

Títulos Participativos Inmobiliarios TIN

Titularizadora Colombiana
Informe de Preventa

| Índice | Página |
|---|--------|
| Resumen de la Transacción | 1 |
| Factores Clave de la Calificación | 1 |
| Sensibilidad de la Calificación | 2 |
| Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información | 2 |
| Estructura Legal | 3 |
| Revisión del Administrador Inmobiliario | 3 |
| Calidad y Características de los Activos | 4 |
| Diversificación de los Activos | 7 |
| Estructura Financiera | 7 |
| Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos | 8 |
| Estabilidad y Predictibilidad de los Rendimientos Generados | 9 |
| Apéndice A | 11 |

Calificación

| Títulos | Monto (Millones) | Avalúo Activos (Millones) | Plazo | Calificación | Perspectiva |
|--------------------------------------|------------------|---------------------------|---------------------------|--------------|-------------|
| Primera emisión Universalidad TIN | COP162.750 | COP156.999 | 100 años, prorrogables | iAAA(col) | Estable |

La calificación se basa en información provista por el originador con corte a junio de 2018 y avalúos comerciales a corte de mayo de 2018. Sin embargo, está sujeta a la documentación definitiva al cierre de la operación. Nota: La calificación no es una recomendación o sugerencia directa o indirecta para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Resumen de la Transacción

Se espera que el primer tramo de los Títulos de Participación Inmobiliaria TIN (Títulos TIN), por hasta COP2.000.000 millones, sea emitido al mercado por un monto de COP162.750 millones, un plazo de 100 años (prorrogable) y esté respaldado por un portafolio de inmuebles, cuyo valor de mercado a mayo de 2018 corresponde a COP156.999 millones. La calificación fue revisada en consideración a un cambio en el portafolio de inmuebles que soportarán el primer tramo de los títulos participativos TIN, el cual pasó de estar respaldado por un portafolio de activos inmobiliarios, compuesto por 49 inmuebles, a uno compuesto por 44 propiedades.

Los inmuebles que fueron excluidos del portafolio están ubicados principalmente en ciudades pequeñas y medianas, y tienen atributos categorizados en el rango medio. A pesar de que este cambio impacta la diversificación del portafolio, le brinda estabilidad a la rentabilidad esperada al inversionista. De esta manera, Fitch Ratings considera que este cambio no impacta la calificación asignada; sin embargo, esta se encuentra sujeta a la estructura, portafolio subyacente y documentación definitiva al cierre de la operación de emisión.

Factores Clave de la Calificación

Calidad y Características de los Activos: Los activos que respaldan el primer tramo tienen atributos que están alineados con las categorías de fortaleza alta de calificación y que son coherentes con factores fundamentales de localización, características de las propiedades, duración de los contratos de arrendamiento y el perfil del arrendatario. La mayoría de las propiedades se distribuyen en diferentes ciudades de Colombia y en lugares estratégicos cerca de las vías principales de acceso. El portafolio actual está totalmente arrendado, con un plazo mínimo de 10 años, a Banco Davivienda S.A. (Davivienda), uno de los bancos más grandes e importantes del país con un perfil sólido de crédito. Estas características brindan estabilidad a los flujos de transacción.

Experiencia del Administrador Inmobiliario: Fitch considera que el conocimiento y la experiencia de CB Richard Ellis (CBRE), una de las compañías más grandes a nivel mundial en servicios inmobiliarios, son factores clave que respaldan la transacción. Además, Péntaco como administrador del portafolio, con más de 8 años de experiencia, a través de su equipo directivo, estructurando y administrando vehículos de inversión inmobiliaria, buscará potencializar su rendimiento. La gestión adecuada de las propiedades y del portafolio permitirá una generación de flujo estable que logrará una valoración de los activos a lo largo del tiempo.

Diversificación del Portafolio: El portafolio actual de activos está compuesto por 44 propiedades distribuidas principalmente en Bogotá (63%), Barranquilla (13%) y Cartagena (7%), considerando el avalúo comercial de los inmuebles a mayo de 2018. Los documentos legales de la titularización establecen límites de concentración según industria, ubicación geográfica, ingresos que puede

Informe Relacionado

[Banco Davivienda S.A. \(Julio 27, 2018\).](#)

Analistas

Melissa Franco
(571) 484-6770 ext.1252
melissa.franco@fitchratings.com

Santiago Toro
(571) 484-6770 ext.1251
santiago.toro@fitchratings.com

representar un arrendatario en un año, tipo de propiedad y valor mínimo de inversión; todos alineados con el “Criterio de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios-Colombia” de Fitch, y que mitigan contingencias específicas de la industria en períodos económicos adversos. El portafolio inmobiliario actual no cumple con esos límites, ya que después de la primera emisión el programa tiene 3 años para alcanzarlos.

Estructura Legal Adecuada de la Transacción: La emisión de los Títulos TIN es estructurada de conformidad con el artículo 72 de la Ley 1328 de 2009, el artículo 169 de la Ley 1753 de 2015 y las normas de titularización previstas en el Decreto 2555 de 2010. Los activos inmobiliarios son objeto de separación y aislamiento patrimonial en la universalidad. Lo ingresos actuales provenientes de la explotación económica de los inmuebles aseguran la cobertura de los costos operacionales y administrativos de las propiedades, el pago de comisiones, entre otros, e incluyen un rendimiento para los inversionistas. Además, el flujo de caja proyectado contempla un presupuesto para realizar mejoras en las propiedades, lo que vela por la conservación de los inmuebles y busca brindar una estabilidad mayor en los rendimientos.

Sensibilidad de la Calificación

Incumplimiento del Arrendatario: El incumplimiento de las obligaciones contractuales por parte del arrendatario puede conllevar a la suspensión de pagos a los inversionistas y retrasos en el pago de los costos operativos de las propiedades, lo que puede generar gastos jurídicos y moratorios.

Disminución del Valor de Mercado del Activo Subyacente: Los activos pueden perder valor por el deterioro de las propiedades causado por el paso del tiempo, cambios en las condiciones de mercado y la omisión del mantenimiento necesario. Una desvalorización zonal causada por fenómenos sociales o regulatorios también podría conllevar a una pérdida en el precio del inmueble.

Tomando en cuenta que los Títulos TIN no han sido emitidos, las calificaciones podrían modificarse si, en la fecha de colocación, surgieran cambios inesperados y fuera de los rangos en las variables utilizadas por Fitch. Cambios significativos en las características del colateral podrían reflejarse en las calificaciones asignadas.

Criterios Aplicados, Simulación y Suficiencia de la Información

Criterios Aplicados

Las metodologías aplicables a esta transacción son “Criterio de Calificación de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios – Colombia”, del 11 de febrero de 2016, y “Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas”, del 21 de mayo de 2018. Están disponibles en las páginas web de Fitch www.fitchratings.com y www.fitchratings.com/site/colombia

Simulación

Fitch no aplicó un modelo de flujo de caja para esta emisión. Para el cálculo del valor de mercado la agencia recibió por parte de la Titularizadora Colombiana S.A. (TC) una valoración reciente de las propiedades que fue realizada por valuadores independientes a través del método de ingresos y el método comparativo de mercado. Por su parte, para calcular el rendimiento en la generación de ingresos, Fitch consideró la cascada de pagos tal como se especificó en los documentos de la emisión.

Suficiencia de la Información

TC, como administrador maestro, suministró a Fitch información de los activos que respaldan la emisión, incluyendo valor de los avalúos y arriendos, proyecciones financieras de la Universalidad y otras variables clave. La información se entregó en el formato solicitado por la agencia y, al ser revisada, se encontró que era adecuada para el análisis.

Metodologías Relacionadas

Criterio Global de Calificación de Finanzas Estructuradas (Mayo 21, 2018).

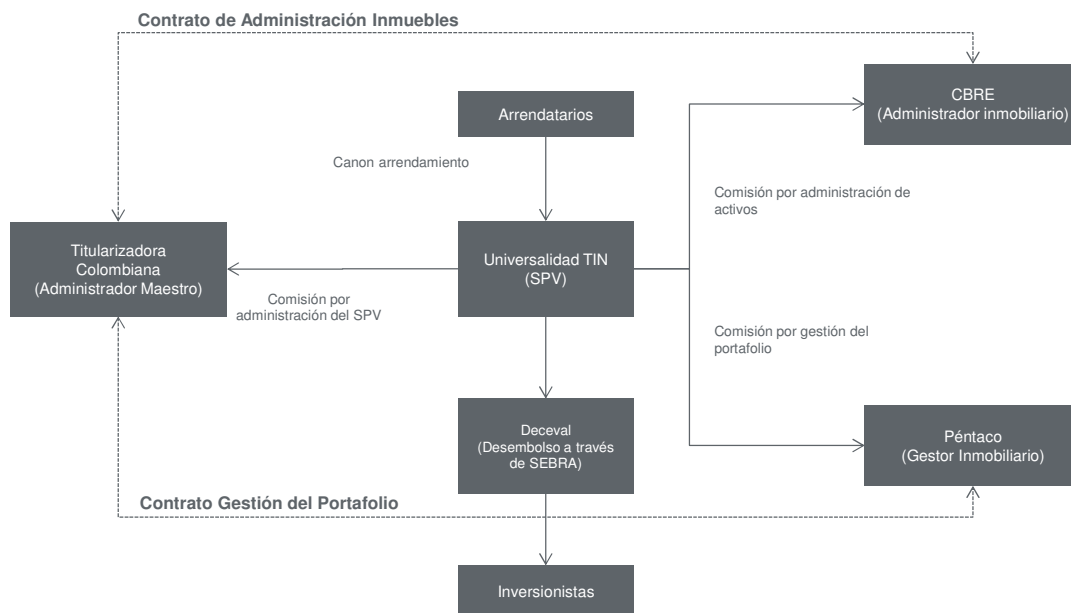
Criterio de Calificación de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios – Colombia (Febrero 11, 2016).

Estructura Legal

El primer tramo del programa de emisión y colocación de títulos participativos TIN del proceso de titularización inmobiliaria serán emitidos por la TC (con cargo y respaldo exclusivo de la Universalidad TIN). El activo subyacente de la Universalidad TIN está integrado por activos inmobiliarios adquiridos con sujeción a las políticas de inversión del prospecto preliminar del programa TIN. Los inmuebles que hacen parte de la Universalidad al momento de la emisión del primer tramo han sido valorados por Colliers International Colombia S.A. (Colliers) y Logan Valuation (LOGAN), de forma independiente y autónoma.

Los activos serán administrados por CBRE, la Universalidad por TC y el portafolio de activos inmobiliarios será gestionado por Péntaco. Mensualmente, Depósito Centralizado de Valores de Colombia (Deceval), a través de los Servicios Electrónicos del Banco de la República (SEBRA), será el encargado de distribuir los remanentes de liquidez a los inversionistas.

Diagrama de la Emisión



Fuente: Fitch con información proporcionada por Titularizadora Colombiana.

Revisión del Administrador Inmobiliario

CBRE

Es una de las compañías más grandes a nivel mundial en servicios e inversión inmobiliaria, con más de 100 años de experiencia en el mercado, USD3,3 billones de utilidades reportadas en el segundo trimestre de 2017, 5,3 billones de metros cuadrados administrados y más de 75.000 empleados alrededor de 68 países.

Fitch considera que CBRE tiene incentivos fuertes para mantener en buenas condiciones las propiedades, ya que de acuerdo con los términos del contrato entre el administrador maestro y el administrador inmobiliario, este último recibirá una comisión fija que se calculará como un porcentaje del valor de los activos que esté administrando; este valor dependerá del avalúo realizado por una empresa independiente.

Péntaco

Péntaco es una organización con más de 8 años de experiencia, a través de su equipo directivo, en estructuración y administración de vehículos de inversión inmobiliaria. Durante este tiempo, ha desarrollado emisiones de títulos participativos, alcanzando transacciones inmobiliarias por más de COP3 billones.

La calificadora considera que Péntaco tiene incentivos fuertes para realizar una gestión buena sobre el portafolio, ya que de acuerdo con los términos del contrato entre el gestor inmobiliario y el administrador maestro, el primero recibirá una comisión fija sobre el valor de los activos del portafolio administrado y una comisión adicional por el desarrollo de nuevos negocios inmobiliarios.

Calidad y Características de los Activos

Fitch analizó varias características y condiciones de las propiedades que respalda la emisión, de manera que fuera posible establecer su relación con la continuidad y estabilidad en los retornos futuros de la transacción.

Ubicación

El portafolio está compuesto por 44 inmuebles ubicados principalmente en Bogotá, Cali y Barranquilla. Dentro de estas ciudades, las propiedades se encuentran distribuidas en lugares estratégicos cerca de vías principales y centros de comercio y oficinas. De acuerdo con los avalúos realizados por empresas independientes, la mayoría de los activos se encuentran calificados entre las categorías de bueno y muy bueno respecto a su ubicación. Fitch considera dentro del portafolio este atributo como fuerte ya que una ubicación estratégica puede atraer arrendatarios de mejor calidad y retener un mayor valor con el paso del tiempo.

Mercado

De acuerdo con la información de mercado presentada por TC con corte de junio de 2018, que contempla información y estadísticas recolectadas por Colliers y otras fuentes del sector, el mercado de oficinas presenta niveles altos de vacancia a nivel nacional. A pesar de que se observó una reducción entre el segundo semestre de 2017 (2S17) y el primer semestre de 2018 (1S18), el nivel de vacancia que se reporta a junio de 2018, 11,9%, se encuentra en el extremo del umbral, jalonado principalmente por Barranquilla (26,1%) y Bogotá (12,0%). De esta manera, se espera que el espacio disponible al término del 1S18 tome alrededor de 2,1 años en absorberse. De acuerdo con Colliers, existe una correlación entre los niveles de vacancia y los precios de arriendo, razón por la cual estos últimos han caído alrededor de 8,9% entre junio de 2017 y 2018.

Aunque con la modificación del portafolio, actualmente solo dos propiedades pertenecen al sector de oficinas, cuando se evalúa su peso dentro del portafolio según el valor de los inmuebles, este segmento representa más de 25%. Fitch considera que aunque los contratos de estos inmuebles tienen un plazo mínimo de 11 años, lo que mitiga los efectos que pueden tener niveles altos de vacancia sobre la estabilidad de los flujos, los contratos cuentan con una cláusula de terminación anticipada. Esta contempla un preaviso de entrega de 12 meses para oficinas, una penalidad al incumplir el preaviso mencionado y además un umbral de vacancia de máximo 4% anual respecto al valor de los inmuebles, que al ser incumplido genera la penalidad. En caso de ejecutarse, dejaría los inmuebles expuestos a los niveles altos de vacancia que presenta el mercado.

Respecto al sector comercial, específicamente en Bogotá, en donde se encuentra ubicado más de 63% del portafolio según el valor de los inmuebles, durante los últimos 2 años se presentó un aumento sostenido en los niveles de vacancia, de manera que a junio de 2018 el nivel reportado de 12,7%, supera el umbral establecido para este tipo de inmuebles. Lo anterior genera incertidumbre en el mercado ya que tan solo en los últimos seis meses los niveles aumentaron más de 2,5%.

Los contratos de arrendamiento de las propiedades del portafolio clasificados como inmuebles comerciales, alrededor de 75% de acuerdo al valor de mercado de los inmuebles, tienen un plazo mínimo de 10 años, lo que mitiga de alguna manera los efectos que podrían generar los niveles elevados de vacancia actuales sobre la estabilidad de los flujos. Sin embargo y como se expresó, dada la cláusula de terminación anticipada en los contratos de arrendamiento, que contempla por una parte un preaviso de entrega de ocho meses para locales comerciales a la calle, cuatro meses para locales en centros comerciales, una penalidad al incumplir el preaviso mencionado y además un umbral de vacancia de máximo 4% anual respecto al valor de los inmuebles, que al ser incumplido genera la penalidad, los inmuebles podrían quedar expuestos a los niveles altos de vacancia que tiene el mercado.

Por lo anterior, dada la potencial exposición que podrían llegar a tener los inmuebles, unido a la actual dinámica de mercado en cuanto se refiera al nivel de vacancias, Fitch clasificó este atributo como medio.

Entorno y Características de las Propiedades

Un porcentaje significativo del portafolio está conformado por sucursales bancarias que cuentan con servicio de asesoría y operaciones financieras. Además, el portafolio está conformado por cajeros automáticos y oficinas de Davivienda.

Fitch visitó las cinco propiedades más representativas (considerando su costo de avalúo) dentro del portafolio y determinó que la mayoría de las propiedades se distribuyen dentro de las ciudades principales de Colombia, y dentro de estas están ubicadas en lugares estratégicos cerca de las principales vías de acceso. De igual manera, al estar arrendados a una entidad bancaria tienen buenos niveles de seguridad y, en su mayoría, cuentan con acceso a diferentes opciones de estacionamientos, tanto públicos como privados.

La agencia considera este atributo como fuerte dentro del portafolio. Lo anterior se debe a que condiciones de entorno favorables pueden atraer arrendatarios con alta solidez en el mercado y retener un mayor valor de los inmuebles con el paso del tiempo.

Versatilidad

Respecto a la versatilidad de las propiedades, la mayoría de los inmuebles fueron categorizados por las empresas que realizaron los avalúos como edificaciones comerciales. Sin embargo, al considerar el valor de las propiedades, un porcentaje importante del portafolio está conformado por inmuebles localizados dentro de edificios de oficinas. Dadas las condiciones de flexibilidad de las propiedades para acomodar cualquier tipo de uso alternativo, la calificadora considera que la versatilidad de inmuebles comerciales es mayor frente a la versatilidad de inmuebles ubicados en edificios de oficinas, categorizando este atributo como fuerte-medio.

Cronograma de Vencimiento de los Arrendatarios

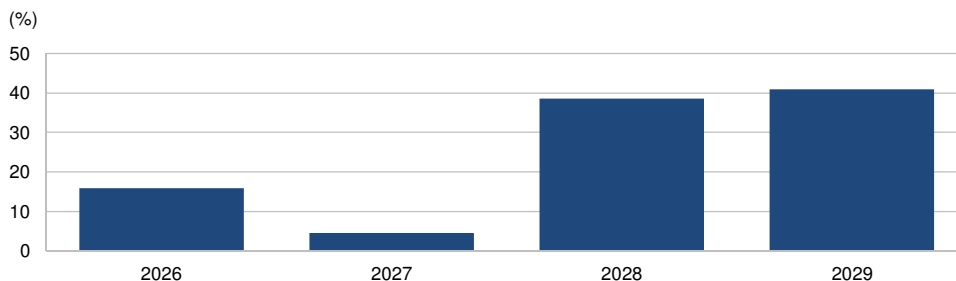
Fitch considera que un cronograma de vencimiento relativamente uniforme reduce el riesgo de que un número sustancial de contratos de arrendamiento finalice en un momento desfavorable del ciclo del mercado inmobiliario.

Al considerar el portafolio de propiedades, todos los inmuebles arrendados por Davivienda fueron negociados bajo condiciones muy similares, en diciembre de 2016 y diciembre de 2017, cuando se contempló una duración de contratos que oscila entre 10 y 12 años. En la anterior revisión, seis propiedades se encontraban en proceso de negociación, de estas una salió del portafolio y las otras cinco fueron adquiridas y arrendadas en junio y julio de 2018 bajo los mismo términos que el resto del portafolio. Fitch considera este atributo como fuerte. Esto se debe a que, al estar los

vencimientos de los arriendos distribuidos entre 2026 y 2029, se mitiga el riesgo de que los contratos terminen en un momento desfavorable del ciclo del mercado inmobiliario.

Cronograma de Vencimientos

De acuerdo al número de propiedades (%)



Fuente: Fitch con información proporcionada por TC.

Tasa de Renovación de los Contratos de Arrendamiento

Fitch evalúa este atributo de manera que pueda determinar la demanda que tiene en el mercado el inmueble. De acuerdo con los documentos provistos por la TC, los contratos fueron firmados en diciembre de 2016 y 2017, y en junio y julio de 2018, por un período mínimo de 10 años. Teniendo en cuenta estos plazos, los contratos no han sido renovados; sin embargo, Fitch calificó este atributo como fuerte, considerando que el término de los contratos puede traducirse en una demanda alta de los inmuebles.

Duración de los Contratos de Arrendamiento y Cronograma de Vencimiento

Los contratos de arrendamientos de los inmuebles que conforman el portafolio tienen un término mínimo de 10 años, brindándole estabilidad a los flujos de la transacción. Por lo anterior, Fitch clasifica este atributo como fuerte.

Renovación de Contratos

Los contratos de arrendamiento con Davivienda fueron firmados en diciembre de 2016 y 2017, y en junio y julio de 2018, por un término entre 10 años y 12 años, y su valor será ajustado anualmente de acuerdo con el índice de precios al consumidor (IPC). Teniendo en cuenta que no se espera vencimiento de contratos en el mediano plazo, debido a los términos de estos, la agencia considera este atributo como fuerte.

Arrendatarios

El único arrendador del portafolio de inmuebles es Davivienda, uno de los bancos más grandes de Colombia. En junio de 2018, Fitch calificó a Davivienda en 'AAA(col)', lo que soporta una calidad crediticia buena y permite establecer una capacidad de pago adecuada. Al considerar estas características, la agencia clasificó este atributo como fuerte.

Resumen

Al tomar en cuenta las características y calidad de los inmuebles, Fitch considera que estas brindan continuidad y estabilidad a los retornos futuros de la transacción.

Calidad y Características de los Activos

| | Factor de Calificación |
|---|-------------------------------|
| Ubicación | Fuerte |
| Mercados | Medio |
| Entorno | Fuerte |
| Características del edificio | Fuerte |
| Versatilidad | Fuerte-Medio |
| Cronograma de vencimiento de arrendamientos | Fuerte |
| Tasa renovación de contratos | Fuerte |
| Duración contratos de arrendamiento | Fuerte |
| Tasa de renovación de arrendamientos | Fuerte |
| Perfil arrendatario | Fuerte |
| General | Fuerte |

Fuente: Fitch con información proporcionada por TC.

Diversificación de los Activos

Fitch considera que la emisión cuenta con una diversificación alta, teniendo en cuenta que el portafolio está compuesto por 44 inmuebles, distribuidos en diferentes ciudades del país, ayudando a mitigar los efectos de una desaceleración económica en una región en particular. A pesar de que la transacción solo tiene un arrendatario, Davivienda, este presenta un perfil crediticio fuerte que soporta los flujos de la transacción.

Además, los documentos legales de la titularización establecen límites de concentración según la industria, la ubicación geográfica, ingresos que puede representar un arrendatario en un año, el tipo de propiedad y el valor mínimo de inversión, que están alineados la metodología de Fitch “Criterio de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios-Colombia” y mitigan contingencias específicas de la industria en períodos económicos adversos.

Es importante mencionar que el prospecto de la emisión contempla un período de 3 años para alcanzar los límites planteados.

Factores de Diversificación

| (%) | Límite de Concentración | Número de Propiedades | Suma de Avalúos | Suma Canon de Arrendamiento |
|---|--------------------------------|------------------------------|------------------------|------------------------------------|
| Industria | | | | |
| Bancos | 50 | 100 | 100 | 100 |
| Localización Geográfica (Áreas Metropolitanas) | | | | |
| Bogotá | Sin límite | 47,7 | 63,1 | 62,8 |
| Mayor a 1,000,000 | 50 | 31,8 | 27,8 | 27,9 |
| 500,000 - 1,000,000 | 30 | 4,5 | 2,2 | 2,2 |
| 300,000 - 500,000 | 20 | 4,5 | 2,8 | 3,0 |
| Menor a 300,000 | 15 | 11,4 | 4,1 | 4,1 |
| Arrendatario | | | | |
| Davivienda S.A. | 30 | 100 | 100 | 100 |
| Tipología de la Propiedad | | | | |
| Comercial | 70 | 95,5 | 74,9 | 74,8 |
| Industrial | 70 | - | - | - |
| Oficinas | 70 | 4,5 | 25,1 | 25,2 |

Notas:

1. La localización geográfica contempla el número de habitantes por área metropolitana.

2. Los límites de concentración consideran el último avalúo realizado a las propiedades en mayo de 2018.

Fuente: Fitch con información proporcionada por TC.

Estructura Financiera

Los ‘Títulos Participativos de la Universalidad TIN’ son una titularización de títulos participativos respaldados por activos inmobiliarios en Colombia, cuya primera emisión se espera emitir al mercado por un valor de COP162.750 millones en 2018, dentro de un programa total hasta por un

monto de COP2.000.000 millones con un término de 100 años prorrogables. Cabe resaltar que los títulos solo pueden ser redimidos una vez se expire la Universalidad TIN.

De acuerdo con los documentos legales provistos por TC, los inversionistas tienen derecho de recibir en forma mensual todos los flujos netos derivados de los arrendamientos de las propiedades que respaldan la emisión. Además, si un activo dentro de la Universalidad es vendido y en caso de que el dinero no sea reinvertido en la compra de una propiedad nueva para explotación económica, los inversionistas recibirán los ingresos netos por esta venta, exponiéndolos a la apreciación o depreciación del valor de mercado de estas propiedades.

El programa contempla la emisión de nuevos tramos siempre y cuando el cupo global no haya sido alcanzado y no se haya excedido un plazo superior a 3 años desde la primera emisión. De acuerdo con el prospecto del programa, los inmuebles que respalden nuevos tramos se fungirán con las propiedades que ya hacían parte del portafolio, de manera que independientemente del tramo en el que haya invertido el tenedor, su inversión será respaldada por la totalidad de los activos.

Los ingresos que se obtengan por la primera emisión del programa, cuya calificación se contempla en este documento, serán destinados para la adquisición de los activos que respaldarán la emisión. Los ingresos obtenidos por nuevas emisiones serán utilizados para la adquisición de nuevos inmuebles y reparaciones, remodelaciones mantenimiento, entre otras inversiones que requieran las propiedades que ya hagan parte del programa.

De acuerdo con el prospecto del programa, la Universalidad TIN cuenta con un fondo de readquisición de títulos en donde los tenedores tendrán la opción de ofrecer sus títulos al emisor con cargo y respaldo exclusivo de la Universalidad. Para este efecto, cada tenedor podrá solicitar la readquisición de hasta 10% de los títulos que haya adquirido y mantenido durante un período superior a 10 años consecutivos e ininterrumpidos, contados a partir de la fecha de adquisición. Además, la readquisición sólo podrá realizarse sobre unidades completas de títulos y su valor corresponderá al mínimo entre el valor de los títulos publicado por el emisor y el valor de mercado para readquisición (de existir), previa deducción, a título de descuento, de 15%.

Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos

Reconocimiento de Arrendamientos: El portafolio actual de activos tiene en promedio un valor de arriendo por metro cuadrado de COP75.440 que, de acuerdo a los contratos de arrendamiento, aumentará anualmente según el IPC

Para la agencia los arrendamientos tienden a migrar hacia niveles de mercado en el largo plazo o incluso por debajo de los niveles de mercado actuales, si el desempeño de mercado se deteriora más allá de los niveles actuales. Al considerar que, de acuerdo con los avalúos provistos por TC y realizados por Logan y Colliers, el valor promedio por metro cuadrado del mercado es aproximadamente de COP82.926, Fitch considera este atributo como fuerte dentro de la transacción.

Vacancias: La propiedades no han presentado vacancia teniendo en cuenta que anteriormente los inmuebles eran propiedad de su actual arrendatario, Davivienda, uno de los bancos más importantes del país. De igual forma, los contratos de arrendamiento, que fueron firmados en diciembre de 2016 y 2017, y en junio y julio de 2018 tienen un término mínimo de 10 años.

Fitch considera que los arrendatarios de grado de inversión con contratos de arrendamiento de largo plazo deberían poseer una tasa de vacancia más baja y así contribuir a una estabilidad mayor en los flujos de caja, razón por la cual se caracteriza este atributo como fuerte.

Otros Ingresos: La transacción no tiene fuentes de ingresos diferentes al canon mensual de arrendamiento que sean consideradas sostenibles y recurrentes, por lo que para el cálculo del ingreso operacional neto (NOI, por sus siglas en inglés) no se incluyeron ingresos diferentes a los cánones de arrendamiento.

Comisiones de Administración: Las comisiones representan aproximadamente 35% del total de gastos anuales. De acuerdo con el contrato del administrador inmobiliario, este recibirá una comisión de 0,2% anual respecto al valor de los bienes inmuebles que administre. Por otro lado, el gestor del portafolio recibirá una comisión fija por su gestión, de 0,3% anual sobre el valor de los activos y una comisión de estructuración de 1,25% por una sola vez, sobre los nuevos negocios inmobiliarios efectivos que genere. Las comisiones de administración están alineadas con los niveles de mercado, atributo que la agencia ve como fuerte y sostenible en el tiempo.

Impuestos sobre Bienes Raíces: El impuesto predial representa alrededor de 48% de los gastos anuales. El valor de este impuesto se relaciona directamente con el aumento del valor de mercado del bien.

Dentro de las proyecciones realizadas por el administrador maestro, el cálculo de los impuestos está alineado tanto con el mercado como con la legislación de Colombia. La agencia considera este atributo como fuerte y sostenible en el tiempo.

Seguros: Las propiedades que harán parte del portafolio inmobiliario cuentan con seguros contra todo riesgo que mitiga cualquier tipo de siniestro. La póliza fue otorgada por Zurich Colombia Seguros S.A. y tiene vigencia hasta mayo de 2019.

De acuerdo con las proyecciones realizadas por el administrador maestro, se espera que la prima de seguro incremente a través de los años. Fitch considera este atributo como fuerte, ya que brinda sostenibilidad al nivel de gastos.

Otros Gastos: Otros gastos considerados para el cálculo del NOI incluyen el avalúo de los inmuebles, honorarios al comité asesor, entre otros.

Costos de Reposición: De acuerdo con la información provista por TC, se proyectan reparaciones locativas (corresponden a intervenciones por mantenimiento o reparaciones del inmueble) por valor de COP1.000 por metro cuadrado anuales e inversión en capital (capex) para locales a la Calle de COP3.000 por metro cuadrado anuales. Fitch considera que este atributo es fuerte, ya que al realizar esas gestiones en forma regular sobre ciertos activos que cuentan con una vida útil fija, se mantiene e incluso puede mejorar la competitividad de la propiedad.

Costos Asociados al Arrendamiento de Propiedades: Aunque actualmente las propiedades no requieren de inyecciones de capital para realizar remodelaciones o reparaciones, como se observa en la siguiente sección, de acuerdo con las proyecciones de los niveles de flujo de caja realizados por el administrador maestro, la generación de efectivo es suficiente para garantizar un mantenimiento apropiado de la propiedades y distribuir un porcentaje de rendimientos a los tenedores.

Estabilidad y Predictibilidad de los Rendimientos Generados

De acuerdo con el valor de las propiedades consignado en los avalúos que fueron provistos por el administrador maestro, y el monto al que se espera emitir la primera emisión del programa, la agencia calculó, para el análisis de mercado, el valor reportado de los activos (RAV, por sus siglas en inglés) sobre el valor de adquisición de los títulos (AC, por sus siglas en inglés). Se espera que al momento de la emisión el RAV entre AC se mantenga por debajo de uno, lo que se explica por el

monto de emisión del primer tramo, que no solo incorpora el valor de los activos, sino que también contempla los costos que se generan al emitir una titularización en el mercado.

Ahora bien, para determinar el rendimiento de la emisión basado en la generación de ingresos, Fitch considero la cascada de pagos, tal como se especifica en los documentos de la emisión, además de los ingresos y costos especificados en la sección “Consideraciones Relacionadas con la Generación de Ingresos”, que fueron provistos por TC. Con estos valores fue posible medir el NOI como porcentaje del AC y del RAV, y de acuerdo con los resultados, la calificadora espera que al momento de emisión presente un rendimiento positivo.

A partir de las condiciones de mercado, la diversificación del portafolio y las expectativas frente al rendimiento del primer tramo, Fitch espera que la emisión genere rentabilidad. Esta afirmación estará sujeta a las condiciones finales de la primera emisión del programa en el mercado.

Una vez emitido el primer tramo, la calificadora revisará a través de un comité de calificación por lo menos una vez al año, o antes en caso de que el desempeño del activo muestre deterioro u ocurra cualquier evento que impacte el desarrollo del portafolio, el comportamiento de las diferentes variables plasmadas en este documento, a través de las cuales se determina la calificación.

Información Importante

El presente análisis no incluye la calificación de la calidad crediticia de los arrendatarios para el pago del canon. Tampoco incorpora la calificación de la calidad crediticia ni la de la fortaleza financiera de la compañía de seguros que expide pólizas en beneficio a la Universalidad, a fin de pagar indemnizaciones.

Para evitar dudas, en su análisis crediticio, la agencia se basa en opiniones legales o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como Fitch siempre ha dejado claro, la calificadora no provee asesoramiento legal o impositivo ni confirma que las opiniones legales o impositivas o cualquier otro documento o estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe deja en claro que este no constituye una recomendación legal, impositiva o de estructuración de Fitch y no debe ser usado para ese fin. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.

Apéndice A: Resumen de la Transacción

Universalidad TIN Colombia /Títulos Participativos

Estructura de Capital

| Títulos | Monto (Millones) | Avalúo Activos (Millones) | Plazo | Calificación | Perspectiva |
|-------------------|------------------|---------------------------|------------------------|--------------|-------------|
| Primera emisión | | | 100 años, prorrogables | iAAA(col) | Estable |
| Universalidad TIN | COP162.750 | COP156.999 | | | |

La calificación se basa en información provista por el originador con corte a febrero de 2018 y avalúos comerciales a corte de mayo de 2018. Sin embargo, está sujeta a la documentación definitiva al cierre de la operación.

Nota: La calificación no es una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

Información Clave

| Detalles | | Contrapartes | |
|--------------------------------------|---|-------------------------------------|---------------------------|
| Fecha de Cierre de la Emisión | No Definido | Originador/Emisor | Titularizadora Colombiana |
| País y Tipo de Activos | Colombia/ Títulos Participativos | Administrador del Activo | CBRE |
| País de Emisor | Colombia | Administrador Maestro | Titularizadora Colombiana |
| Analista | Melissa Franco | Administrador del Portafolio | Péntaco |
| Líder | +57 1 484 6770 ext. 1252 melissa.francogody@fitchratings.com | | |
| Analista Secundario | Santiago Toro +57 1 484 6770 ext. 1251 santiago.toro@fitchratings.com | Banco de Cuenta Colectora | No Definido |

Factores Clave de la Clasificación

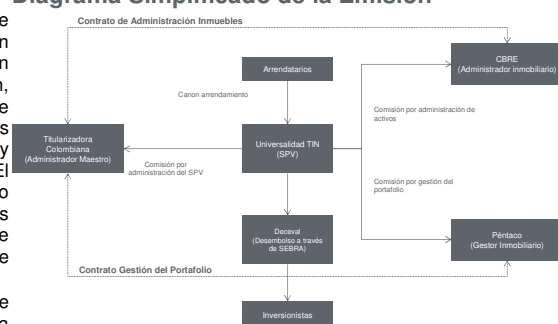
Calidad y Características de los Activos: Los activos que respaldan el primer tramo tienen atributos que están alineados con las categorías de fortaleza alta de calificación y que son coherentes con factores fundamentales de localización, características de las propiedades, duración de los contratos de arrendamiento y el perfil del arrendatario. La mayoría de las propiedades se distribuyen en diferentes ciudades de Colombia y en lugares estratégicos cerca de las vías principales de acceso. El portafolio actual está totalmente arrendado, con un plazo mínimo de 10 años, a Banco Davivienda S.A. (Davivienda), uno de los bancos más grandes e importantes del país con un perfil sólido de crédito. Estas características brindan estabilidad a los flujos de transacción.

Experiencia del Administrador Inmobiliario: Fitch considera que el conocimiento y la experiencia de CB Richard Ellis (CBRE), una de las compañías más grandes a nivel mundial en servicios inmobiliarios, son factores clave que respaldan la transacción. Además, Péntaco como administrador del portafolio, con más de 8 años de experiencia, a través de su equipo directivo, estructurando y administrando vehículos de inversión inmobiliaria, buscará potencializar su rendimiento. La gestión adecuada de las propiedades y del portafolio permitirá una generación de flujo estable que logrará una valoración de los activos a lo largo del tiempo.

Diversificación del Portafolio: El portafolio actual de activos está compuesto por 44 propiedades distribuidas principalmente en Bogotá (63%), Barranquilla (13%) y Cartagena (7%), considerando el avalúo comercial de los inmuebles a mayo de 2018. Los documentos legales de la titularización establecen límites de concentración según industria, ubicación geográfica, ingresos que puede representar un arrendatario en un año, tipo de propiedad y valor mínimo de inversión; todos alineados con el "Criterio de Títulos Participativos Respaldados por Activos Inmobiliarios-Colombia" de Fitch, y que mitigan contingencias específicas de la industria en períodos económicos adversos. El portafolio inmobiliario actual no cumple con esos límites, ya que después de la primera emisión el programa tiene 3 años para alcanzarlos.

Estructura Legal Adecuada de la Transacción: La emisión de los Títulos TIN es estructurada de conformidad con el artículo 72 de la Ley 1328 de 2009, el artículo 169 de la Ley 1753 de 2015 y las normas de titularización previstas en el Decreto 2555 de 2010. Los activos inmobiliarios son objeto de separación y aislamiento patrimonial en la universalidad. Lo ingresos actuales provenientes de la explotación económica de los inmuebles aseguran la cobertura de los costos operacionales y administrativos de las propiedades, el pago de comisiones, entre otros, e incluyen un rendimiento para los inversionistas. Además, el flujo de caja proyectado contempla un presupuesto para realizar mejoras en las propiedades, lo que vela por la conservación de los inmuebles y busca brindar una estabilidad mayor en los rendimientos.

Diagrama Simplificado de la Emisión



Fuente: Fitch con información proporcionada por Titularizadora Colombiana.

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE [HTTPS://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2018 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, así como en la realización de otros informes (incluyendo información prospectiva), Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones e informes de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación o un informe será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones y sus informes, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones y las proyecciones de información financiera y de otro tipo son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones y proyecciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación o una proyección.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo, y Fitch no representa o garantiza que el informe o cualquiera de sus contenidos cumplirán alguno de los requerimientos de un destinatario del informe. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión y los informes realizados por Fitch se basan en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones y los informes son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por una calificación o un informe. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1,000 a USD750,000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10,000 y USD1,500,000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.

Solamente para Australia, Nueva Zelanda, Taiwán y Corea del Norte: Fitch Australia Pty Ltd tiene una licencia australiana de servicios financieros (licencia no. 337123) que le autoriza a proveer calificaciones crediticias solamente a "clientes mayoristas". La información de calificaciones crediticias publicada por Fitch no tiene el fin de ser utilizada por personas que sean "clientes minoristas" según la definición de la "Corporations Act 2001".