

El Patrimonio Autónomo de Estrategias Inmobiliarias (PEI) constituye el primer vehículo de inversión inmobiliario en el mercado de capitales colombiano, el cual permite a los inversionistas participar en un portafolio diversificado de bienes inmuebles generadores de renta. De esta manera, representa una inversión alternativa a opciones actuales con unos indicadores de rentabilidad y volatilidad atractivos, producto de la valorización de inmuebles y un flujo de caja estable generado por arriendos. El portafolio del PEI alcanzó COP 5,4 BN en 2018, impulsado principalmente por la emisión de 10 tramos colocados de títulos participativos por un valor acumulado de COP 2,9 BN hasta diciembre, y 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 de un 2018 retador: La desaceleración de la economía colombiana, la incertidumbre política respecto al proceso electoral durante el primer el 1S18 y menores ingresos fiscales como consecuencia de la fuerte caída en el precio del petróleo mayormente en últimos meses del año impactaron negativamente la dinámica del sector inmobiliario del país. Por consiguiente, el sector de construcción continuó evidenciando una coyuntura retadora, caracterizada por altos niveles de inventarios, factor que se tradujo en una vacancia mayor al 10% y en una débil dinámica de precios, lo cual presionó los principales indicadores en los diferentes segmentos donde el PEI tiene presencia, afectando tasas de ocupación, cánones de arrendamiento y precios de inmuebles, explicado mayormente 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. Pese a dicho comportamiento, los indicadores del PEI permanecieron 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
Expectativas	23

Juan Felipe D'luyz
Analista Renta Variable

Omar Suarez
Gerente de Estrategia Renta
Variable

25 de abril de 2019

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 (87% en 2018), 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, tasas de interés estables y una mejor dinámica económica del país 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 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 avaluador 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:** A partir del 18 de febrero de 2019 entró en vigor el nuevo Reglamento Único de la Bolsa de Valores de Colombia, el cual insta a los emisores de valores participativos que resulten del proceso de titularización migrar sus títulos al mercado de renta variable en un periodo de un año. En ese sentido resaltamos que dicho cambio podría traducirse en una mayor liquidez de 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		

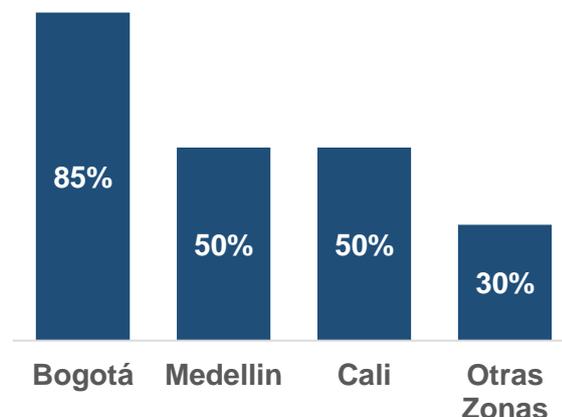
El PEI posee unos criterios de inversión que incluyen: **1)** La diversificación geográfica en ciudades principales e intermedias dentro del territorio nacional; **2)** inversiones para potenciar la valorización del inmueble; **3)** revisión del perfil y capacidad de pago de los arrendatarios del activo; **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.**

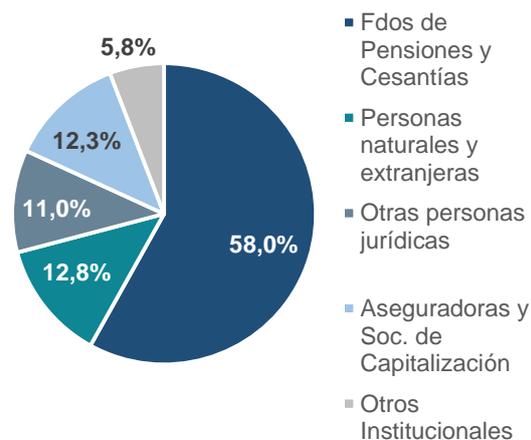
Ubicación geográfica: El valor de los **activos** inmobiliarios, como porcentaje del total, no puede superar el 85% en Bogotá ni el 50% para Medellín y Cali, respectivamente. Para otras zonas, esta participación no puede ser mayor al 30%.

2. Límite por Ubicación



3. Composición accionaria

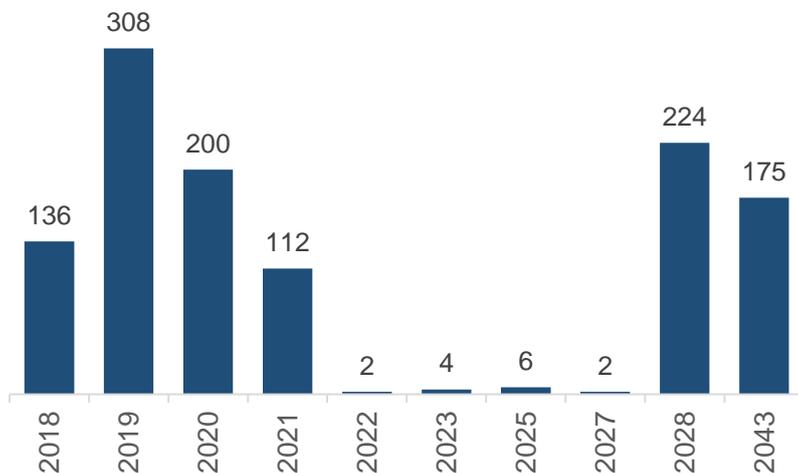
Al cierre 2018



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 y de largo plazo, de forma independiente, no pueden superar el 35% de los activos bajo manejo, al igual que debe respetar el límite del 40% de endeudamiento total medido sobre activos. 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.

En ese sentido, vale la pena mencionar que a corte de 2018, el límite de endeudamiento total del vehículo representaba el 35% de los activos con un límite del 40%.

4. Perfil de vencimientos de deuda PEI (COP kMM)



10 años con una dinámica sólida

Crecimiento de GLA y AUM a buen paso

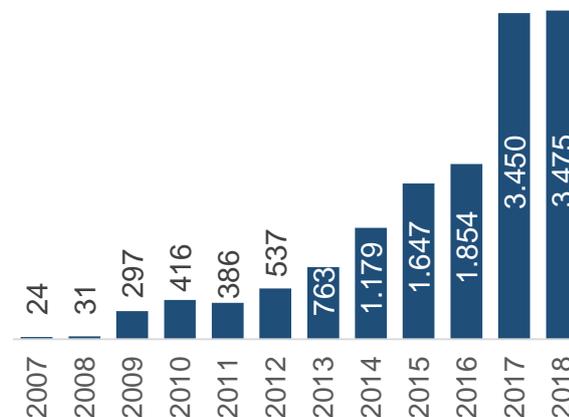


Crecimiento exponencial de inversionistas: Los inversionistas del PEI han presentado un crecimiento constante en los últimos 11 años. Desde su creación en el 2007, momento en el cual solamente habían 24 inversionistas, el número ha crecido a un ritmo favorable hasta los 3.475 a corte de 2018, un 5% mayor al del cierre de 2017, lo cual ha permitido ampliar gradualmente la diversificación entre los diferentes tipos de inversionistas. Acorde al informe anual del 2018, según el monto invertido, los Fondos de Pensiones participan con el 58%, seguido de Personas Naturales y extranjeras con el 12,8%, Otras personas jurídicas con el 11%, junto a Aseguradoras (12,3%) y Otros institucionales con el 5,8%. 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 967 mil m² al cierre del 2018, año que evidenció un crecimiento del 14,4% A/A. Lo anterior en línea con lo mostrado por los Activos bajo Administración (AUM), cuyo monto ha aumentado hasta más de COP 5.4 BN en el 2018, 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.

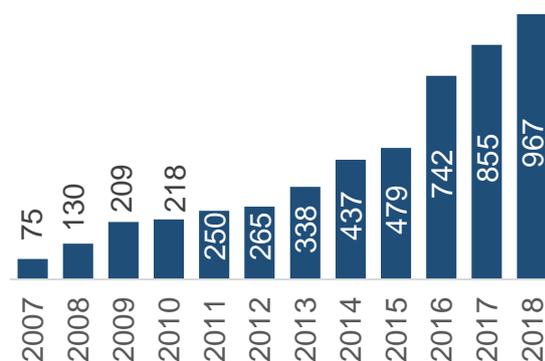
En línea con lo anterior, para el año 2018 el PEI alcanzó un total de 140 activos en su portafolio, con presencia en 30 municipios de Colombia, resultando en una mayor diversificación geográfica. De esta manera, en línea con el comportamiento de adquisiciones de los últimos años, esperamos que el PEI 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.

4. Número de Inversionistas



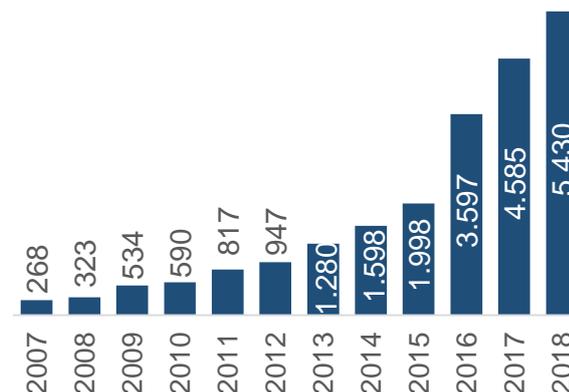
5. GLA

Área Bruta Arrendable. Miles de m²



6. Activos bajo Administración AUM

COP Miles de MM



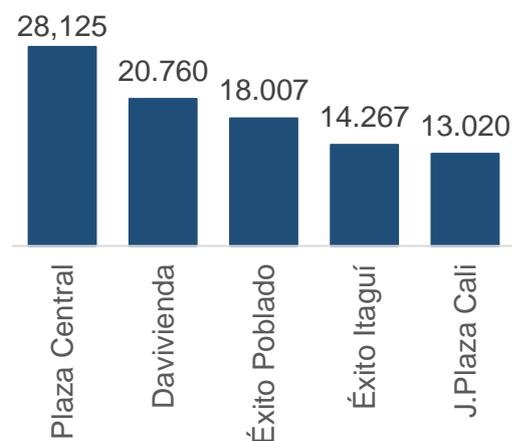
El PEI cumple con lineamientos de Diversificación por tipo de Activo:

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.

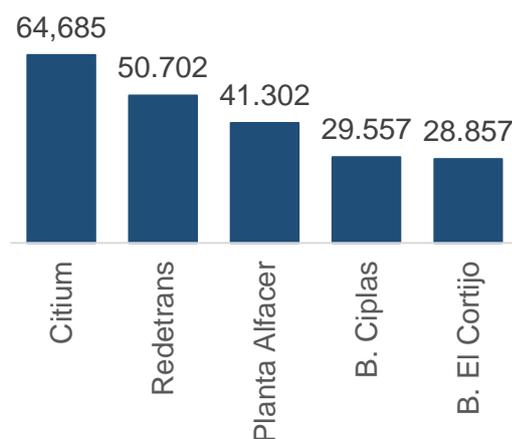
7. Top 5 Activos Comerciales

Cifras en m²



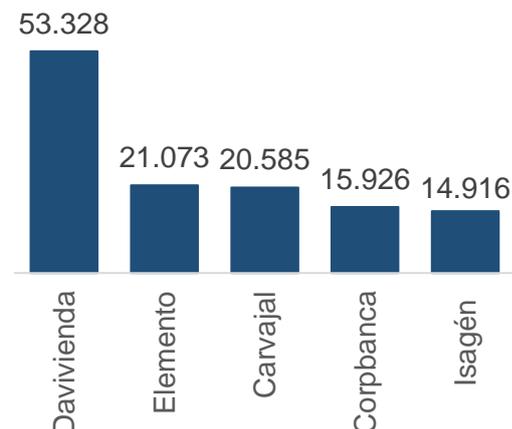
8. Top 5 Activos Logísticos e indus

Cifras en m²



9. Top 5 Activos Corporativos

Cifras en m²



Diversificación como política de inversión

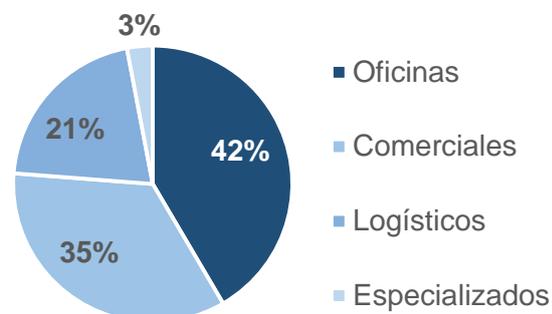
Bogotá sigue como el consentido en ubicación

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 53% los ingresos por ubicación, seguido por Cali con un 13% y Medellín (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.

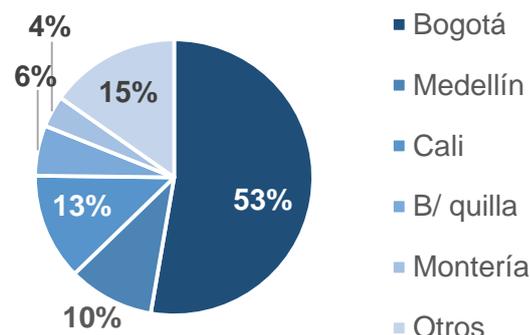
Arrendatarios se suman a la política de diversificación: Respecto a la concentración por arrendatario, **en pro de reducir riesgo de contraparte**, no se presenta una concentración en el último año mayor al 14% de los ingresos del portafolio, cumpliendo con el máximo establecido en el prospecto de emisión del 40%. De esta manera, Grupo Bolívar con aproximadamente un 10% y Grupo Éxito con el 4%, encabezan 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 2018



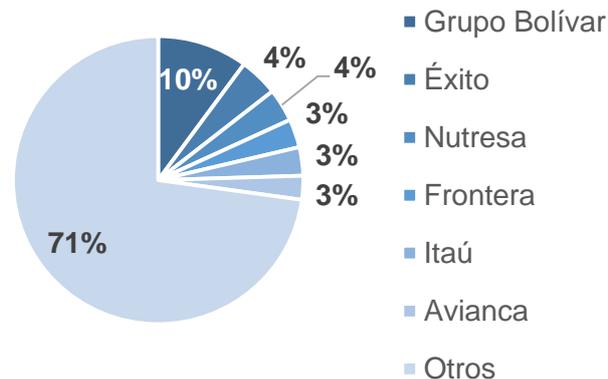
Participación según ingresos, sin contar con inmuebles vacantes.

11. Ubicación geográfica 2018



Participación según ingresos, sin contar con inmuebles vacantes.

12. Principales Arrendatarios 2018



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

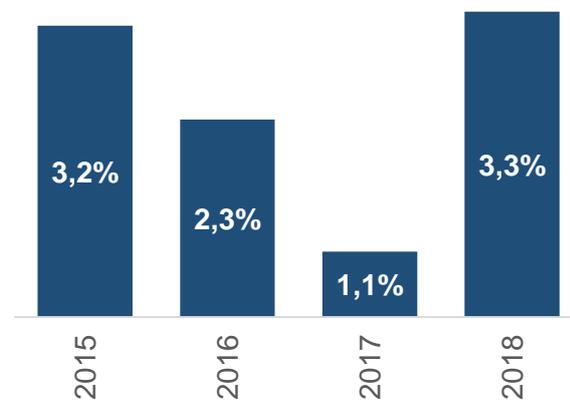
Respecto a la Vacancia Económica, la cual corresponde a la vacancia medida por el nivel de ingresos facturados del total de m2 disponibles, se ubica en promedio cerca del 2,5% en los últimos cuatro años, y continúa por debajo de una cifra histórica (~2,9%), **pese al entorno retador para el sector inmobiliario**. 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. En ese sentido, resaltamos que el incremento en el nivel de vacancia en 2018 (3,3%) se explica principalmente por el periodo de gracia otorgado a Suppla como nuevo arrendatario en El Cortijo 9 y por la restitución de la bodega de Redetrans Medellín en noviembre. Por su parte, la vacancia física (m2 sin ocupación) se ubicó en 4,9% para 2018, (1 p.b.s mayor a 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%.

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

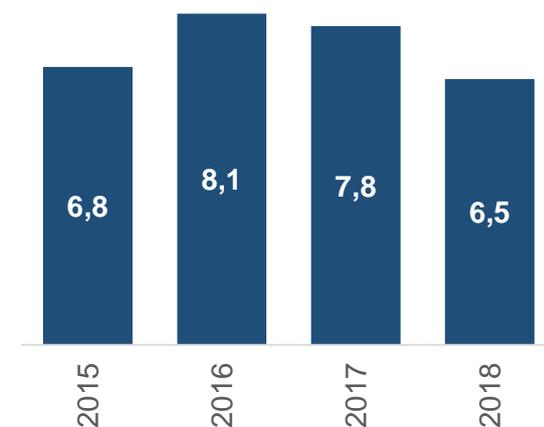
Dentro de los aspectos más importantes que afectan la vacancia está la retención de contratos, cuya métrica desde el 2016, acorde a la metodología establecida, consta de únicamente los contratos con vencimientos durante el año que fueron retenidos y no los contratos que se presupuestó retener. El comportamiento 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 7,3 años en los últimos cuatro años, sumándose a la estabilidad mencionada. Importante decir que, en caso de que un inmueble sea deshabitado, **el tiempo**

13. Vacancia Económica

Activos Estabilizados



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

Pese a menor demanda, valoración continúa estable



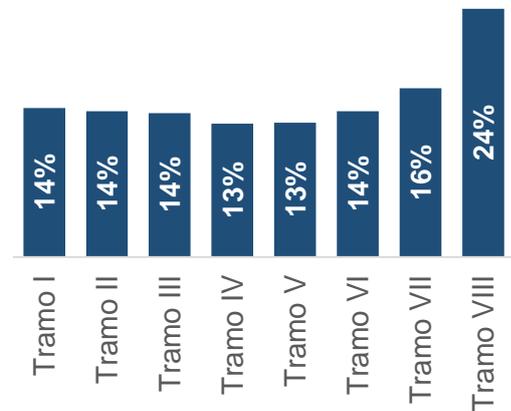
Rentabilidad estable: Analizando la rentabilidad de cada tramo del PEI, su mediana se ubica cerca del 13%, aproximándose a la rentabilidad objetivo del IPC + 9% desde su creación. Cabe mencionar que, el dato del VIII Tramo emitido en septiembre de 2016 resulta elevado debido al corto rango de tiempo transcurrido para el período de análisis: septiembre a diciembre de 2016. En 2018, no se realizó ninguna emisión de títulos participativos.

Respecto a la rentabilidad total de los últimos dos años, 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. Por su parte, en 2018, la rentabilidad del 9,08% E.A tiene un componente de flujo del 4,92% y una valorización del portafolio del 4,02%. 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 desaceleró apetito por TEIS: Durante 2018, se evidenció una menor liquidez de los TEIS, cuyo monto transado disminuyó 33% A/A, dado el contexto político de incertidumbre que atravesó Colombia principalmente en el 1S18, que impactó el comportamiento de los inversionistas de capital, pese a un repunte en el segundo semestre del año. No obstante, recordamos, que uno de los motivos que impactó positivamente el grado de liquidez, es 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. Igualmente, resaltamos que el volumen transado de TEIS en el año continúa por encima de su promedio desde 2011 (COP 442 mil MM), lo cual, pese a la disminución previamente mencionada en 2018, continúa reflejando el apetito por estos títulos.

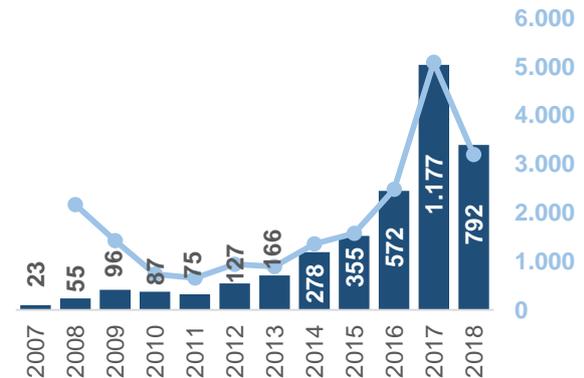
15. Rentabilidad por Tramo

A 2017



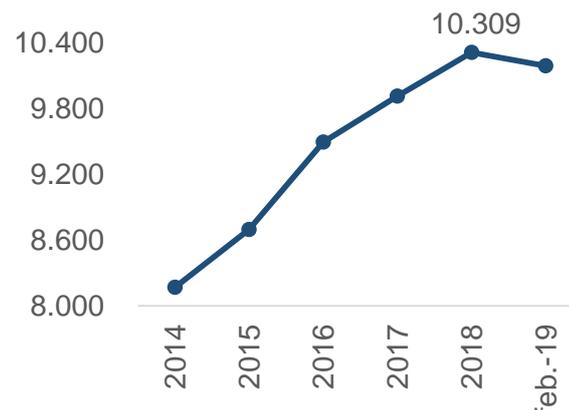
16. Liquidez

■ Monto Transado (COP Miles MM)
● Volumen Promedio por día transado (COP MM)



17. Valor del Título (CdB)

Miles COP



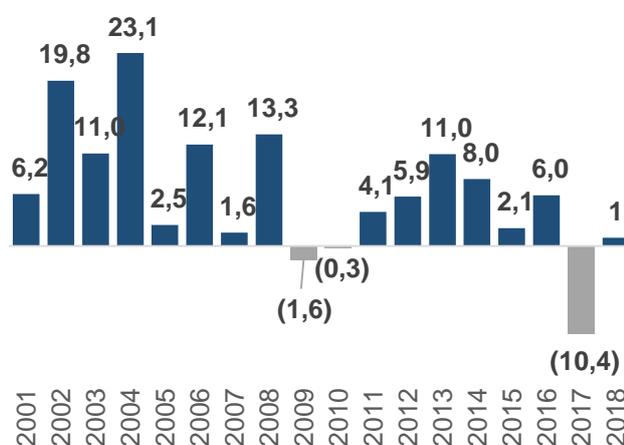
Economía colombiana, mayor exposición del PEI: En medio de una rentabilidad promedio atractiva y de una atractiva cotización de los títulos en el mercado de capitales, existe una exposición importante del vehículo de inversión a factores macroeconómicos. En ese sentido, pese un mayor crecimiento del PIB en 2018 (+2,7%) frente al evidenciado en 2017 (+1,8%) y una recuperación del mismo de Construcción de Edificaciones, el cual pasó de -10,4% en 2017 a +1%, resaltamos que la dinámica rezagada del sector continuó impactando el nivel de vacancia física en el mercado inmobiliario no habitacional, la cual ha pasado de niveles históricos del 5% -10% al 15% - 20% actualmente.

Licencias luchando por 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. No obstante, estas registraron una contracción del 4,6% frente a 2017, presionadas principalmente por la contracción de licencias habitacionales (-5,9% A/A) y no habitacionales de -0,9% A/A. De los destinos relacionados con el PEI, Bodegas, Hoteles y Comercio evidenciaron una disminución de 635,551 m2 mientras entre Industria y Oficina contribuyeron 354,192 m2 en nuevas licencias de construcción. Dentro de los principales departamentos, en el segmento de Bodegas, Antioquia presentó una importante disminución de -16% A/A, mientras que Atlántico repuntó frente a 2017 (+14% A/A). En cuanto a las expansiones, el positivo comportamiento de industria fue impulsado por crecimientos en las licencias de Bogotá (+9% A/A). Resaltamos que tras el débil comportamiento a nivel de licencias en el año, se espera que durante 2019 la Alcaldía de Bogotá apruebe un nuevo POT, lo cual tendría un impacto importante al alza en las licencias aprobadas en las diferentes categorías del país.

Un 2019 de lento andar: La dinámica anterior del PIB de edificaciones, que continuó evidenciando un rezago de dos en 2018 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. No obstante, esperamos que la dinámica del sector mejore en 2019 paulatinamente.

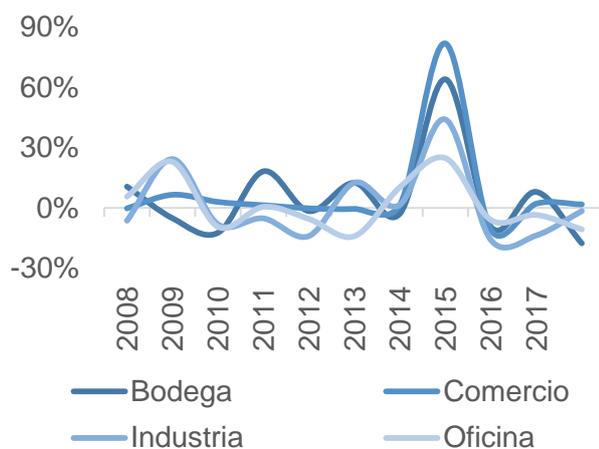
18. PIB Edificaciones

Variación porcentual



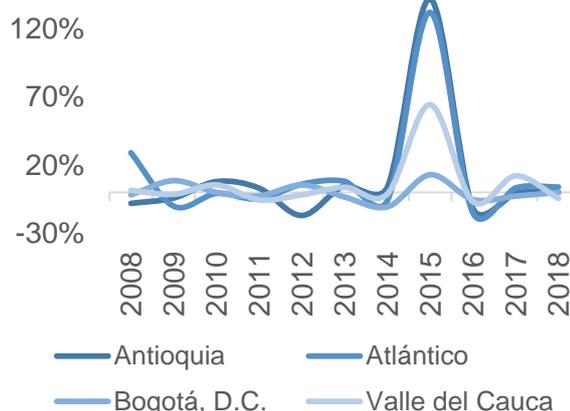
19. Licencias por destino

Incluye los principales segmentos cubiertos por el PEI



20. Licencias por Departamento (CdB)

Incluye los departamentos con mayor presencia del PEI



Inventario de Oficinas en aumento

Vacancia promedio sigue al alza



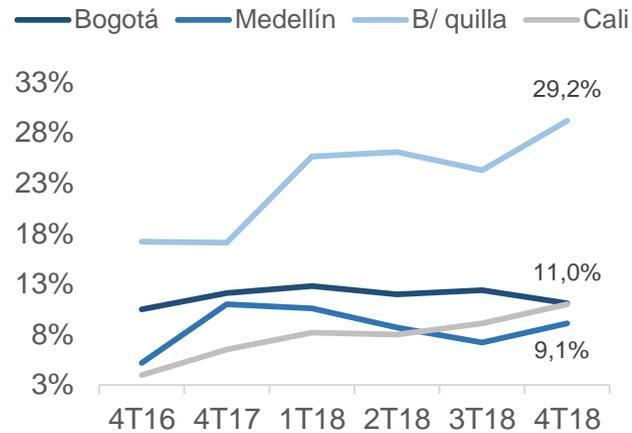
Inventarios se mantienen en ascenso: Al analizar el mercado de oficinas en Colombia, la finalización de construcciones en el 2018 permitió que el inventario, presentara un aumento anual del 7,2%, comportamiento jalonado por la dinámica positiva, a nivel de inventario, de tres de las cuatro ciudades, donde la excepción fue Barranquilla, que mantuvo su nivel en 225 mil m^2 . **Respecto a Bogotá**, resaltamos cerró 2018 con una participación del total a nivel nacional del 72%, luego de que el inventario en la capital incrementara jalonado por el inicio de la operación de 23 edificios, donde resaltan Central Point, Elemento Torre Agua, Plaza Claro y Torre 100.

Medellín seguiría incrementando en 2019: En la capital del departamento de Antioquia, cuyo inventario de oficinas creció 7% por la entrada de 41 mil m^2 representados en 5 proyectos ubicados en los corredores de Las Palmas y El Poblado, para 2019 espera la entrega de 4 proyectos que equivaldrían 46,000 mil m^2 .

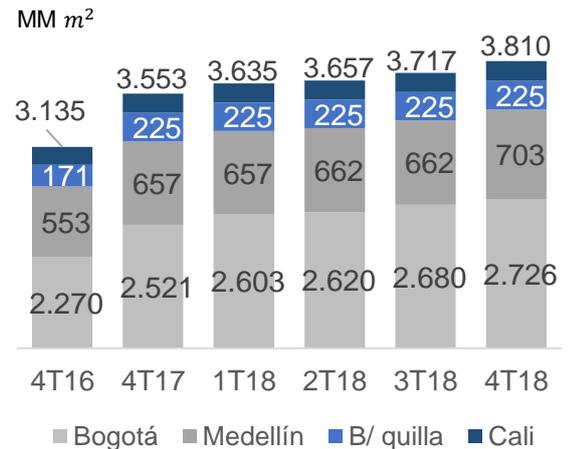
Vacancia continúa reflejando la menor dinámica de la demanda: Con base en lo anterior, un mayor nivel de inventarios, junto con una disminución en la demanda, se tradujo en un nivel de vacancia promedio de las cuatro ciudades de 15,1%, mayor al presentado en el año inmediatamente anterior (11,7%). Este comportamiento fue liderado por **Barranquilla**, ciudad la cual continúa presentando niveles de sobreoferta en el segmento, y que en 2018 se ubico en 29% principalmente por el aumento en el inventario por la nueva oferta de edificios como Torre Centro empresarial y ZF Towers Versalles.

Desempeño negativo de precios: Durante 2018, resaltamos que el incremento en el nivel de oferta de oficinas presionó a la baja los precios de las cuatro principales ciudades, dado que se evidenció una contracción de 4% frente a 2017. En línea en lo explicado en el punto anterior, Barranquilla por sus altos niveles de vacancia presentó la mayor disminución en términos de precios (-8% A/A). Por su parte, en Medellín decrecieron anualmente 5%, debido al movimiento de la demanda a edificios clase A, factor que presionó los precios en espacios disponibles en edificios clase B. Finalmente, en Bogotá y Cali retrocedieron 1%.

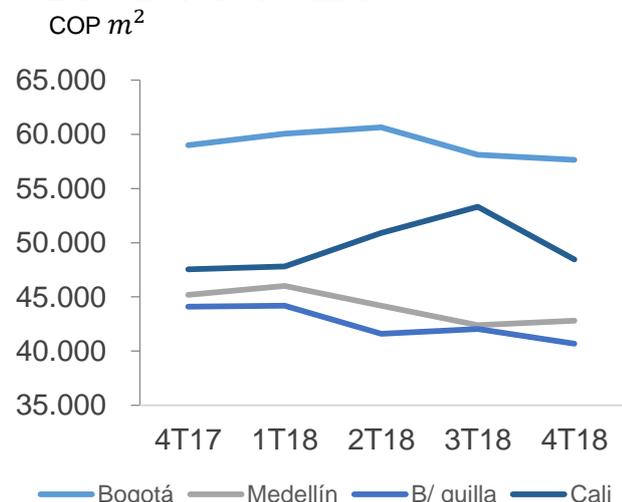
21. Vacancia Oficinas



22. Inventario Oficinas



23. Canon Arrendamiento



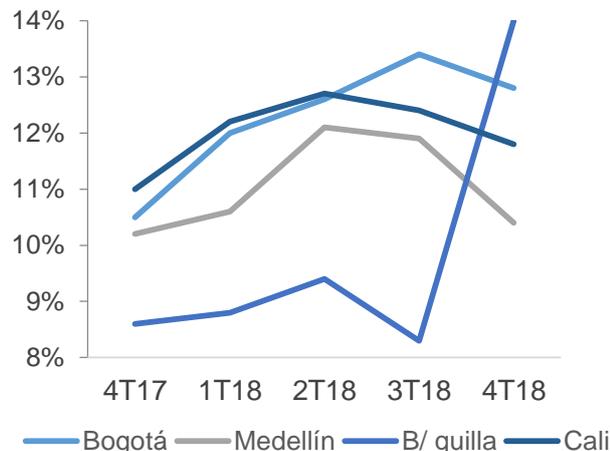
VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Bogotá y Medellín impulsan el Inventario: Al cierre de 2018, el área arrendable en los Centros Comerciales de las principales 4 ciudades del país creció anualmente 7,4%. Lo anterior, se explica principalmente por el ingreso de cuatro nuevos centros comerciales dentro de los que se destacan Viva Envigado en Medellín (105 mil m²), centro comercial más grande el país, junto con los centros comerciales La Central, Plaza Arrayanes y De Moda Outlet. Por su parte, en la capital del país se inauguraron Gran Plaza Ensueño y Plaza Claro (75 mil m²). Adicionalmente, ingresó al mercado en la ciudad de Barranquilla el centro comercial Carnaval.

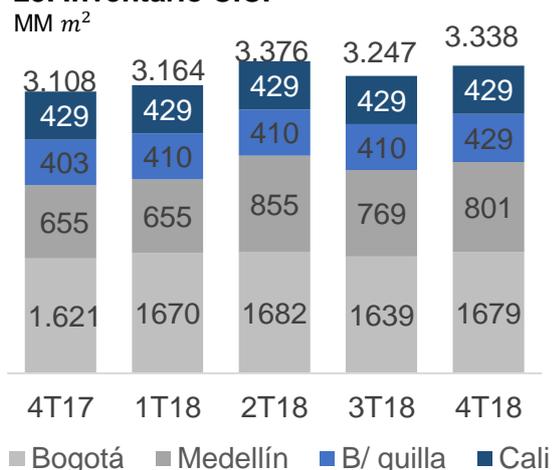
Vacancia repunta principalmente en Barranquilla: La menor dinámica económica en medio de un menor gasto de los hogares se ha reflejado en los niveles de vacancia, cuyo promedio para los cuatro ciudades en análisis pasó del 10,5% en 2017 a 12,3% para 2018. En **B/quilla** la entrada en operación del Centro Comercial Carnaval explicó el incremento en la vacancia del 5,4% A/A. Por su parte, en **Medellín**, la entrada de centros comerciales nuevos representó una oferta importante que se tradujo en una vacancia en la ciudad el 10,4%. Finalmente en **Bogotá**, el ingreso de nueva oferta en el mercado como el centro comercial Plaza Ensueño y Plaza Claro, que presentaron una vacancia del 33%, explicó el crecimiento en 2% del nivel de vacancia de la ciudad.

Precio, al alza: En medio de una mayor oferta de m² y una vacancia en ascenso, los precios de los arrendamientos registraron un desempeño alcista. El mayor crecimiento a nivel de precios se evidenció en **Medellín** (+24% A/A), mayormente debido al ingreso de los centros comerciales Viva Envigado, La Central y Plaza Arrayanes, los cuales por su ubicación y demanda representan un precio por m² de COP 154,032, seguido por **B/quilla** con +19% A/A, debido al incremento en centros comerciales Súper Regionales. Por otro lado, **Bogotá** evidenció un aumento en el precio promedio de 6% anual, mientras que **Cali** del 8%. Este último, explicado en el incremento en espacios disponibles en C.C. como Unicentro y Chipchape, los cuales registran precios por metro cuadrado de cerca de COP 150.000.

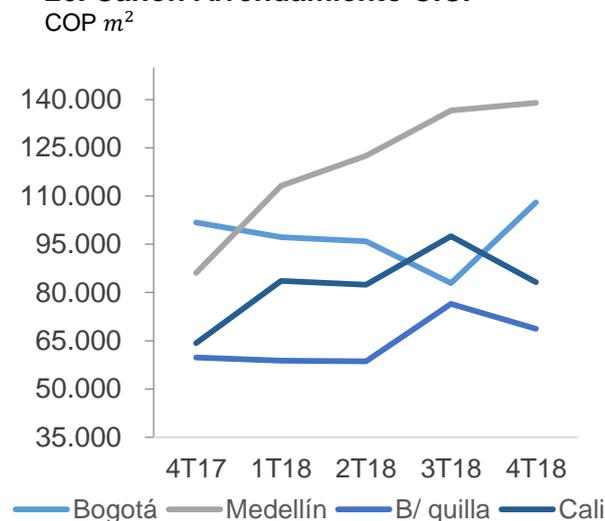
24. Vacancia C.C.



25. Inventario C.C.



26. Canon Arrendamiento C.C.



BTS prevalecerían en el Inventario de Bodegas

Mayor Vacancia se muestra en el radar

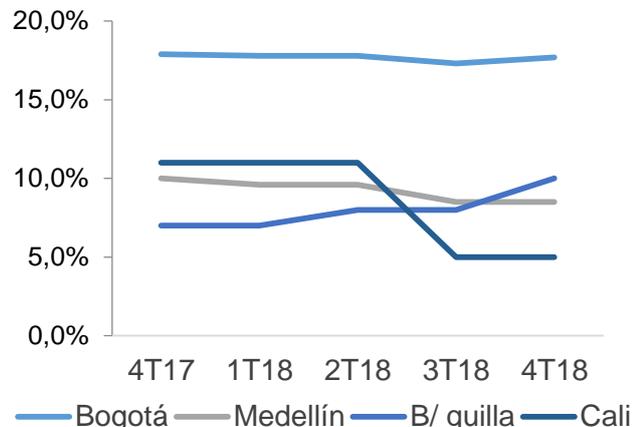


Inventarios, mayores en 2018: El inventario de Bodegas, en las cuatro principales ciudades, en 2018 incrementó 2.0% A/A. Bogotá (+2% A/A) y Barranquilla fueron las que presentaron una mayor variación. La primera, por el inicio de operación de diferentes parques industriales como Interpark, Logika Siberia y Zol-Funza, mientras que Barranquilla por su parte, experimentó la expansión de la bodega de Hada en Zona Franca La Cayena y el inicio de operación los parques industriales Zilog y Las Américas. Medellín registró un incremento en su inventario de 8K m² y Cali de 1%, equivalente a 5K m². Resaltamos que para 2019 se estima un aumento importante en términos de inventario principalmente en Barranquilla, dada la finalización de proyectos en especial en bodegas con características BTS (aportarían más de 944K m²), en Bogotá y alrededores, por el desarrollo de bodegas BTS y la consolidación de parques industriales en municipios vecinos, y en Medellín, donde se espera que continúe con la misma dinámica dado el ingreso de parques industriales como Qbox, Quality Center y Parque Industrial Fote entre otros.

Vacancia le pone reversa: El nivel de vacancia de Bodegas promedio de las cuatro ciudades principales pasó de 11,5% en 2017 a 10,3% en 2018, en medio de un entorno retador para la economía colombiana y una menor dinámica en comercio e industria. Dicha contracción fue principalmente jalónada por **Cali**, ciudad cuyo nivel de vacancia disminuyó 6% A/A, debido a la entrada de empresas enfocadas principalmente en el sector de alimentos en la región que han ocupado espacios disponibles. En **Medellín**, por su parte, el nivel de vacancia se redujo 1,5 p.p. frente al nivel de 2017, debido al incremento de la demanda donde empresas importadoras de autopartes, industrias del sector de alimentos, logísticas y textiles fueron las más apetecidas. Respecto a **Bogotá**, resaltamos el alto nivel de vacancia que registró en 2018 (17,7%) debido a un fenómeno de migración hacia bodegas con mejores especificaciones. Para 2019 se podría esperar una reducción de la sobreoferta en el inventario de dicho segmento, soportado por una recuperación económica gradual del país.

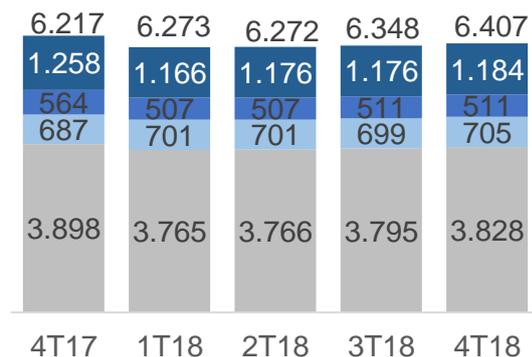
Precio de Bodegas disminuyeron 3% A/A: Las mayores variaciones se evidenciaron en **Bogotá**, los altos niveles de vacancia de la categoría presionaron a la baja los precios (-6% A/A), y en **Cali**, donde la reducción anual del 6% se explica en una reducción de la tasa de disponibilidad en las bodegas clase A y Zonas Francas mientras que en las bodegas clase B aumentaron en un 1% su disponibilidad impulsando el precio.

27. Vacancia Bodegas



28. Inventario Bodegas

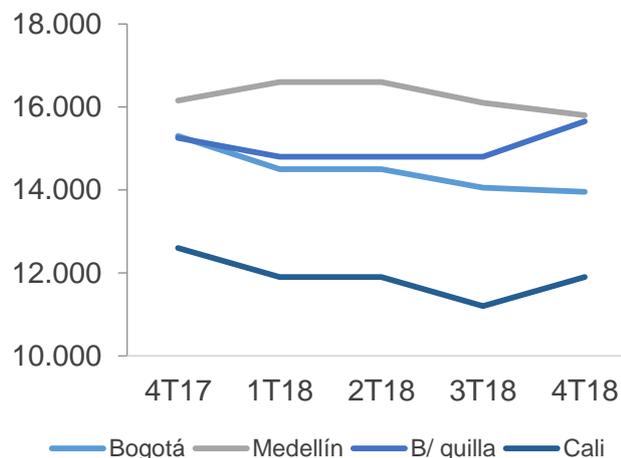
MM m²



■ Bogotá ■ Medellín ■ B/quilla ■ Cali Total

29. Canon Arrendamiento

COP m²



— Bogotá — Medellín — B/quilla — Cali

Periodo de Transición: Dado el potencial de las residencias universitarias principalmente en Bogotá, donde se encuentran el 52% de los estudiantes de pregrado y posgrado matriculados, dicha categoría evidencia retos importantes para poder consolidarse en el mercado colombiano. 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.

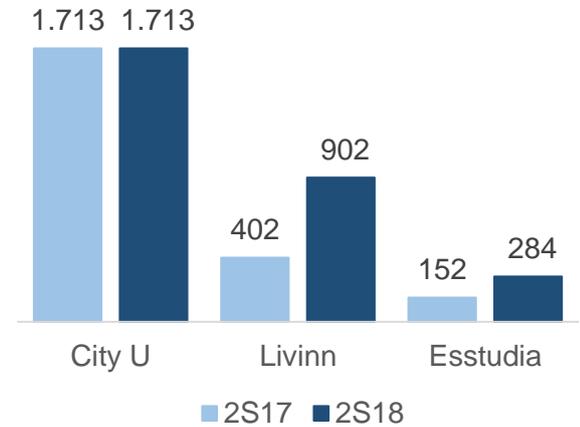
Nuevos Proyectos para Bogotá: Adicionalmente, se encuentran en desarrollo 5 proyectos en venta enfocados aparta estudios universitarios o viviendas estudiantiles, donde entre los proyectos más destacados se encuentran: La Quinta (2020), Torre Barcelona en Bogotá (2019) y Chía (2021), 33DC (2023), Saint Pierre y Davinci. En ese sentido, se ha dado esperamos que se siga dando continuidad a iniciativas privadas enfocadas en este segmento de mercado.

Número de estudiantes por residencia muestra buen tono:

La capacidad de camas de los proyectos en mención corresponden fueron en 2018 1,713 camas para City U, 902 camas para Livinn y 1284 camas en Esstudia, sumando un total de 2,899 cifra 28% mayor a la presentada en 2017. Lo anterior, debido al ingreso de nueva oferta en Livin21 y Esstudia43.

CityU en evolución: Como parte de la incursión de nuevos activos al portafolio, inámica significativa por parte de este. 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 esta ubicado en el clúster universitario del centro de Bogotá, cuenta con 28,826 m² de área arrendable y tres torres de residencias universitarias.

27. Número de estudiantes por residencias universitarias



Flujo de Caja Distribuible con crecimiento sostenido

Posible ritmo más moderado en próximos años



Ingresos siguen su desempeño al alza: Pese a un entorno retador en el sector, el PEI presentó una dinámica positiva a nivel de ingresos operacionales, los cuales anualmente incrementaron 11,9% e incluyen ingresos por rentas derivadas de contratos de arrendamiento y/o contratos de concesión sobre áreas productivas de los activos por COP 343 MM, cifra que representó el 94,4% de la totalidad de los ingresos. Resaltamos que el desempeño positivo a nivel de ingresos de del PEI, los cuales continúan registrando cada año nuevos máximos históricos desde 2007, está soportado en su diversificación geográfica y altas tasas de renovación de contratos.

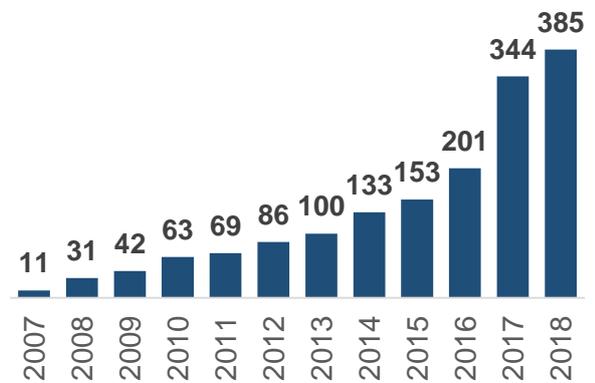
Capex disminuye su ritmo de ejecución: Tras un 2017 con un Capex de COP 23.8 mil MM, en 2018 registró un decrecimiento frente a dicho año de 40,7%. Como habíamos mencionado, el nivel de Capex se ubicó por debajo del presupuestado (cerca de COP 18 mil MM) como se ha visto en periodos anteriores. Bodegas fue la categoría con mayores inversiones (COP 7.43 MM), donde resaltaron la segunda etapa de adecuaciones en Cittium (COP 4.6 MM) y el reconocimiento (COP 1.540 MM) de mejoras realizadas por el arrendatario Suppla en el Inmueble de Bogotá. Por su parte, en activos comerciales, se realizaron inversiones por COP 5.6 MM, mientras que en activos corporativos fueron de COP 1.8 MM.

Prevalece el entorno retador: Resaltamos que en medio de un ciclo económico poco favorable en 2018, el PEI finalizó el año con una dinámica favorable. No obstante, consideramos que el mercado continuaría ajustándose e incrementando su nivel de competitividad, lo cual podría repercutir en el flujo de caja. Igualmente, como habíamos resaltado, lo anterior podría tener efectos en la retención de contratos, y que pese a podría verse compensado por una mayor inflación, podría presionar a la baja el nivel de ingresos, dada la indexación de los arrendamientos. Finalmente, resaltamos que el comportamiento estable de tasas de interés y la diversificación en las fuentes de endeudamiento con la emisión de bonos realizada, se reflejaron positivamente sobre los costos de fondeo del vehículo.

Dividend Yield, estable: El Flujo de Caja Distribuible aumentó 11,3% A/A, en línea con el decrecimiento del Capex en 2018. Cabe mencionar que la estabilidad del Dividend Yield (4,6% vs 4,7% del 2017) se explicó por el débil desempeño de la economía colombiana y pese a un decrecimiento de gastos financieros relacionados con la reducción en el costo de la deuda.

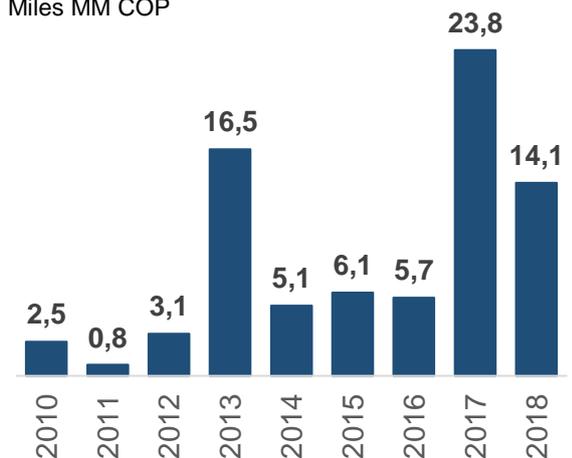
30. Ingresos Operacionales

Miles de MM COP

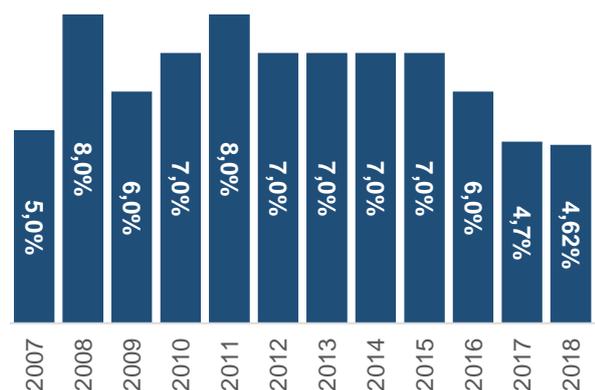


31. Capex Ejecutado

Miles MM COP



32. Dividend Yield



NOI y EBITDA no pierden el paso

Crecimiento podría moderarse en el mediano plazo



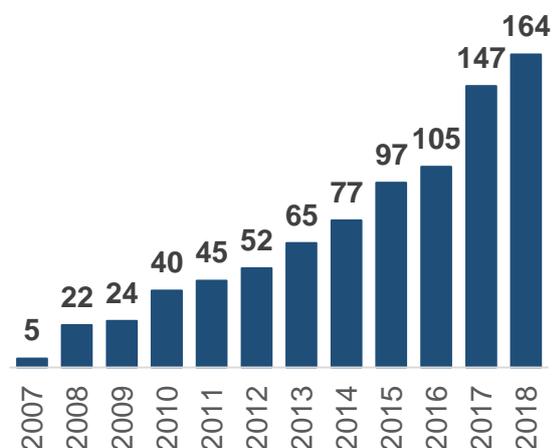
NOI se mantiene en firme: Al realizar un análisis financiero del PEI, es importante aclarar que sus cierres financieros son semestrales y que el análisis es realizado de forma anual. Respecto al NOI, tras el buen comportamiento de los ingresos, la entrada de nuevos inmuebles al portafolio generó un mayor 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 2018 el gasto en impuesto predial representó cerca del 6,2% de los ingresos operacionales del PEI, y continuó siendo una de las cifras más representativas. En medio de lo anterior, la Utilidad Operacional Neta (NOI) finalizó en nuevos máximos, con COP 307 mil MM, 12,6% mayor respecto a 2017, cuyos mayores aportes estuvieron liderados por los activos corporativos y comerciales, seguidos por las categoría de Logística y finalmente especializado.

EBITDA sigue en alza: La dinámica positiva en términos operacionales dio lugar al crecimiento del 10% anual del EBITDA, pese al crecimiento de los gastos operacionales. Otros gastos que estuvieron asociados a la operación de los inmuebles fueron honorarios, la prima de seguros y el gasto por reparaciones y mantenimiento, por COP 5.173 MM, COP 2.4 MM y COP 2.5 MM respectivamente. De esta manera, se destaca un margen EBITDA alto para este negocio cercano al 64%.

Duración y Vencimiento de Contratos: La duración promedio de los contratos en 2018 se ubicó en 6,5 años, lo cual significó una disminución frente al nivel registrado en 2017 de 1,5 años. Lo anterior, debido al incremento de contratos comerciales, lo cual genera vencimientos más cortos. Excluyendo la categoría comercial, la duración promedio de los contratos se ubica en 8,3 años. Por su parte, el 54% los vencimientos de los contratos se concentran en un periodo superior al año 2024, 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.

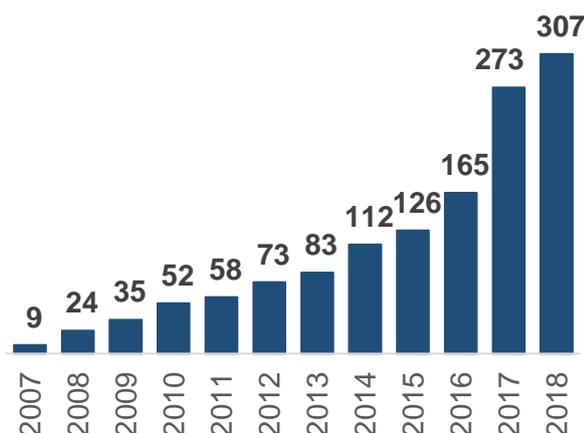
33. Flujo de Caja Distribuible

Miles MM COP



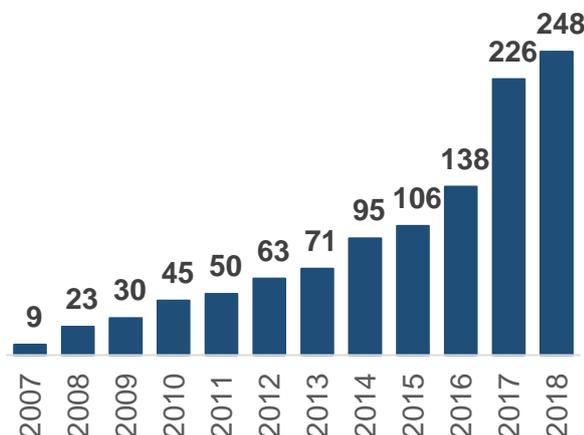
34. NOI

Miles de MM COP



35. EBITDA

Miles de MM COP



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Apalancamiento repunta: El nivel de endeudamiento medido como Deuda Neta / EBITDA, según nuestros cálculos, se ubicó en 6,8x en el 2018, incrementando anualmente en cerca de 2,4x. Lo anterior, se explica en gran medida por los recursos provenientes de la emisión de bonos por COP 500 mil MM, tras no haber emitido títulos participativos durante el año. No obstante, resaltamos la recurrencia con la que el PEI ha emitido tramos, por lo cual es probable que se realicen nuevas emisiones, que ayuden a reducir los niveles de apalancamiento.

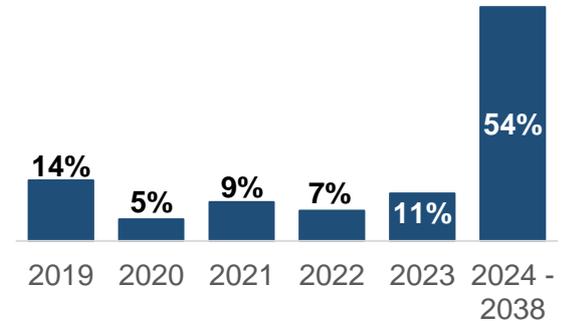
Sin embargo, se debe tener en cuenta que aunque el PEI cuenta con otras fuentes de recursos relacionados con créditos bancarios y venta de activos, la emisión de títulos ayudaría a su vez a tener un mayor respaldo para el pago de la totalidad de los bonos por emitir. En medio de la posibilidad de la 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: Como lo mencionamos anteriormente, en búsqueda de generar una mejora en el perfil de su deuda y una mayor diversificación en las fuentes de financiación, el PEI realizó 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 tienen 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.**

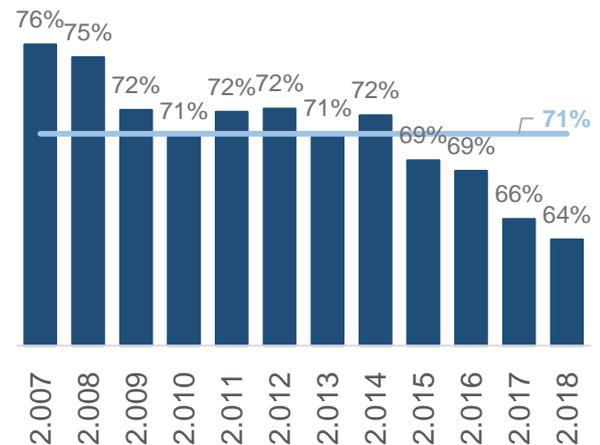
Márgenes con relativa estabilidad: El margen EBITDA continúa en niveles saludables, ubicándose en 66% en 2018 no obstante su reducción anual en 2 p.p. Es importante resaltar que la disminución gradual de dicho margen esta fundamentada en la entrada al portafolio de activos no estabilizados, los cuales generan un mayor gasto, ubicando al margen por debajo de su media histórica (71%). Por su parte, el margen operacional, basado en el NOI, pese a presentar un ligero crecimiento (+1 p.p A/A) siguió por debajo de su media histórica (82%).

36. Vencimiento de Contratos

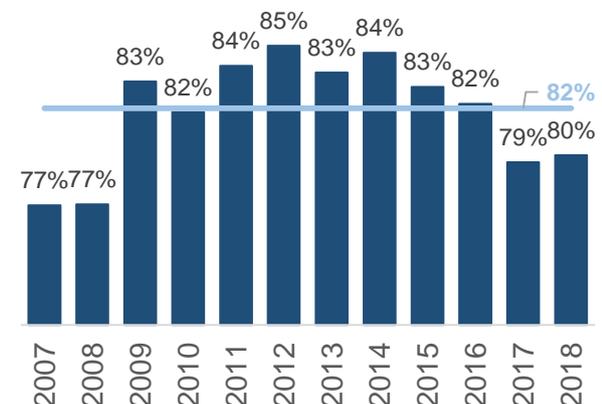
Miles MM COP



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	2018
Endeudamiento				
Pasivo / Activo	23%	40%	24%	33%
Pasivo / Patrimonio	29%	67%	31%	49%
Obligaciones / Ventas	2.5x	4.3x	2.9x	4.4x
Deuda Neta / EBITDA	3.6x	6.2x	4.4x	6.8x
Cobertura de la Deuda				
EBITDA / Gasto Financiero	5.7x	2.9x	2.2x	7.2x
Utilidad Operacional / Gasto Financiero	6.8x	3.5x	2.6x	8.9x
Márgenes				
EBITDA	69%	69%	66%	64%
Operacional	83%	82%	79%	80%
Neto	107%	141%	80%	80%
Rentabilidad				
ROA*	8.5%	8.2%	6.2%	5.8%
ROE	10.5%	13.2%	7.8%	8.5%
U Neta / Ventas	0.6	0.5	0.4	0.8
Ventas / Activos	0.1	0.2	0.1	0.1
Activos / Patrimonio	1.3	1.7	1.3	1.5

39. Principales Indicadores financieros (continuación)

COP Miles de MM	2015	2016	2017	Var % 2015 - 2016	Var % 2016 - 2017	Var % 2017 - 2018
Ingresos Operacionales	152,591	200,941	343,620	32%	71%	12%
NOI	126,318	164,810	272,720	30%	65%	13%
EBITDA	105,600	137,755	225,634	30%	64%	10%
Utilidad Neta	163,133	283,045	275,090	74%	-3%	12%

¿Qué esperamos?

Recuperación económica a dinamizar Sector Inmobiliario:

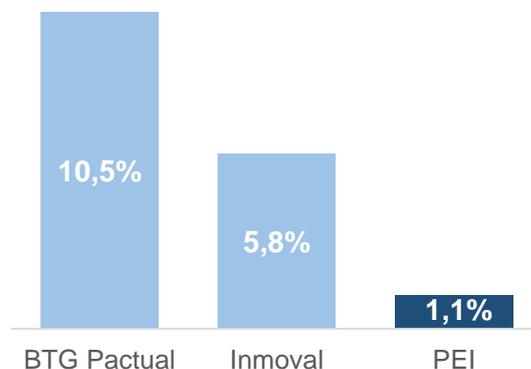
Esperamos una recuperación económica en Colombia en 2019, que favorezca a disminuir el nivel de vacancia, que en promedio para las cuatro ciudades presentó incrementos, excepto en la categoría de Bodegas. No obstante, la reducción en el precio de los inmuebles en 2018, principalmente por las categorías de Oficinas y Bodegas, podría continuar principalmente por los siguientes factores: i) **mayor exigencia en las especificaciones** por parte de arrendatarios, ii) incremento en la tendencia de proyectos BTS y iii) mercado donde la competencia se ha incrementado notablemente entre los Vehículos Inmobiliarios, con un total cercano a los 25 participantes. De igual forma, según el PEI, pese a un 2018 marcado por altos niveles de vacancia y reducción de precios de mercado convirtiéndose en un escenario propicio para compradores y arrendatarios, los niveles de absorción de inventario tuvieron buen desempeño, lo cual podría resultar en un repunte del ciclo del sector inmobiliario, en disminuciones de vacancia y corrección de precios al alza durante 2019 y 1S20.

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.

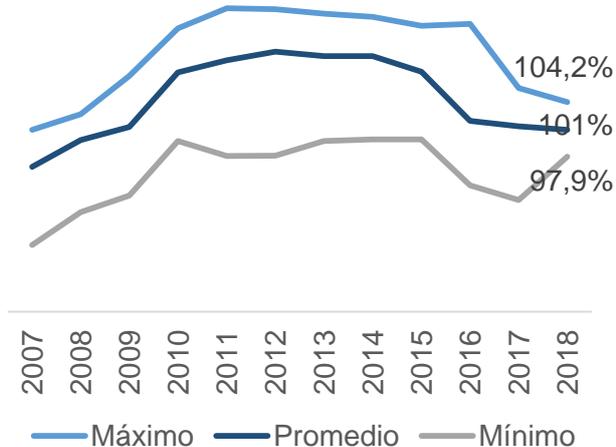
Consolidación gradual del PEI: Consideramos que la inversión inmobiliaria, materializada en este caso a través del PEI, continuará consolidándose como una alternativa de inversión en el mercado de capitales colombiano. Acorde a la información disponible, el precio promedio de los TEIS en el mercado secundario se ha ubicado por encima del 100% en los últimos años. Igualmente, tras la entrada en vigor del nuevo Reglamento Único de la BVC, la migración de los títulos al mercado de renta variable podría traducirse en una mayor liquidez de los títulos participativos al igual que en una participación activa, que genere valor agregado a su portafolio inmobiliario, a través de la **inclusión de nuevos inmuebles**, y **la estabilización de niveles de ocupación de sus activos** a través de una adecuada gestión de retención de arrendatarios y la renovación de contratos por vencer.

43. Vacancia Económica

Diciembre 2017



44. Precio TEIs en Mercado Secundario



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Mirando hacia adelante

Expectativas en un entorno retador



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: 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, permitió la diversificación en las fuentes de financiamiento y se vio 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, tras la emisión se gana una 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, por lo cual esperamos nuevas emisiones de estos, que ayuden a aliviar los niveles de apalancamiento.

Flujo de Caja aporta a la estabilidad: Como hemos resaltado, 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 7,3 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, mediante una menor valorización de los inmuebles. Sin embargo, la dinámica del flujo de caja por arrendamientos podría evidenciar un desempeño positivo, explicado por una inflación esperada en el 2019, mayor a la generada en el 2018.

De igual manera, continuamos resaltando que 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.

Finalmente, y en relación a lo expresado por la Agencia Calificadora, Tras la emisión de bonos ordinarios por COP500.000 millones, lo cual jalonó la relación deuda/ EBITDA a un nivel de 4,4x en 2017 a 6,8x en 2018, este apalancamiento se reduciría rápidamente a niveles de 2x – 3x en la medida en que el vehículo realice emisiones de nuevos tramos de títulos. Igualmente, acorde a lo mencionado con la Agencia Calificadora, el pago completo y oportuno de los bonos dependerá en gran medida de la emisión de nuevos títulos participativos o de la gestión de las fuentes adicionales a su generación propia.

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

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

Juan Felipe D'luyz

Analista de Renta Variable

roberto.paniagua@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22703

Santiago Clavijo

Practicante Renta Fija

santiago.clavijo@casadebolsa.com.co

Tel: (571) 606 21 00 Ext. 22602

Gerencia Comercial

Juan Diego Duran Hernandez

Gerente Regional Bogotá

Juan.duran@fiduciariacorficolombiana.com

Tel. 3538840 ext. 6326

Viviana Patricia Escaf Raad

Gerente Regional Norte

viviana.escaf@corficolombiana.com

Tel. 368 1000 ext. 5600

Jorge Andres Figueroa Oviedo

Gerente Regional Occidente

jfigueroa@casadebolsa.com.co

Tel. 898 0600 ext. 27787

Mauricio Rodas López

Gerente Regional Antioquia

mauricio.rodas@corficolombiana.com

Tel. 319 7600 ext. 4220

Ana Milena Arenas

Gerente Regional Oriente

Ana.Arenas@fiduciariacorficolombiana.com

Tel. 642 4444 ext. 5503

Mesa Institucional Acciones

Alejandro Forero

Head de acciones Institucional

alejandro.forero@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 por Segmento

Enrique Cobos

Gerente Segmento Institucional

Enrique.cobos@corficolombiana.com

Tel. 2863300 ext: 7413

Ricardo Herrera

Gerente Segmento Corporativo

Ricardo.herrerac@corficolombiana.com

Tel. 2863300 ext. 7412

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.