevado debido al corto rango de tiempo transcurrido para el período de análisis: septiembre a diciembre de 2016.

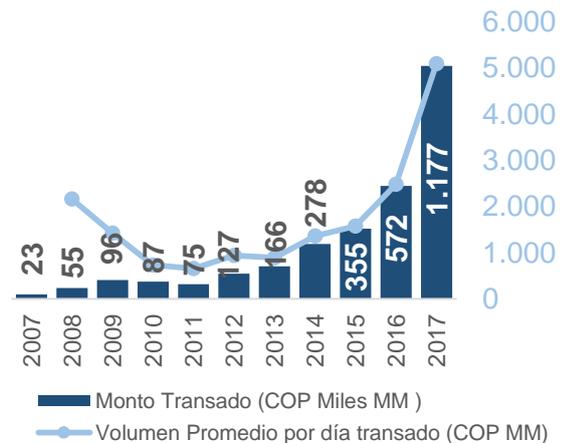
Respecto a la rentabilidad total de los últimos dos años, la alta rentabilidad del 16,4% en el 2016 estuvo beneficiada por un alto IPC. Desglosando esta rentabilidad, se encuentra que un 6,86% fue por flujo y un 9,55% por valorización. Por su parte, en el 2017, la rentabilidad del 9,43% estuvo distribuida en un 52% por el flujo de los arrendamientos y en un 48% por valorización. En general, esta rentabilidad refleja estabilidad en los flujos provenientes de la renta, en medio de una duración promedio de contratos cercana a los 8 años, una alta calidad de los inmuebles, apoyado en una participación relevante de la valorización del activo en la rentabilidad total. Sin embargo, es importante mencionar que **la rentabilidad por flujo puede comprimirse gradualmente tras la entrada de nuevos jugadores. Sumado a que, en periodos cortos de tiempo, el componente inflacionario y la naturaleza cíclica que tiene el valor del título pueden afectar la rentabilidad.**

Mercado muestra apetito por TEIS: El aumento en el precio de suscripción de cada tramo mencionado en apartes anteriores, sumado a la valorización del título, el cual ha aumentado cerca de un 22,3% desde el 2014, refleja un apetito comprador del mercado por los TEIS. Sumado a lo anterior, dentro de los motivos que han generado mayor liquidez, está el hecho de que en el 2016 los fondos de pensiones aumentaron sus transacciones, dado el decreto 765 de 2016 que modificó el régimen de inversión para las AFP's restringiendo a los fondos conservadores la participación en Inversiones Alternativas dentro de las cuales quedaron clasificados los TEIS. El incremento anual desde 2011 del volumen transado de TEIS, el cual supera los COP 1,1 BN según las últimas cifras, muestra el mayor apetito por estos títulos, con la intención de los inversionistas de mantener su inversión en horizontes mayores de tiempo, inyectándole más liquidez al título, lo cual se refleja en los días de negociación que han venido consolidándose por encima del 90% en los últimos dos años y de un volumen promedio transado superior a los COP 2.480 MM.

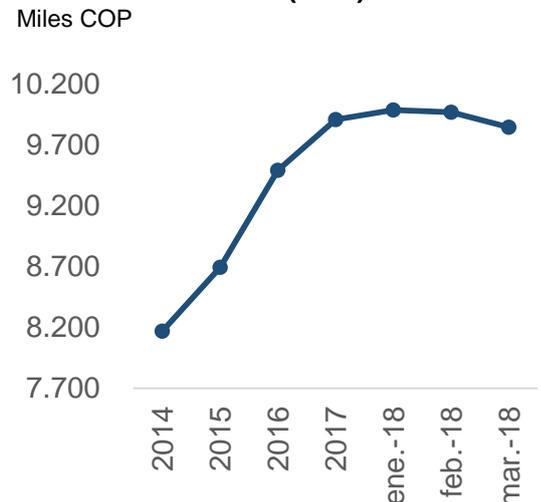
15. Rentabilidad por Tramo



16. Liquidez



17. Valor del Título (CdB)



Economía colombiana, talón de Aquiles para el PEI: En medio de una rentabilidad promedio atractiva y de una mayor cotización de los títulos en el mercado de capitales, existe una exposición importante del vehículo de inversión a factores macroeconómicos, relacionados con un menor crecimiento económico en el 2017 (1,8%) y la mayor contracción desde 2010 del PIB de Construcción de Edificaciones (-10,4%), sumado a una coyuntura retadora del sector inmobiliario, afectado por el aumento de la vacancia física en el mercado inmobiliario no habitacional, la cual ha pasado de niveles históricos del 5% -10% al 15% - 20% actualmente.

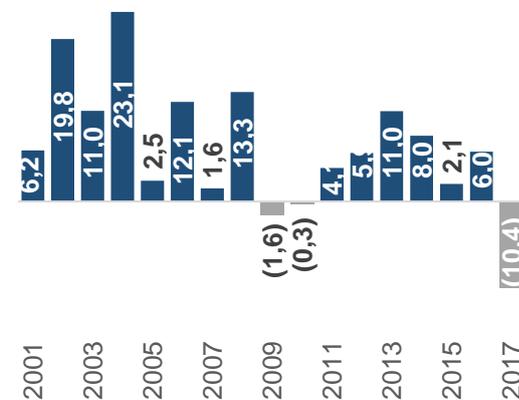
Licencias tratan de levantar cabeza: Luego de un auge en la solicitud de licencias de construcción en el año 2015 favorecidas por el cambio tanto en alcaldes como en el Plan de Ordenamiento Territorial (POT), lo cual contribuyó a la fuerte contracción en el 2016 por efecto base, en el 2017 las licencias mostraron una expansión del 3,3% A/A, con algunos destinos relacionados con el PEI en terreno expansivo, dentro del cual sobresale Bodegas y Comercio. Para el primero, dentro de los principales departamentos, es relevante el aumento que registró Antioquia (15% A/A) y Valle del Cauca (23% A/A), donde este último también presentó un incremento significativo en el segmento comercial (28% A/A). En cuanto a las contracciones, el segmento de industria mostró una variación del -14% A/A, en medio de los decrecimientos en las licencias de Bogotá (-18% A/A), Antioquia (-11% A/A) y Valle del Cauca (-44% A/A). Por su parte, la menor contracción de oficinas (-3% A/A) se dio en medio de disminuciones del 17% A/A en Valle del Cauca, un comportamiento estable en Bogotá (0% A/A) y repuntes en departamentos como Antioquia y Atlántico (17% A/A y 13% A/A respectivamente).

Atención a Bogotá: En Bogotá, al cierre del 2017, las licencias se contrajeron un 2,8% A/A, jalonados por bodegas e industria, las cuales variaron un -44% A/A y -18% A/A respectivamente, mientras que comercio y oficinas no registraron variaciones anuales.

Un 2018 retador: La dinámica anterior del PIB de edificaciones, con contracciones de dos dígitos en el 2017 y las licencias de construcción con un ligero repunte al cierre de año reflejan el entorno retador al cual se ha enfrentado el sector inmobiliario y el cual continuaría en el 2018, con leves mejoras en el 2019.

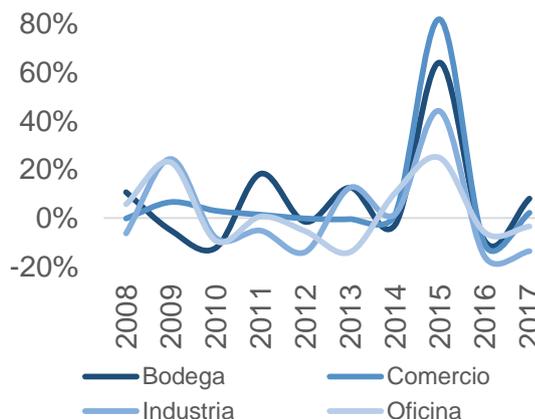
18. PIB Edificaciones

Variación porcentual



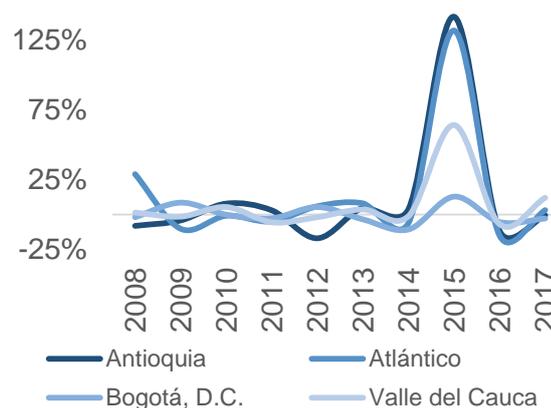
19. Licencias por destino

Incluye los principales segmentos cubiertos por el PEI



20. Licencias por Departamento (CdB)

Incluye los departamentos con mayor presencia del PEI



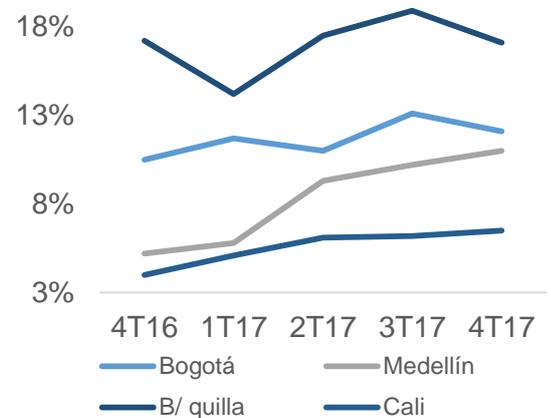
Inventarios se mantienen en ascenso: Al analizar el mercado de oficinas en Colombia, la finalización de construcciones en el 2017 permitió que el inventario, presentara un aumento anual del 13,3%, con una mayor dinámica en las cuatro principales ciudades bajo análisis. Sobresale **Barranquilla** (+31,6% A/A), principalmente por la entrada en operación de dos edificaciones en el corredor Prado. Sumado a dos edificios en el corredor Buenavista, que adicionaron 31.000 m². En medio de lo anterior, el PEI no tiene inmuebles en el segmento de oficinas en B/quilla.

Bogotá y Medellín seguirían creciendo en 2018: En Bogotá, su comportamiento (+11% A/A) estuvo jalonado por la entrada de 24 edificios, donde sobresale la mayor dinámica en los corredores de las Américas con el Centro Empresarial Bog Américas y en la Av. El Dorado (Edificios Elemento y la Torre 2 de Buró 25). Para el 1S18 edificios en los corredores de Salitre, Calle 100 y Santa Bárbara se sumarían al inventario (+6%). Finalmente, en **Medellín** en medio de un aumento cercano al 19% en el 2017, acorde a Colliers International, el inventario podría desacelerarse hasta un +9% A/A por nuevos proyectos.

Vacancia refleja la menor dinámica de la demanda: Un mayor inventario, acompañado de un menor dinamismo en la demanda, llevó a la vacancia promedio de las cuatro ciudades analizadas a presentar un incremento, pasando del 9,2% en el 2016 al 11,7% en el 2017. Este comportamiento fue liderado por **Medellín**, con una reducción en la dinámica en la ocupación de edificios cada vez más modernos, la cual ha su vez se presenta en Bogotá y Cali, mientras que Barranquilla se mostró estable.

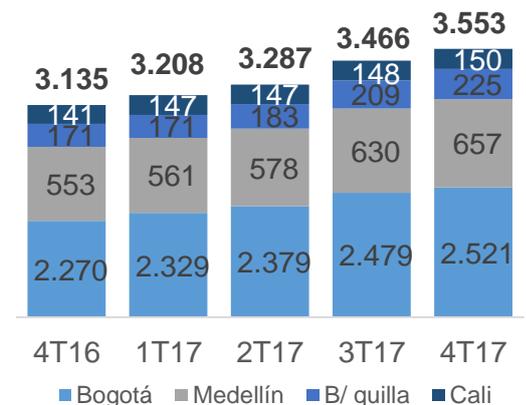
El precio no le sigue el ritmo a la oferta: La mayor oferta de oficinas presionó a la baja los precios de renta en ciudades como Bogotá (-7,7% A/A) y Medellín (-8,3% A/A). En la primera estuvo relacionado con un incremento (+55% A/A) en oficinas clase A (tiempo de construido entre 11 y 20 años), mientras que en la segunda estuvo fundamentada en la migración de arrendatarios que se encontraban en edificios clase B (tiempo de construcción entre 21 y 25 años) a nuevos espacios con mejores especificaciones. El leve aumento en precios en Barranquilla y Cali se dio por migración de arrendatarios a edificios nuevos, donde en la primera se presentó una mayor demanda por oficinas clase A+ (altas especificaciones, tiempo construido menor o igual a 10 años).

21. Vacancia



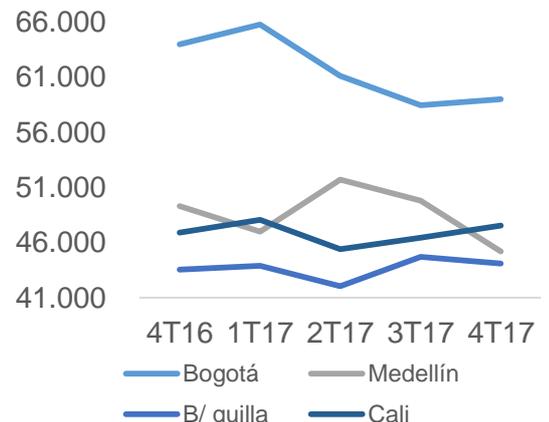
22. Inventario

MM m²



23. Canon Arrendamiento

COP m²

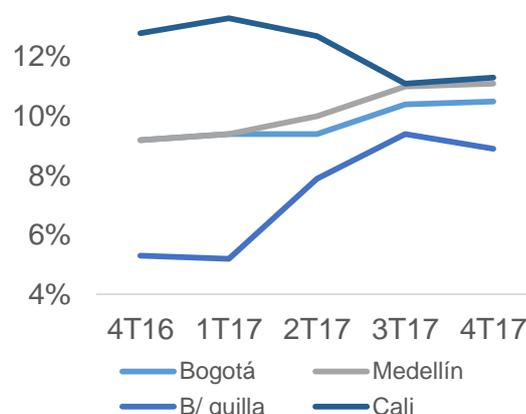


Bogotá y B/quilla jalonan el Inventario: Una mayor oferta en ciudades como Bogotá, incluyendo Bosa (Gran Plaza) y Barranquilla, ayudaron a incrementar los m2 ofrecidos (+4,6% A/A). Por su parte, respecto a la dinámica futura de la oferta, acorde a los proyectos en curso, podría mantenerse en aumento. Acorde a Colliers Internacional, la terminación de más de 38 proyectos en el país en un lapso aproximado de tres años llevaría a un incremento del inventario en 1,4 MM m2, en medio de proyectos como El Edén en Bogotá (134 km2), Viva Envigado en Medellín (107 Km2), entre otros.

Vacancia y gasto no se dan la mano: La menor dinámica económica en medio de un menor gasto de los hogares se ha reflejado en los niveles de vacancia, cuyo promedio para los cuatro ciudades en análisis pasó del 9,1% al 10,5%. En **B/quilla** la entrada en operación del Centro Comercial Nuestro Atlántico sin una ocupación total, sumado a la migración de marcas entre centros comerciales por mejores especificaciones, se reflejaron en una mayor vacancia (8,9%), siendo la ciudad con la mayor variación anual. En **Medellín**, la menor dinámica del consumo se ha reflejado en los espacios desocupados en los Centros Comerciales (CC) (11%), donde la baja dinámica de ocupación se mantendría tras la entrada de nuevos CC. Por último, en **Bogotá** la entrada en operación de nuevos CC, en diferentes zonas de la ciudad, junto a planes de remodelación y expansión para incrementar el área arrendable, llevaron el indicador de vacancia hasta el 10,5%.

Precio muestra comportamientos mixtos: En medio de una mayor oferta de m2 y una vacancia en ascenso, los precios de los arrendamientos muestran comportamientos mixtos: Por un lado, en **B/quilla** la reducción en precios (-10,6% A/A), se da en medio de la entrada en operación de un nuevo CC (Nuestro Atlántico), lo cual pudo haber generado la renegociación de contratos de clientes. Por su parte, en **Medellín** el comportamiento del canon de arrendamiento (-13,2% A/A) esta relacionado con que los CC de más de 40,000 m2 cuentan con niveles de desocupación superiores al 10%. Por su parte, en **Bogotá** (+31% A/A), aunque se ha registrado una nueva oferta de CC con modernas infraestructuras y operaciones en los últimos dos años, el precio de CC tradicionales, como Unicentro, Andino y Av. Chile se han mantenido elevados.

24. Vacancia



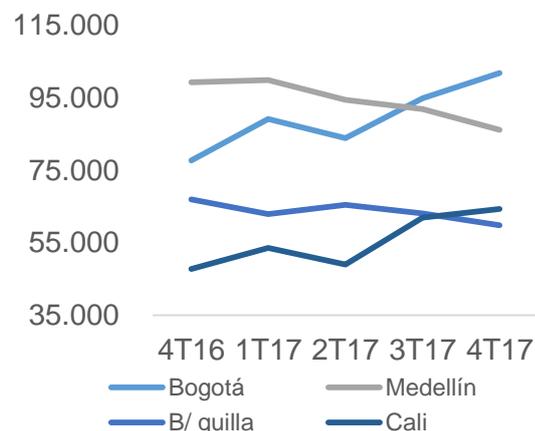
25. Inventario

MM m²



26. Canon Arrendamiento

COP m²

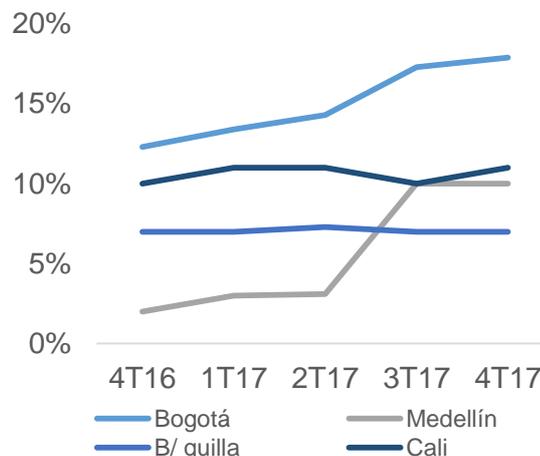


Inventarios estables en el último año: Al tener en cuenta las 4 principales ciudades, el inventario presentó un aumento del 3,1%, jalonado principalmente por Bogotá, el cual sobresale con el 61% del inventario, seguido de B/quilla con el 20%. Lo anterior ha estado relacionado principalmente con mayores exigencias de los clientes enfocadas en especificaciones puntuales para cada industria, lo cual ha llevado a un incremento en construcciones tipo BTS, cuyo inventario podría continuar aumentando en los próximos años, dadas las nuevas demandas del mercado. Cabe recordar que en este segmento el PEI esta enfocado principalmente en BTS, como factor diferenciador en su portafolio.

Vacancia en alza: En medio de un entorno retador para la economía colombiana y una menor dinámica en comercio e industria, la vacancia promedio en las ciudades analizadas llegó hasta el 11,5% frente al 7,8% de un año atrás. A la coyuntura económica, se suma que la tendencia nacional relacionada con construcciones tipo BTS ha generado traslado de arrendatarios desde inmuebles con menores especificaciones hacia este tipo de construcciones. En **Bogotá**, sumado a lo anterior, la vacancia (17,9%) ha estado relacionada con la finalización de proyectos sin comercializar en el 2017, sumado a una desocupación significativa (100 Km2) en el corredor de Funza. Vale la pena mencionar que la mayor disponibilidad se registra en el corredor de Funza y la Calle 80. En **Medellín**, llama la atención el acelerado crecimiento de la vacancia entre 2016 y 2017, pasando del 2% al 10% tras la finalización de nuevas bodegas en parques logísticos existentes, el cual se relaciona tanto una situación económica desfavorable por parte de industriales y comerciantes, junto a una menor confianza empresarial.

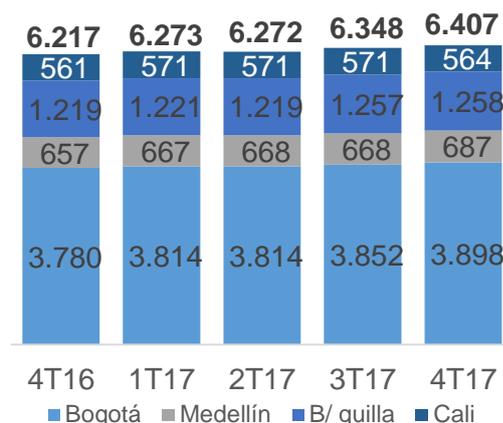
Zonas Francas ganan protagonismo: En Bogotá, la terminación de nuevos proyectos ha generado el aumento en los precios (7,2% A/A), principalmente en los inmuebles localizados dentro de Zonas Francas. En la capital, la oferta disponible esta mayoritariamente concentrada en activos tipo A (vocación flexible, ubicados cerca de vías de acceso principales) y B (tiempo de construcción superior a 15 años, ubicada sobre vías de acceso secundarias, otros). Por su parte, en las demás ciudades bajo análisis (Medellín (+5% A/A, B/ quilla (-2,6% A/A) y Cali (-2,1% A/A)), el movimiento en precios se relaciona tanto con una nueva oferta como con desocupación de algunas bodegas por migración de arrendatarios.

27. Vacancia



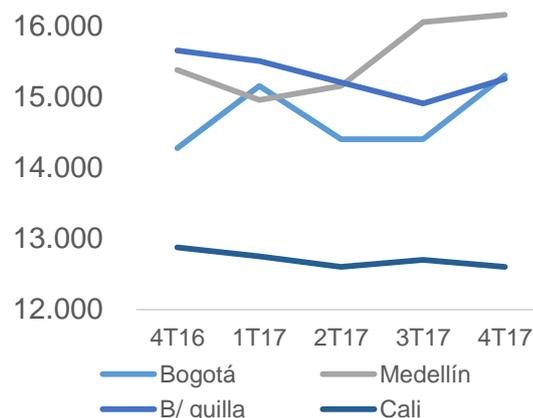
28. Inventario

MM m²



29. Canon Arrendamiento

COP m²



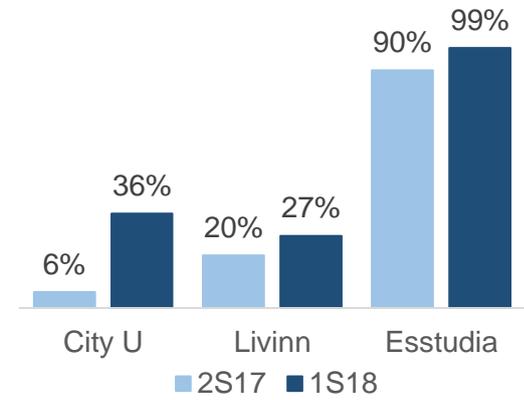
Periodo de Transición: Históricamente el mercado de residencias universitarias en Colombia se ha dado mediante un esquema informal, con alojamientos en aparta-estudios, casas de familia, entre otros. Recientemente se han presentado iniciativas privadas enfocadas en este segmento de mercado, a través del desarrollo de proyectos inmobiliarios que buscan satisfacer tanto las necesidades de los estudiantes como de las Universidades. Lo anterior se debe a que mediante la organización de los estudiantes en residencias, las universidades se ven beneficiadas con mejores calificaciones en rankings internacionales, reducción en los niveles de deserción estudiantil, entre otros.

Proyectos enfocados en Bogotá: Los principales proyectos de Residencias Universitarias (City U, Esstudia, Livinn) se localizan en la zona centro de la ciudad de Bogotá, zona de influencia que tienen las diferentes universidades ubicadas allí, cuya población objetivo se enfoca en las Universidades de los Andes, Rosario, Externado y Tadeo, las cuales concentran aproximadamente 41.591 estudiantes y cuyo mercado objetivo puede ser cercano al 30% (12,477 estudiantes).

Ocupación que despegó gradualmente: Aunque aún continúa baja, en el último año la ocupación de las residencias bajo análisis ha venido incrementándose. Cabe recordar que, la capacidad de camas de los proyectos en mención corresponden a: 1,713 camas para City U, 400 camas para Livinn y 152 camas en Esstudia, sumando un total de 2,265 camas, cifra inferior al mercado potencial en mención. Por su parte, la ocupación medida por camas muestran casi un lleno total en Esstudia (el más antiguo de los tres proyectos, con más de 3 años en el mercado), mientras que Esstudia y CityU, presentan incrementos graduales, siendo este un factor favorable, pese a que entraron en operación en el 1S17.

CityU en evolución: Como parte de la incursión de nuevos activos al portafolio, en la modalidad de activos especializados el PEI incluyó en el 2017 a CityU, en el cual tiene una participación del 50% y corresponde a un activo bajo proceso de estabilización. Este inmueble está ubicado en el clúster universitario del centro de Bogotá, cuenta con 28,826 m² de área arrendable y tres torres de residencias universitarias. Por su parte, la dinámica ocupacional se muestra favorable, con un aumento del 30% en las camas ocupadas hasta las 617, valor superior al total de camas ofrecidas por los otros proyectos mencionados anteriormente, reflejando una dinámica significativa por parte de este.

27. Ocupación en Residencias Universitarias



Flujo de Caja Distribuible con crecimiento sostenido

Posible ritmo más moderado en próximos años



Ingresos siguen senda de crecimiento: La incorporación progresiva de inmuebles al portafolio del Fondo, sumado a su diversificación geográfica y altas tasas de renovación de contratos se han reflejado en un aumento constante en los ingresos operacionales del PEI, alcanzando cada año nuevos máximos desde el 2007. En el 2017, al realizar el desglose por tipo de inmueble, los activos Corporativos aportaron el 45% de los ingresos del PEI, seguidos de los Comerciales con el 31%. Por su parte, el tercer lugar en aportes a los ingresos estuvieron representados por los activos Logísticos, finalizando la lista los Especializados con un 3%.

Capex le sigue la corriente a la expansión: Las inversiones realizadas en los últimos años han venido en ascenso, en línea con el aumento presentado en el AUM, de la mano de la diversificación geográfica y por tipo de activos que muestra el portafolio, sumado a las remodelaciones y adecuaciones que se hacen de forma regular a los 135 inmuebles que actualmente conforman el portafolio, con lo cual esperamos que el Capex del 2018 muestre un aumento frente a los COP 23,8 mil MM del último año, aunque como se ha visto en periodos anteriores, se ubicaría por debajo del presupuestado (cerca de COP 18 mil MM). En el 2017, cerca del 78% del Capex se destino a la categoría Comercial (Plaza Central, Jardín Plaza y Atlantis).

Prevalece el entorno retador: Es de resaltar que en medio de un ciclo económico poco favorable, el PEI ha presentado una buena dinámica. Pese a lo anterior, es posible que un mercado más ajustado y competitivo repercuta en el flujo de caja, lo cual puede tener efectos en la retención de contratos, lo que sumado a una menor inflación, la cual podría presionar a la baja los ingresos, dada la indexación de los arrendamientos. Por otro lado, es importante mencionar que menores tasas de interés y la diversificación en las fuentes de endeudamiento con la emisión de bonos, tendrían un efecto positivo sobre los costos de fondeo, reflejándose en los flujos generados.

Dividend Yield se reduce en 2017: Sobresale el incremento registrado en el Flujo de Caja Distribuible (FCD) pese a un aumento significativo del Capex en el 2017. Cabe mencionar que el menor Dividend Yield en el 2017 (4,7% vs 6,0% del 2016) estuvo explicado por la débil dinámica de la economía colombiana, mayores gastos financieros relacionados con el incremento en el endeudamiento por la adquisición de nuevos activos y la curva de ocupación de los activos en estabilización.

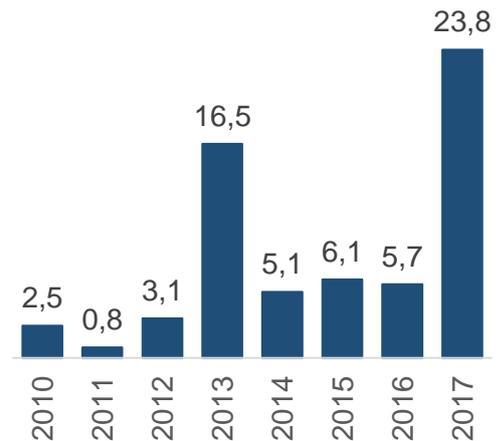
30. Ingresos Operacionales

Miles de MM COP

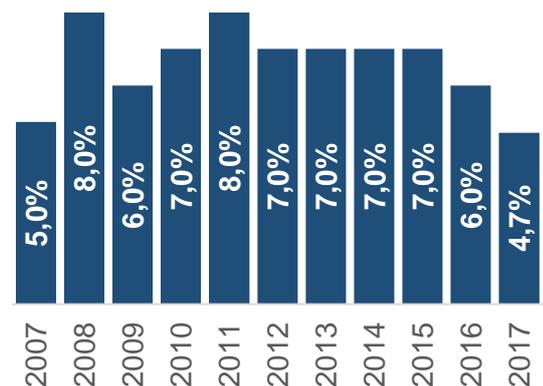


31. Capex Ejecutado

Miles MM COP



32. Dividend Yield



NOI y EBITDA no pierden el paso

Crecimiento podría moderarse en el mediano plazo



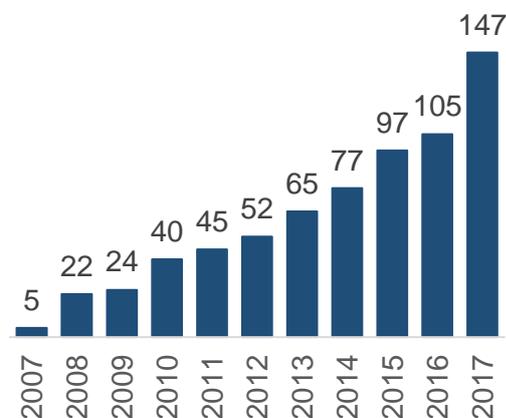
NOI se mantiene en firme: Al realizar un análisis financiero del PEI, es importante aclarar que sus cierres financieros son semestrales y que el análisis es realizado de forma anual. Respecto al NOI, tras el buen comportamiento de los ingresos, la entrada de nuevos inmuebles al portafolio generó un mayor gasto operacional consistente con un aumento en los gastos en reparaciones, mantenimientos y seguros, sumado a cuotas de administración, honorarios y prediales, entre otros. Cabe mencionar que, al cierre del 2017 el gasto en impuesto predial representó cerca del 6% de los ingresos del PEI, siendo una de las cifras más representativas. En medio de lo anterior, la Utilidad Operacional Neta (NOI) finalizó en nuevos máximos, con COP 273 mil MM, cuyos mayores aportes estuvieron liderados por los activos corporativos y comerciales, con participaciones del 51% y 24% respectivamente.

EBITDA sigue en alza: La mejor dinámica operacional permitió que el EBITDA presentara un comportamiento positivo, pese a que los gastos administrativos crecieron en línea con un mayor pago de honorarios, sumado a gastos de publicidad y mercadeo, además de comisiones del agente de manejo y del administrador inmobiliario. De esta manera, se destaca un margen EBITDA alto para este negocio cercano al 70%.

Duración y Vencimiento de Contratos: La duración promedio de los contratos en el 2017 se ubicó en 8 años, mostrando estabilidad frente a los 8,1 años del 2016, en medio de la entrada de activos comerciales, cuya estrategia comercial genera que tenga vencimientos más cortos. Por su parte, los vencimientos de los contratos se concentran en un periodo superior al año 2023, lo cual permite tener estabilidad tanto en los contratos establecidos por el PEI, como en los ingresos provenientes de los pagos de arrendamientos, reflejados en el Flujo de Caja.

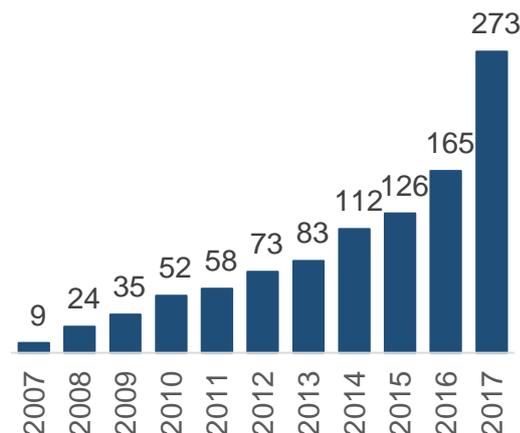
33. Flujo de Caja Distribuible

Miles MM COP



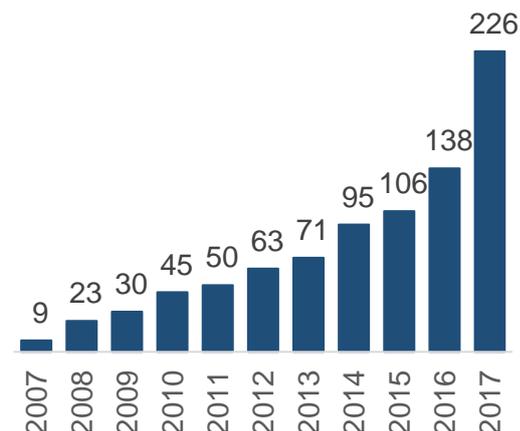
34. NOI

Miles de MM COP



35. EBITDA

Miles de MM COP



Apalancamiento en la mira: En medio de las nuevas adquisiciones realizadas durante el año, el nivel de endeudamiento medido como Deuda Neta / EBITDA, según nuestros cálculos, se ubicó en 4,4x en el 2017, mostrando reducciones frente a lo registrado un año atrás, el cual puede variar en la medida en que se desarrolle el plan de expansión para los próximos años y se presenten variaciones en la generación de EBITDA de los activos que entren al portafolio, sumado a la emisión de nuevos tramos. Considerando la recurrencia con la que el PEI ha emitido tramos, es probable que se realicen nuevas emisiones, lo cual ayudaría a reducir los niveles de apalancamiento.

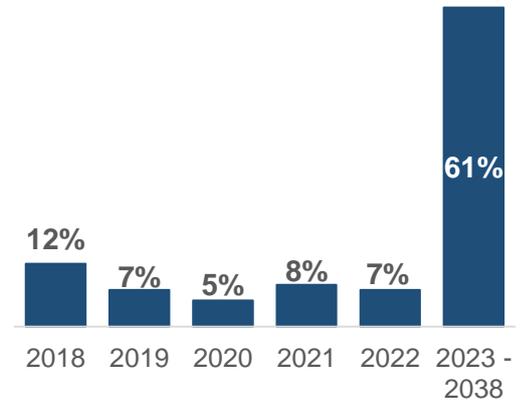
Sin embargo, se debe tener en cuenta que aunque el PEI cuenta con otras fuentes de recursos relacionados con créditos bancarios y venta de activos, la emisión de títulos ayudaría a su vez a tener un mayor respaldo para el pago de la totalidad de los bonos por emitir. En medio de la posibilidad de la titularización de una mayor parte del Patrimonio Autónomo, es importante tener presente que es probable que la emisión de nuevos tramos esté sujeta a las condiciones adecuadas de mercado, además de una coyuntura económica propicia para la colocación de los mismos.

Diversifica y reinará: Acorde a lo mencionado anteriormente y buscando generar una mejora en el perfil de su deuda y una mayor diversificación en las fuentes de financiación, el PEI realizaría la emisión de bonos ordinarios hasta por COP 500 mil MM, calificados en categoría AA+ por la agencia calificadora BRC. De esta manera, todas las series tendrán plazos de redención desde 1 hasta 30 años, los cuales cuentan desde la fecha de emisión y los intereses tendrán una periodicidad, a opción del suscriptor, entre mes vencido, trimestre vencido, semestre vencido y año vencido. Cabe mencionar que **los pagos por concepto de capital e intereses se atenderán con los flujos de efectivo que genera el PEI.**

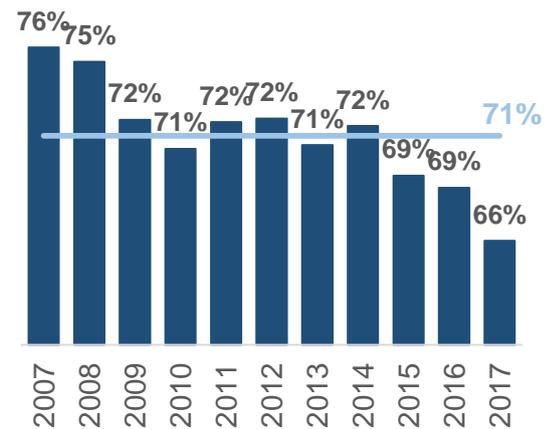
Márgenes con relativa estabilidad: El margen EBITDA muestra estabilidad en los últimos años pese a una leve reducción en el 2017, fundamentada en la entrada al portafolio de activos no estabilizados, los cuales generan un mayor gasto, ubicando al margen por debajo de su media histórica (71%). Por su parte, el margen operacional, basado en el NOI, presenta una buena dinámica en los últimos años, aunque para el cierre del 2017 se situó por debajo de su media histórica (82%) llegando al 79%.

36. Vencimiento de Contratos

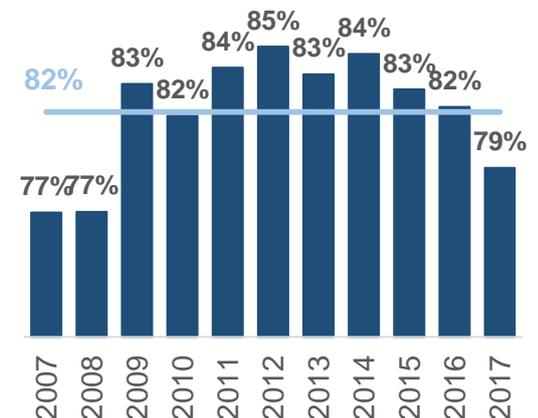
Miles MM COP



37. Margen EBITDA



38. Margen Operacional



Liquidez sin compromiso: Al analizar el riesgo de liquidez, se deben tener en cuenta ciertos mecanismos que posee el PEI para reducir su exposición, dentro de los cuales no sólo tiene su generación operativa, sino que cuenta con:

- Mecanismos de garantía, brindándole algo de flexibilidad para aplazar las inversiones en la medida en que el negocio no cumpla las condiciones especificadas.
- El PEI mantiene buenas relaciones con el sistema financiero, contando con cupos aprobados por COP 1.6 BN, que podría ser utilizados si llega a ser necesario.
- Los rendimientos que paga a los inversionistas están sujetos a que el vehículo cumpla sus demás obligaciones.
- La buena dinámica observada en los procesos de colocación de los títulos nos permite prever que el PEI estaría en capacidad de emitir nuevos tramos sin ningún inconveniente.

Por último, cabe mencionar que respecto a la administración del portafolio: Los movimientos de cartera se relacionan principalmente con el atraso en cánones de arrendamiento.

39. Principales Indicadores financieros

Indicadores	2015	2016	2,017
Endeudamiento			
Pasivo / Activo	23%	40%	24%
Pasivo / Patrimonio	29%	67%	31%
Obligaciones / Ventas	2.5x	4.3x	2.9x
Deuda Neta / EBITDA	3.6x	6.2x	4.4x
Cobertura de la Deuda			
EBITDA / Gasto Financiero	5.7x	2.9x	2.2x
Utilidad Operacional / Gasto Financiero	6.8x	3.5x	2.6x
Márgenes			
EBITDA	69%	69%	66%
Operacional	83%	82%	79%
Neto	107%	141%	80%
Rentabilidad			
ROA*	8.5%	8.2%	6.2%
ROE	10.5%	13.2%	7.8%
U Neta / Ventas	0.6	0.5	0.4
Ventas / Activos	0.1	0.2	0.1
Activos / Patrimonio	1.3	1.7	1.3

39. Principales Indicadores financieros (continuación)

COP Miles de MM	2015	2016	2017	Var % 2015 - 2016	Var % 2016 - 2017
Ingresos Operacionales	152,591	200,941	343,620	32%	71%
NOI	126,318	164,810	272,720	30%	65%
EBITDA	105,600	137,755	225,634	30%	64%
Utilidad Neta	163,133	283,045	275,090	74%	-3%

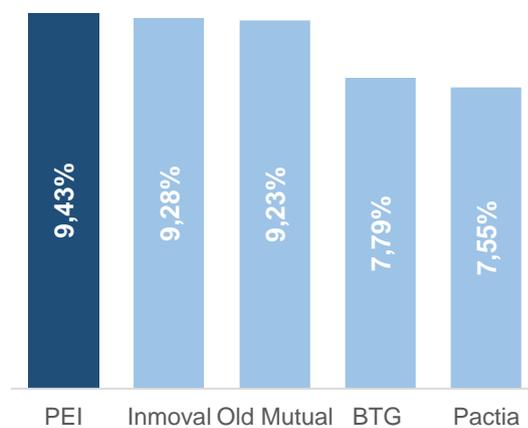
PEI, líder en diversos frentes: De cerca de 26 vehículos inmobiliarios en el mercado, tomando como referencia algunos de los principales fondos con operación en Colombia, los cuales pese a que algunos no participan en todos los segmentos inmobiliarios, si influyen y compiten por los clientes potenciales del PEI. Al respecto, el Fondo es **líder en varios frentes, donde cuenta con un market share cercano al 36%** y sobresale que: **1)** La rentabilidad en los últimos 12 meses es mayor a la de sus pares y lidera el ranking con un 9,4% E.A, lo cual está relacionado con menores niveles de vacancia económica, dada la calidad de sus activos, arrendatarios y el seguimiento a su cartera. **2)** Los activos bajo administración (AUM) superan los COP 4.4 BN, concentrando el mayor portafolio de activos inmobiliarios entre los Fondos Inmobiliarios analizados. **3)** La expansión en el AUM se reflejan en su área arrendable (GLA), la cual supera los 845 mil m2.

Vacancia Económica se ve bien: En cuanto a la vacancia económica, respecto a algunos de sus competidores locales, el PEI sobresale por sus bajos niveles de vacancia, en medio de la diversificación de su portafolio, su plan de renovación de contratos, entre otros. Sin embargo, consideramos que los niveles de vacancia se verían presionados por el entorno económico retador y un mercado cada vez más competitivo.

Mayor competitividad se refleja en el Plan Corporativo: La mayor competitividad en el mercado inmobiliario, principalmente en los fondos con inversiones a largo plazo en estos activos, está fundamentando en una oferta limitada de inmuebles que cumplen los requisitos para ser adquiridos, sumado a un mayor apetito por inversiones a largo plazo, lo cual busca ser mitigado por el PEI al orientar parte de su Plan Operativo en el esquema de BTS, buscando mayor rentabilidad, junto a las obras de remodelación y expansión en los inmuebles.

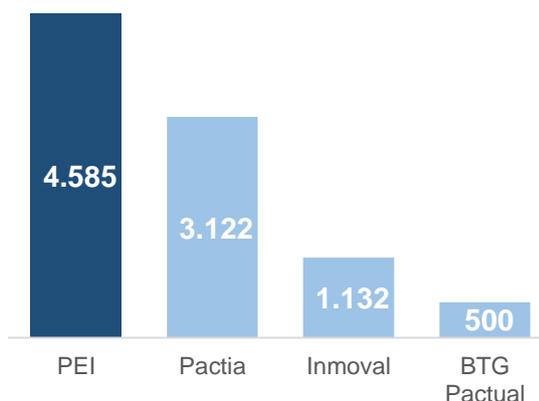
40. Rentabilidad 12 meses

Diciembre 2017



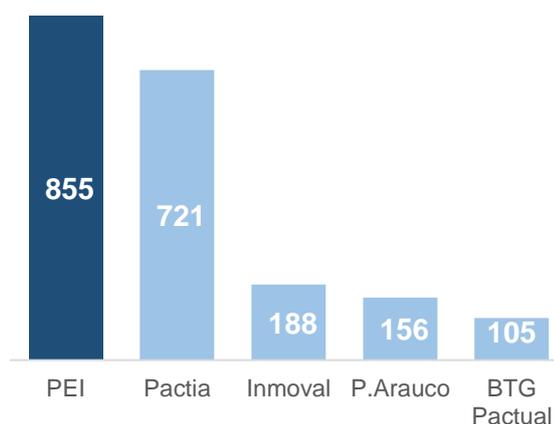
41. AUM

COP Miles de MM. Diciembre 2017



42. (GLA Gross Leasable Area)

Miles de m². Diciembre 2017



¿Qué esperamos?

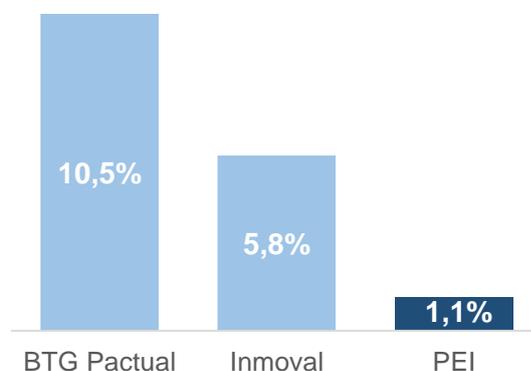
Debilidad económica contagia al Sector Inmobiliario: En línea con un débil crecimiento económico, estimamos que en el 2018 el sector inmobiliario refleje esta dinámica, en medio de **niveles de vacancia física relativamente altos** (por encima del 10%), provenientes principalmente del sector comercial y un exceso de oferta de centros comerciales. Lo anterior, sumado a una reducción en el precio de los inmuebles, una **mayor exigencia en las especificaciones** por parte de los arrendatarios, dado el incremento en la tendencia de proyectos BTS y un mercado donde la competencia se ha incrementado notablemente entre los Vehículos Inmobiliarios, con un total cercano a los 25 participantes. Respecto a los niveles de oferta del mercado, su absorción sería lenta, donde según el PEI la capacidad anual de absorción de Oficinas en Bogotá es cerca a los 150 – 180 mil m2 y de 60 – 80 mil m2 en Bodegas (No BTS).

Es importante mencionar que los riesgos asociados a los BTS pueden ser mitigados con la selección adecuada de las firmas constructoras, pólizas de seguros de cumplimiento y devolución de anticipos, entre otros. Lo anterior, sumado a la compra de los activos a un precio fijo. Adicionalmente, los contratos de oficinas y bodegas en esta modalidad son a 10 – 25 años, brindándoles estabilidad. Por su parte, respecto a la dinámica de los precios de los inmuebles en Colombia, acorde al Fondo, **el ajuste a la baja en los precios ya se hizo**, con lo cual consideramos que podrían registrarse incrementos paulatinos hacia finales del 2018.

Consolidación gradual del PEI: Consideramos que la inversión inmobiliaria, materializada en este caso a través del PEI, continuará consolidándose como una alternativa de inversión en el mercado de capitales colombiano. Acorde a la información disponible, el precio promedio de los TEIS en el mercado secundario se ha ubicado por encima del 100% en los últimos años. Cabe recordar **que a partir del 2S18 se prevé que el PEI entre a negociar en la Rueda de Renta Variable**. Adicionalmente, es uno de los principales Fondos Inmobiliarios en el país y de mayor antigüedad. Consideramos que el Fondo mantendrá su dinámica de materializar adquisiciones y poner en operación inmuebles que se encuentren en su pipeline. De igual manera, estimamos que mantenga su participación activa

43. Vacancia Económica

Diciembre 2017



44. Precio TEIs en Mercado Secundario



Mirando hacia adelante

Expectativas en un entorno retador



relacionada con generar valor agregado a su portafolio inmobiliario, no solo a través de la **inclusión de nuevos inmuebles**, sino mediante la **estabilización en los niveles de ocupación de sus activos** a través de una adecuada gestión de retención de arrendatarios y la renovación de contratos por vencer. De igual manera, el PEI procura dentro de sus clasificación de activos (de A+ a C), para aquellos con mayor antigüedad, es decir con clasificación C, realizar remodelaciones y actualizaciones o en caso tal, posibles desinversiones buscando mantener un portafolio de Nueva Era. Cabe recordar que si el Fondo realiza la venta de un activo, tiene un lapso de 12 meses para comprar otro inmueble con estos recursos o debe entregarlos a los inversionistas.

Diversificación en sus fuentes de financiamiento:

Esperamos que la emisión de deuda corporativa por un valor entre COP 300.000 – COP 500.000 MM a plazos entre 7,10 y 15 años, indexada al IPC, cuyo fin estaría destinado al pago de anticipos por la compra de activos e inversiones y remodelaciones de inmuebles, permita la diversificación en las fuentes de financiamiento que se vería reflejado en menores costos de la deuda y un aumento en su utilidad neta. Lo anterior, sumado al hecho de generar una cobertura natural con sus ingresos operacionales, en los cuales los arrendamientos son ajustados vía IPC. Con lo anterior, se daría mayor flexibilidad al modo de financiamiento del Fondo, pues este se sumaría a los créditos de corto plazo, con los cuales se apalanca la adquisición de los inmuebles y posteriormente a través de la emisión de los tramos del PEI se realiza el pago correspondiente.

Flujo de Caja aporta a la estabilidad: Dentro de los principales factores que determinan la estabilidad financiera y operativa del vehículo son los flujos de arrendamientos y la valorización de las propiedades. De igual manera, su flujo de caja estable, dada la naturaleza del negocio, con un vencimiento futuro promedio de contratos de 8 años y pagos de arrendamiento atados al IPC, le permite mantener una política de dividendos relativamente estable, dado que estos se pagan sobre el Flujo de Caja y no sobre la utilidad generada. Por otro lado, es importante tener en cuenta que la actual política de endeudamiento del Fondo no permite que los niveles de endeudamiento superen el 65% de su Patrimonio ni el 40% de sus Activos, lo cual consideramos una política relativamente conservadora. Sin embargo, reiteramos que la rentabilidad por

Mirando hacia adelante

Expectativas en un entorno retador



flujo puede comprimirse gradualmente tras la entrada de nuevos jugadores y en periodos menores por el componente inflacionario y la naturaleza cíclica que tiene el valor del título. Adicional, un posible aumento gradual en activos BTS y S&LB en el portafolio le permitiría al PEI aumentar sus activos en categorías generadoras de renta desde el primer día.

Elementos para estar atentos: El PEI se ha caracterizado por generar un nivel de rendimientos distribuibles relativamente estables, lo cual ha sido un elemento clave junto con la adecuada gestión del capital de los inversionistas. Sin embargo, es importante estar atentos a la actual coyuntura del sector inmobiliario en Colombia y a la posibilidad de una disminución en los niveles de rentabilidad de los títulos, ya sea mediante una menor valorización de los inmuebles o por una menor dinámica del flujo de caja por arrendamientos, con una menor inflación esperada en el 2018, frente a la generada en el 2017.

De igual manera, en medio de la diversificación del portafolio de activos inmobiliarios a nivel geográfico, por tipo de arrendatario y de inmueble, lo cual ha sido un punto a favor del PEI, se deben monitorear los cambios que se lleguen a presentar en alguno de estos frentes y que puedan repercutir en la diversificación. Se debe estar atento tanto a los niveles de vacancia física como económica, sumado a la dinámica de la cartera, la concentración de los vencimientos de contratos y la evolución de los mismos, aunque un perfil de vencimiento de contratos a largo plazo y la flexibilización en la negociación según arrendatario han aportado a la estabilidad del portafolio.

Sumado a lo anterior, acorde a lo expresado por la Agencia Calificadora, reducciones graduales en el nivel de Deuda Neta / EBITDA hasta niveles inferiores a 3x sería una buena señal para la salud financiera del PEI. Por el contrario, un valor superior a 4x podría encender las alarmas. De igual manera, un plan de inversión que genere un incremento significativo en el apalancamiento del PEI, junto al deterioro en la diversificación por tipo de activo y arrendatario en su portafolio, además de la desvalorización de activos que componen el PEI (los cuales son garantías de los bonos ordinarios), no serían señales favorables para el Patrimonio Autónomo.

45. Adquisiciones Futuras

Proyecto	% PEI	Área Arrendable total (m ²)	Valor Adquisición (MM COP)	Fecha estimada adquisición
Torre Norte Atrio (Bogotá)	50%	57,422	382,500	2S 2019
CC Nuestro Bogotá	Por definir	56,988	315,000	1S 2021
Centro Médico EPS Sanitas (Cali)	100%	3,547	18,430	2S2018
Centro de Distribución LG Palmira	100%	19,520	37,518	1S18

Contactos

Casa de Bolsa SCB, la comisionista de bolsa de Grupo Aval

Gerencia de Inversiones

Alejandro Pieschacon

Director de Inversiones

alejandropieschacon@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22724

Análisis y Estrategia

Juan David Ballén

Director Análisis y Estrategia

juanballen@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22622

Angela Pinzón

Analista de Renta Fija

angela.pinzon@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22814

Diego Velásquez

Analista de Renta Fija

diego.velasquez@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22710

Omar Suarez

Gerente de Renta Variable

omar.suarez@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22619

Roberto Carlos Paniagua

Analista de Renta Variable

roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Raúl Moreno

Analista de Renta Variable

raul.moreno@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

Mesa Distribución

Ricardo Herrera

Vicepresidente Comercial

ricardoherrera@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 2226

Guillermo A. Magdalena Buitrago

Gerente Comercial Cali

gmagdalena@casadebolsa.com.co

Tel: (572) 898 06 00 Ext. 3881

Juan Pablo Vélez

Gerente Comercial Medellín

jvelez@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22861

John Alexander Jiménez

Gerente Comercial Bogotá

jjimenez@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22721

Renta Variable Corficolombiana

Andrés Duarte Pérez

Director de Renta Variable

andres.duarte@corficolombiana.com

Tel: (571) 286 33 00 Ext. 6163

Luis Miguel Alcega Spadei

Analista de Renta Variable

luis.alcega@corficolombiana.com

Tel: (571) 286 33 00 Ext. 6194

Daniel Felipe Duarte Fandiño

Analista de Renta Variable

daniel.duarte@corficolombiana.com

Tel: (571) 286 33 00 Ext. 6193

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional

alejandroforero@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22843

Juan Pablo Serrano

Trader de acciones Institucional

juan.serrano@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22630

Mesa Institucional Renta Fija

Enrique Fernando Cobos

Gerente Mesa Institucional

enriquecobos@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22717

Ivette Cepeda

Gerente Comercial

i.cepeda@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 23624

Adda Padilla

Gerente Comercial

addapadilla@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22607

Advertencia

Información de interés

ADVERTENCIA

El presente informe fue elaborado por el área de Investigaciones Económicas de Corficolombiana S.A. ("Corficolombiana") y el área de Análisis y Estrategia de Casa de Bolsa S.A. Comisionista de Bolsa ("Casa de Bolsa"). Este informe y todo el material que incluye, no fue preparado para una presentación o publicación a terceros, ni para cumplir requerimiento legal alguno, incluyendo las disposiciones del mercado de valores. La información contenida en este informe está dirigida únicamente al destinatario de la misma y es para su uso exclusivo. Si el lector de este mensaje no es el destinatario del mismo, se le notifica que cualquier copia o distribución que se haga de éste se encuentra totalmente prohibida. Si usted ha recibido esta comunicación por error, por favor notifique inmediatamente al remitente. La información contenida en el presente documento es informativa e ilustrativa. Corficolombiana y Casa de Bolsa no son proveedores oficiales de precios y no extienden ninguna garantía explícita o implícita con respecto a la exactitud, calidad, confiabilidad, veracidad, integridad de la información presentada, de modo que Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna por los eventuales errores contenidos en ella. Las estimaciones y cálculos son meramente indicativos y están basados en asunciones, o en condiciones del mercado, que pueden variar sin aviso previo.

LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO FUE PREPARADA SIN CONSIDERAR LOS OBJETIVOS DE LOS INVERSIONISTAS, SU SITUACIÓN FINANCIERA O NECESIDADES INDIVIDUALES, POR CONSIGUIENTE, NINGUNA PARTE DE LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO PUEDE SER CONSIDERADA COMO UNA ASESORÍA, RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ACERCA DE INVERSIONES, LA COMPRA O VENTA DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS O LA CONFIRMACIÓN PARA CUALQUIER TRANSACCIÓN. LA REFERENCIA A UN DETERMINADO VALOR NO CONSTITUYE CERTIFICACIÓN SOBRE SU BONDAD O SOLVENCIA DEL EMISOR, NI GARANTÍA DE SU RENTABILIDAD. POR LO ANTERIOR, LA DECISIÓN DE INVERTIR EN LOS ACTIVOS O ESTRATEGIAS AQUÍ SEÑALADOS CONSTITUIRÁ UNA DECISIÓN INDEPENDIENTE DE LOS POTENCIALES INVERSIONISTAS, BASADA EN SUS PROPIOS ANÁLISIS, INVESTIGACIONES, EXÁMENES, INSPECCIONES, ESTUDIOS Y EVALUACIONES.

El presente informe no representa una oferta ni solicitud de compra o venta de ningún valor y/o instrumento financiero y tampoco es un compromiso por parte de Corficolombiana y/o Casa de Bolsa de entrar en cualquier tipo de transacción. Corficolombiana y Casa de Bolsa no asumen responsabilidad alguna frente a terceros por los perjuicios originados en la difusión o el uso de la información contenida en el presente documento.

Certificación del analista

EL(LOS) ANALISTA(S) QUE PARTICIPÓ(ARON) EN LA ELABORACIÓN DE ESTE INFORME CERTIFICA(N) QUE LAS OPINIONES EXPRESADAS REFLEJAN SU OPINIÓN PERSONAL Y SE HACEN CON BASE EN UN ANÁLISIS TÉCNICO Y FUNDAMENTAL DE LA INFORMACIÓN RECOPIADA, Y SE ENCUENTRA(N) LIBRE DE INFLUENCIAS EXTERNAS. EL(LOS) ANALISTA(S) TAMBIÉN CERTIFICA(N) QUE NINGUNA PARTE DE SU COMPENSACIÓN ES, HA SIDO O SERÁ DIRECTA O INDIRECTAMENTE RELACIONADA CON UNA RECOMENDACIÓN U OPINIÓN ESPECÍFICA PRESENTADA EN ESTE INFORME.

Información de interés

Algún o algunos miembros del equipo que participó en la realización de este informe posee(n) inversiones en alguno de los emisores sobre los que está efectuando el análisis presentado en este informe, en consecuencia, el posible conflicto de interés que podría presentarse se administrará conforme las disposiciones contenidas en el Código de Ética aplicable.

CORFICOLOMBIANA Y CASA DE BOLSA O ALGUNA DE SUS FILIALES HA TENIDO, TIENE O POSIBLEMENTE TENDRÁ INVERSIONES EN ACTIVOS EMITIDOS POR ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O SUS FILIALES, DE IGUAL FORMA, ES POSIBLE QUE SUS FUNCIONARIOS HAYAN PARTICIPADO, PARTICIPEN O PARTICIPARÁN EN LA JUNTA DIRECTIVA DE TALES EMISORES.

Las acciones de Corficolombiana se encuentran inscritas en el RNVE y cotizan en la Bolsa de Valores de Colombia, por lo tanto algunos de los emisores a los que se hace referencia en este informe han, son o podrían ser accionistas de Corficolombiana. Corficolombiana hace parte del programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, razón por la cual mantiene inversiones en títulos de deuda pública, de igual forma, Casa de Bolsa mantiene este tipo de inversiones dentro de su portafolio.

ALGUNO DE LOS EMISORES MENCIONADOS EN ESTE INFORME, SU MATRIZ O ALGUNA DE SUS FILIALES HAN SIDO, SON O POSIBLEMENTE SERÁN CLIENTES DE CORFICOLOMBIANA, CASA DE BOLSA, O ALGUNA DE SUS FILIALES.

Corficolombiana y Casa de Bolsa son empresas controladas directa o indirectamente por Grupo Aval Acciones y Valores S.A.