

# Reporte de calificación

---

## PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

Comité Técnico: 19 de agosto de 2016  
Acta número: 992

Contactos:  
Juan Camilo Alvarez Arcila  
[juan.camilo.alvarez@spglobal.com](mailto:juan.camilo.alvarez@spglobal.com)  
Mariana Zuluaga Murillo  
[mariana.zuluaga@spglobal.com](mailto:mariana.zuluaga@spglobal.com)

# PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

## Administrado por Terranum Inversión S.A.S.

| REVISIÓN EXTRAORDINARIA  |              |  |
|--|--------------|--|
| EFICACIA EN LA GESTIÓN DE PORTAFOLIOS                                |              | 'G aaa'                                  |
| Cifras en millones de pesos colombianos (COP) al 30 de junio de 2016 |              | Historia de la calificación:             |
| Valor del total del programa:  | COP5.000.000 | Revisión periódica Jun./16: 'G aaa'      |
| Valor total colocado:  | COP1.233.555 | Revisión extraordinaria Sep./15: 'G aaa' |
| Grupo de activos que componen el PEI:                                | 49           | Calificación inicial Dic./06: 'G a'      |

## I. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

El Comité Técnico de BRC Investor Services S.A. SCV en revisión extraordinaria confirmó la calificación de eficacia en la gestión de portafolios de 'G aaa' del Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI).

La calificación de eficacia en la gestión de portafolios es una opinión sobre la consistencia de las políticas de inversión del portafolio en cuanto a retornos absolutos y retornos ajustados por riesgo, y no es comparable con la calificación de riesgo de crédito y de mercado de un fondo o portafolio de inversión.

El principal aspecto que tuvo en cuenta la calificación es la gestión especializada de Terranum Inversión S.A.S. (en adelante TI), administrador del fondo, quien tiene un gran conocimiento en el sector inmobiliario. Además incorpora los buenos estándares corporativos y la experiencia de TI para identificar oportunidades de inversión. Lo anterior ha permitido un incremento durable de la rentabilidad del vehículo según los lineamientos de inversión establecidos, por lo cual esperamos que el PEI genere retornos competitivos frente a otros fondos similares.

Tuvimos en cuenta los siguientes aspectos positivos del PEI y de su administrador:

- Los sólidos procedimientos y las políticas del administrador para el seguimiento al riesgo de crédito de los arrendatarios y para el recaudo de los cánones de arrendamiento.
- El continuo robustecimiento de los procesos de administración de los inmuebles y de monitoreo a los arrendatarios.
- La estable rentabilidad del vehículo como resultado de la continua valorización de las propiedades en las que invierte el PEI (por la alta calidad de los inmuebles), así como la diversificación geográfica, por arrendatario y por tipo de inmueble y los bajos niveles de vacancia.

## II. OPORTUNIDADES Y AMENAZAS

Qué podría llevarnos a confirmar la calificación

BRC identificó los siguientes aspectos que podrían llevarnos a confirmar la calificación actual:

- La solidez de los lineamientos de inversión del portafolio en cuanto a rentabilidades absolutas y en comparación con su índice de referencia y sus pares.
- El cumplimiento del plan de adquisiciones 2016-2018 que permita incrementar el valor del portafolio a través de la compra de inmuebles de alta calidad.
- El fortalecimiento y cumplimiento de las funciones por parte de Terranum Inversión.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación:

BRC identificó los siguientes aspectos de mejora y/o seguimiento del PEI y/o de la industria que podrían afectar la calificación actual:

- La disminución en los niveles de rentabilidad, ya sea como consecuencia de una menor valorización de los activos inmobiliarios o de una afectación sobre los flujos de ingresos por arrendamiento.
- La menor diversificación del portafolio de activos inmobiliarios por ubicación geográfica, tipo de activo o arrendatario.
- Incrementos en la vacancia física y económica en niveles por encima de nuestras proyecciones.

### III. DEFINICIÓN DEL PORTAFOLIO, POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y DIVERSIFICACIÓN

En la Asamblea General de Inversionistas del 21 de junio de 2016, el PEI incrementó el cupo global del programa a \$5 billones de pesos colombianos (COP) desde COP2 billones. Esto se debe a una decisión estratégica para aumentar su portafolio ya que a la fecha el valor de las emisiones de los títulos participativos, hasta el tramo VII, superaba 50% del cupo aprobado (COP1,2 billones o 62% del monto total), límite establecido por regulación. Este incremento del cupo no supone un mayor nivel de riesgo en la medida que está en línea con la estrategia de largo plazo del PEI.

A junio de 2016, la rentabilidad efectiva anual acumulada desde febrero de 2007 fue de 13,83%, sin incluir las distribuciones semestrales, ligeramente superior a la de 13,62% reportada al corte de julio de 2015 (Gráfico 2). Según una aproximación diferente, con base en el valor del título e incluyendo las distribuciones semestrales de rendimientos, la rentabilidad acumulada al cierre de junio de 2016 fue de 14,25% E. A. Por otra parte, la rentabilidad acumulada del PEI continuó siendo superior al promedio de 12,24% de sus pares.

Al finalizar el primer semestre de 2016, la valorización promedio del portafolio fue de 27,79% respecto a los valores de adquisición alcanzando un valor de COP2,1 billones. A cierre de 2016, esperamos que el PEI incremente su valor de acuerdo con su plan de adquisiciones, el cual incluye la compra de inmuebles de alta calidad por sus características de construcción y ubicación geográfica.

En los últimos 12 meses a junio de 2016, el indicador de vacancia económica fue en promedio de 3,28%, superior al promedio de 2,52% que observamos un año atrás, debido a la incorporación de una bodega

## PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

multiarrendatario vacante, que no estaba completamente adecuada cuando el activo ingresó al portafolio. Los nuevos activos que serán incluidos en el Tramo VIII tienen una vacancia del 7%, un nivel superior al promedio del portafolio pero que no representaría un riesgo en la medida que se alcance el objetivo de continuar con el perfil de los arrendatarios. Esperamos que para diciembre de 2016 el porcentaje de ingresos que se dejan de recibir por áreas vacantes en los activos del tramo VIII esté por debajo de 5%. Este indicador para todos los tramos sigue siendo inferior al de competidores nacionales, entre 4% y 5%, e internacionales entre 8% y 9%. Aunque esperamos que en los próximos años este nivel aumente a 5% debido al ingreso de nuevos centros comerciales, consideramos que el PEI continuará generando los niveles de rentabilidad esperados.

Por otra parte, el administrador continúa con una diversificación apropiada de los contratos de arrendamiento por fecha de vencimiento (Gráfico 5). De los contratos vigentes a junio de 2016, 68,10% tiene plazo de vencimiento superior a tres años, y 52,31% vence después de 2023. Esto limita el riesgo por cambios en el ciclo de la economía colombiana en el corto plazo y favorece la estabilidad de los ingresos. Los contratos de los activos del tramo VIII se caracterizan por tener un plazo superior a 11 años en promedio lo que mejora el perfil total de vencimiento de los contratos por encima de los 7 años.

Con la entrada de los activos del tramo VIII, la concentración en Bogotá se redujo a 50,67% a junio de 2016 desde 58,55% en julio de 2015 (Gráfico 6), y para los próximos años, esperamos que el PEI adquiera activos por COP1,9 billones y aumente de nuevo los niveles de exposición en Bogotá hasta 74% según su plan de adquisiciones. Es importante mencionar que este valor está por debajo del máximo de 85% para Bogotá establecido en el prospecto de colocación. Por otro lado, a junio de 2016, ningún arrendatario representó más de 8% de los ingresos totales (Gráfico 7), cifra que está dentro de los límites establecidos por el administrador de 40%. Esperamos que en los próximos años, estos porcentajes continúen disminuyendo debido a la entrada de nuevos activos inmobiliarios.

De la misma manera, la composición por tipo de activo a junio de 2016 con este nuevo tramo cambiará frente a la de la revisión extraordinaria a julio de 2015 (Gráfico 4) debido a una disminución de la participación de las sedes corporativas al pasar a 29,48% de 40,32% y un aumento de las oficinas multiarrendatario a 22,55% de 15,60% (Gráfico 4). Esta variación se explica principalmente por la adquisición de QBE, Edificio Amadeus y One Plaza en junio y julio de 2016. Esperamos que en los próximos doce meses, aumente la participación de los centros comerciales y las oficinas multiarrendatario y se incluyan residencias universitarias en el portafolio según el plan de adquisiciones.

En el análisis de los retornos ajustados por riesgo (*information ratio*-IR, que mide la rentabilidad extra teniendo en cuenta la volatilidad del exceso de los retornos frente al índice de referencia) del PEI frente a al índice de precios al consumidor (IPC) +9%, observamos un resultado acumulado de 0,21 desde el inicio de operaciones hasta junio de 2016 (Tabla 1). Este resultado es similar al de julio de 2015 (0,23), lo que muestra una habilidad superior del administrador para generar retornos competitivos desde sus inicios. Al evaluar los últimos seis y 12 meses a junio de 2016, los resultados del IR son positivos con 3,79 y 1,92, respectivamente. Sin embargo, los resultados son desfavorables frente a los niveles de 5,44 y 15,70 a julio de 2015 debido al aumento de la inflación en el segundo semestre de 2015. Para 2016 esperamos que el IR se mantenga en 0,2 frente a su índice de referencia a medida que los excesos de rentabilidades frente al objetivo disminuyan debido a los incrementos en la inflación. Además, el PEI obtuvo una rentabilidad ajustada por riesgo superior a la de sus pares en los últimos seis y doce meses finalizados en junio de 2016.

## PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

**Tabla 1. Retornos ajustados por riesgo del portafolio**

|                   | Mar. 2007 - Jun. 2016 | Ene. 2016 - Jun. 2016 |                | Jul. 2015 – Jun. 2016 |                |
|-------------------|-----------------------|-----------------------|----------------|-----------------------|----------------|
|                   | PEI vs. IPC+9%        | PEI vs. Pares         | PEI vs. IPC+9% | PEI vs. Pares         | PEI vs. IPC+9% |
| Information Ratio | 0,21                  | 18,32                 | 3,79           | 21,94                 | 1,92           |
| Beta              | 0,04                  | 1,11                  | 1,37           | 1,30                  | 2,64           |

Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia y Banco de la República

Cálculos: BRC Investor Services S. A. con base en la rentabilidad acumulada E. A desde inicio de operaciones del PEI

A junio de 2016 los principales inversionistas del PEI son los fondos de pensiones y cesantías quienes representaban el 59,09% del total, con un ligero aumento en la participación de personas individuales (24,78% desde 22,79% en julio de 2015). Esperamos que con la emisión del tramo VIII, el PEI mantenga esta tendencia creciente tanto en número de inversionistas como en su diversificación, lo que le permitirá asegurar una alta liquidez en el mercado secundario.

El PEI cuenta con una línea de endeudamiento de corto y largo plazo para adquirir los inmuebles mientras que ingresan los recursos derivados de las emisiones de títulos participativos o de bonos, lo cual le permite mantener una liquidez suficiente en los momentos que negocia los activos. A junio de 2016, el monto total de endeudamiento sin intereses alcanzaba COP809.440 millones, equivalentes a 48,10% del valor patrimonial, de los cuales 24,87% correspondían a créditos de corto plazo y 23,22% de largo plazo. El cupo máximo de endeudamiento equivale a 65% del valor del patrimonio (30% de corto plazo y 35% de largo plazo). El monto a junio de 2016 es superior en 50% con respecto a marzo de 2016 ya que en los últimos tres meses el PEI ha adquirido activos que serán titularizados con el tramo VIII en septiembre de 2016.

Proyectamos que en los próximos dos meses el PEI supere temporalmente el límite de endeudamiento de corto plazo y después vuelva a niveles inferiores al cupo máximo, lo que no representaría un mayor nivel de riesgo siempre y cuando reembolse los préstamos con la emisión del tramo VIII.

Al 30 de junio de 2016, el administrador del PEI, TI, continúa teniendo una estructura organizacional, operativa y de gestión de riesgos que procura aplicar estándares muy fuertes para los recursos administrados, superiores a los observados en la industria. Se mantienen los principales riesgos operacionales, de crédito, legales y de mercado identificados en revisiones anteriores; TI sigue efectuando los controles correspondientes para mitigar estos riesgos.

Según la información proporcionada por el calificado, a junio de 2016 no tenía procesos jurídicos que pudieran afectar su posición patrimonial. Por su parte, el agente de manejo, Fiduciaria Corficolombiana, no afrontaba procesos en contra ante la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) con pretensiones que, con base en la información remitida por la entidad, por su valor estimado representen riesgo para su estabilidad patrimonial. Por otra parte, de acuerdo con la información de la compañía, no hay empleados de la sociedad con procesos abiertos por parte del AMV ni la Superintendencia Financiera.

*La entrega de la información se cumplió en los tiempos previstos y de acuerdo con los requerimientos de BRC Investor Services S.A. SCV.*

*La información financiera contenida en este documento se basa en los informes de los portafolios de inversiones de la entidad para los meses de abril a junio del 2016, también en los estados financieros no auditados de la entidad y demás información remitida por el administrador de la entidad incluyendo los activos a titularizar en el tramo VIII según el último portafolio enviado el 9 de agosto de 2016.*

## PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

*BRC Investor Services S.A. SCV no realiza funciones de auditoría, por tanto, la administración de la entidad asume entera responsabilidad sobre la integridad y veracidad de toda la información entregada y que ha servido de base para la elaboración del presente informe. Por otra parte, BRC Investor Services S.A. SCV revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por la entidad.*

*En caso de tener alguna inquietud con relación a los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)*

*Para ver las definiciones de nuestras calificaciones visite [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co) o bien, haga clic [aquí](#).*

## IV. FICHA TÉCNICA

### CALIFICACIÓN DE EFICACIA EN LA GESTIÓN DE PORTAFOLIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

**Calificación:**

**'G aaa'**

**Contactos:**

Juan Camilo Alvarez Arcila  
Mariana Zuluaga Murillo

[juan.camilo.alvarez@spglobal.com](mailto:juan.camilo.alvarez@spglobal.com)  
[mariana.zuluaga@spglobal.com](mailto:mariana.zuluaga@spglobal.com)

Administrador Inmobiliario:  
Agente de Manejo:  
Fecha última calificación:  
Seguimiento a:

Terranum Inversión S. A. S.  
Fiduciaria Corficolombiana S. A.  
19 de agosto de 2016  
30 de junio de 2016

#### DEFINICIÓN DE LA CALIFICACIÓN

**Eficacia en la Gestión de Portafolios**

**'G aaa'**

La calificación 'G aaa' es la más alta otorgada por BRC, lo que indica que tanto la calidad de las políticas y procesos de inversión con que cuenta el portafolio, como la consistencia de sus retornos en comparación con el índice de referencia o con portafolios de características de inversión similares son sumamente altas.

#### EVOLUCIÓN DEL TÍTULO

Recursos Administrados y Rentabilidad Obtenida

Valor en miles al: **30 de junio de 2016** **9.064**  
Crecimiento Anual del valor del título **8,0%**  
Crecimiento Semestral del valor del título **4,2%**

Gráfico 1. Valor del Título (COP Miles)

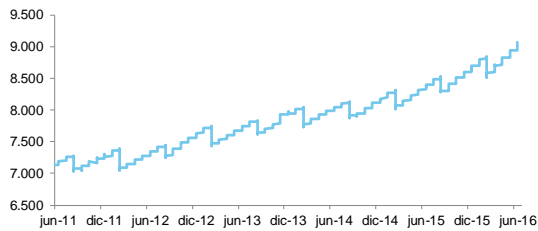


Tabla 1. Desempeño Financiero

| VEHICULO DE INVERSIÓN /1 | Anual  | Semestre | Trimestre |
|--------------------------|--------|----------|-----------|
| Rentabilidad             | 13,67% | 13,72%   | 13,77%    |
| Volatilidad              | 0,07%  | 0,06%    | 0,02%     |
| PARES /2                 | Anual  | Semestre | Trimestre |
| Rentabilidad             | 12,19% | 12,26%   | 12,35%    |
| Volatilidad              | 0,12%  | 0,11%    | 0,05%     |

Gráfico 2. Evolución rentabilidad acumulada vs benchmark (serie mensual) /3

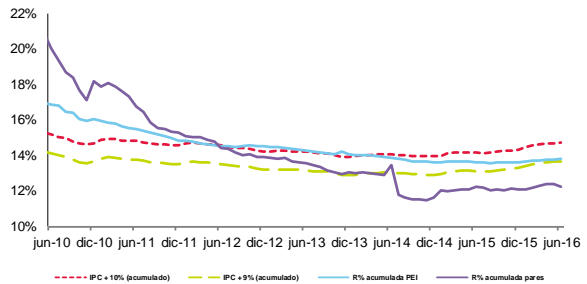


Gráfico 3. Valor de la Unidad (COP Miles)

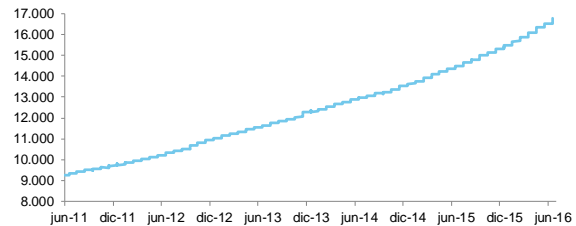


Tabla 2. Concentración en los Cinco Mayores Arrendatarios

| Arrendatario | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII |  | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII |  | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII |  | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII |  |
|--------------|--|--|--|--|--|--|--|--|
|              | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII | Tramo I, II, III, IV, V, VI, VII, VIII, IX, X, XI, XII |
| Primero      | 9,2%   | 9,1%   | 6,9%   | 6,6%   | 6,6%   | 6,8%   | 7,4%   |  |
| Segundo      | 0,0%   | 0,0%   | 8,0%   | 7,9%   | 7,9%   | 7,7%   | 6,3%   |  |
| Tercero      | 10,5%  | 10,4%  | 7,8%   | 7,5%   | 7,5%   | 6,9%   | 5,6%   |  |
| Cuarto       | 8,4%   | 8,3%   | 6,3%   | 5,2%   | 6,0%   | 5,7%   | 4,7%   |  |
| Quinto       | 5,2%   | 5,2%   | 4,8%   | 4,0%   | 5,2%   | 5,4%   | 4,4%   |  |
| Total        | 33,25%   | 32,97%   | 33,74%   | 31,20%   | 33,23%   | 32,42%   | 28,36%   |  |

1/ Rentabilidad acumulada. E.A. Periodo Semestre: Últimos 6 meses calendario corrido a partir de la fecha de seguimiento.

2/ Grupo comparable establecido por BRC Investor Services S.A. SCV de características similares en el mercado.

3/ El benchmark de IPC + 9% aplica para los inversionistas que adquieran participaciones del quinto tramo en adelante. El IPC + 10% se mantiene para los inversionistas de los tramos anteriores al quinto.

La información contenida en este informe proviene de la Sociedad Administradora y la Superintendencia Financiera de Colombia; Cálculos realizados por BRC Investor Services S.A. SCV. Una calificación otorgada por BRC Investor Services S.A. SCV a una cartera colectiva o fondo de inversión, no implica recomendación para hacer o mantener la inversión o suscripción en la cartera, sino una evaluación sobre el riesgo de administración y operacional del portafolio por una parte y sobre los riesgos de crédito y de mercado a que está expuesto el mismo. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas, por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.

**CALIFICACIÓN DE EFICACIA EN LA GESTIÓN DE PORTAFOLIOS  
PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)**

**Calificación:**

**'G aaa'**

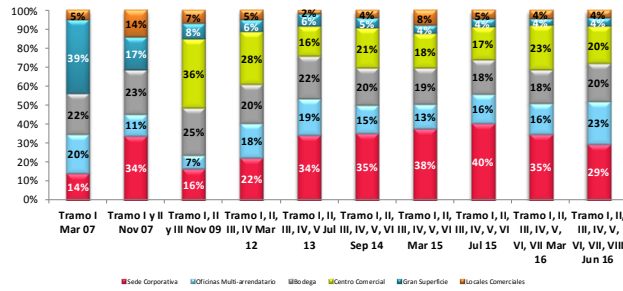
**Contactos:**  
Juan Camilo Alvarez Arcila  
Mariana Zuluaga Murillo

[juan.camilo.alvarez@spglobal.com](mailto:juan.camilo.alvarez@spglobal.com)  
[mariana.zuluaga@spglobal.com](mailto:mariana.zuluaga@spglobal.com)

Administrador Inmobiliario:  
Agente de Manejo:  
Fecha Última Calificación:  
Seguimiento a:

Terranum Inversión S. A. S.  
Fiduciaria Corficolombiana S. A.  
19 de agosto de 2016  
30 de junio de 2016

**Gráfico 4. Composición por tipo de activo**



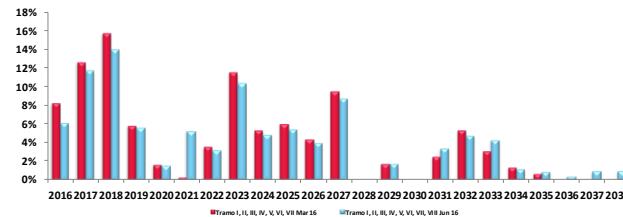
**Tabla 3. Concentración de inversionistas**

| Fecha  | Concentración Mayor Adherente | Concentración 10 Mayores |
|--------|-------------------------------|--------------------------|
| mar-15 | 26.2%                         | 4.3%                     |
| jul-15 | 26.2%                         | 71.8%                    |
| mar-16 | 26.2%                         | 69.6%                    |
| jun-16 | 26.8%                         | 70.5%                    |

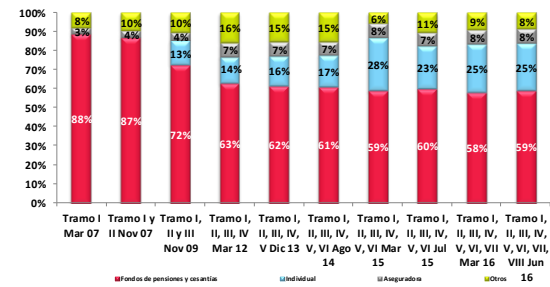
**Tabla 4. Retornos ajustados por nivel de riesgo**

|                                   | Ago/14 - Jul/15 | Abr/15 - Mar/16 | Jul/15 - Jun/16 |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Information Ratio /4              | 5,44            | 2,67            | 1,92            |
| Beta /5                           | -0,55           | 4,05            | 2,64            |
| Correlación con rent. objetivo /6 | -25,9%          | 86,3%           | 92,9%           |

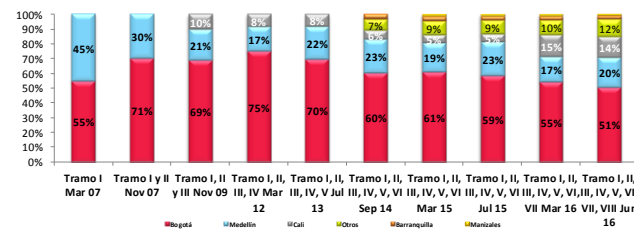
**Gráfico 5. Distribución de vencimiento de contratos**



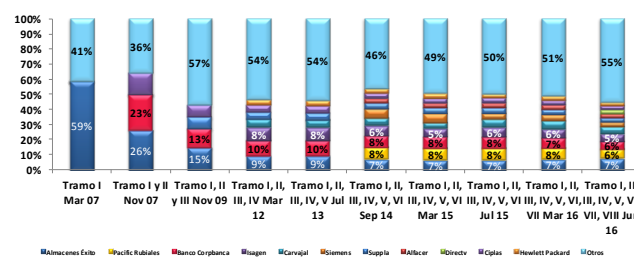
**Gráfico 8. Composición por inversionista**



**Gráfico 6. Composición por ubicación**



**Gráfico 7. Composición por arrendatario**



4/ Information ratio: mide la rentabilidad extra obtenida por el vehículo de inversión como consecuencia de la habilidad del gestor con relación al mercado, teniendo en cuenta la volatilidad del exceso de los retornos sobre el Benchmark. Cuanto más grande es el indicador implica un mayor retorno que su tasa objetivo con una volatilidad menor.  
5/ Beta: mide la volatilidad relativa (el riesgo) del vehículo, siendo 1 la volatilidad de la rentabilidad objetivo. Un beta superior a 1 significa que el portafolio tiene una volatilidad mayor que su Benchmark. Un beta inferior a 1 implica que el portafolio es menos volátil que su rentabilidad objetivo.  
6/ Correlación: Relación recíproca o medida de asociación lineal entre el valor de la unidad del PEI y la rentabilidad objetivo.  
La información contenida en este informe proviene de la Sociedad Administradora y la Superintendencia Financiera de Colombia. Cálculos realizados por BRC Investor Services S. A. SCV. Una calificación otorgada por BRC Investor Services S. A. SCV a una cartera colectiva o fondo de inversión, no implica recomendación para hacer o mantener la inversión o suscripción en la cartera, sino una evaluación sobre el riesgo de administración y operacional del portafolio por una parte y sobre los riesgos de crédito y de mercado a que está expuesto el mismo. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas, por ello no asumimos responsabilidad por errores, omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.



## V. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web [www.brc.com.co](http://www.brc.com.co)

---

*Una calificación de riesgo emitida por BRC Investor Services S.A. SCV es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.*

---