

Reporte de calificación

PROGRAMA DE TÍTULOS
PARTICIPATIVOS PATRIMONIO
AUTÓNOMO ESTRATEGIAS
INMOBILIARIAS (PEI) administrado
por PEI Asset Management S.A.S.

Contactos:

Juan Camilo Córdoba Pérez
juan.camilo.cordoba@spglobal.com
María Carolina Barón Buitrago
maria.baron@spglobal.com

PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

REVISIÓN PERIÓDICA	
Títulos de Participación Inmobiliaria	Calificación i AAA
Cifras al 31 de diciembre de 2023:	Historia de la calificación:
Valor total del Programa: COP 8.5 billones	Revisión periódica Mar./23: i AAA
Valor total colocado: COP 3.7 billones.	Revisión periódica Mar./22: i AAA
Grupo de activos que componen el PEI: 164	Revisión periódica Mar./21: i AAA
Rentabilidad anual 2023: 13.76% E.A.	Calificación inicial Dic./06: i AA+

Introducción

A diferencia de un instrumento de deuda, las titularizaciones de títulos participativos respaldadas por inmuebles no se comprometen al pago de capitales ni de intereses, de ahí que exista una escala particular para este tipo de instrumentos (i-calificación otorgada). Este tipo de emisiones se hace a través de vehículos de inversión que desarrollan, compran y administran activos inmobiliarios y arriendan el espacio a inquilinos que posteriormente pagan una renta. Una vez cubiertos los gastos y obligaciones del vehículo, se distribuye entre sus inversionistas 100% de su flujo de caja distribuible a manera de rendimientos. Adicionalmente, el retorno de estos vehículos incluye el valor de la apreciación comercial de los inmuebles.

La calificación de títulos de participación inmobiliaria es una evaluación sobre la probabilidad de que el vehículo pueda generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital de los inversionistas en el largo plazo. De esta manera, el análisis se centra en los factores que determinan la estabilidad financiera y operativa del vehículo, principalmente, los flujos de arrendamientos, la valorización de las propiedades y la capacidad del administrador y de las otras partes relacionadas para cumplir los lineamientos del prospecto de colocación.

I. RESUMEN

- Confirmamos la calificación de títulos de participación inmobiliaria de i AAA del Programa de Títulos Participativos Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) Administrado por PEI Asset Management S.A.S.

PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

- La decisión se deriva de la capacidad del portafolio de cumplir con la rentabilidad estimada y de recuperar el capital invertido en el largo plazo, incluso ante escenarios de estrés que puedan impactar el flujo de caja distribuible en el corto plazo.
- La calificación también incorpora la adecuada diversificación y la calidad de activos que respaldan los títulos inmobiliarios, esto se refleja en un crecimiento estable del flujo de caja y una constante valorización de los activos.

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 21 de marzo de 2024. El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A., en revisión periódica, confirmó la calificación de títulos de participación inmobiliaria de i AAA al Programa de Títulos Participativos Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

La escala de calificación de los títulos participativos evalúa dos factores. Primero, la probabilidad de generar los rendimientos proyectados. En este caso particular, el rendimiento se compone tanto del flujo de caja distribuido, después de cubrir las operaciones y las obligaciones financieras, como de la valorización de los activos. Es importante resaltar que compañías independientes realizan los avalúos, y la política del vehículo es que ninguna de estas haga el análisis por más de tres años consecutivos.

Esperamos que, en el corto plazo, la rentabilidad por flujo de caja esté presionada por el gasto financiero del vehículo, pero mantenga la tendencia de recuperación observada en 2023. Sin embargo, este efecto se compensa por la valorización de los activos, pues estos son de alta calidad en el mercado y el PEI (Patrimonio Estrategias Inmobiliarias) hace un mantenimiento constante que se refleja en los avalúos anuales. De tal manera, estimamos que la rentabilidad del vehículo pueda cumplir con el objetivo del administrador (IPC +6.7% a 6.9%) en el largo plazo. Además, proyectamos una recuperación del *Dividend Yield Patrimonial* a niveles superiores al 4% a partir de 2026 (1.1% a cierre de 2023), impulsado por la estrategia de escalamiento de rentas y la optimización de gastos operacionales del vehículo.

El segundo factor que considera la calificación de los títulos es la capacidad de recuperar el capital invertido por el inversionista. Este tiempo de recuperación cambia para los últimos tramos emitidos, ya que, a medida que el número de títulos del vehículo incrementa, el flujo de caja nominal recibido por cada uno es menor, especialmente en escenarios que imponen presión al flujo de caja distribuible. A pesar de esto, por la indexación de los contratos a la inflación, los ingresos reales y la valorización de los activos mantendrían una tendencia estable que permitiría a los inversionistas recuperar su capital en los próximos 10 a 15 años. Estos factores, junto con los resultados inmobiliarios del vehículo, son consistentes con la calificación 'i AAA'. Lo anterior también está fundamentado en la calidad de activos y la diversificación geográfica y por categorías que tiene el portafolio.

Es importante tener en cuenta que los títulos participativos no son una obligación crediticia por lo que el PEI no está obligado a cumplir con algún monto o porcentaje de distribución a final de cada año. Además, en el prospecto aclaran que los rendimientos proyectados no están garantizados, sino que dependerán del comportamiento del mercado inmobiliario y los activos del portafolio. Por lo tanto, la rentabilidad estimada puede cambiarse sin incumplir con el prospecto como hemos observado en años anteriores.

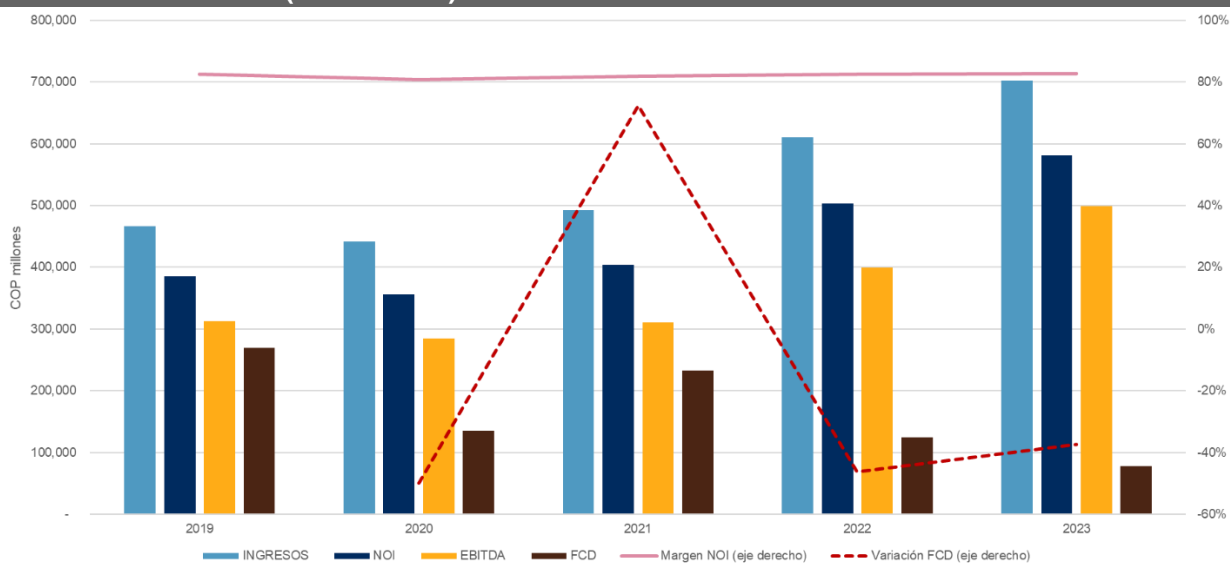
PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

En 2023, los resultados operativos del vehículo mejoraron frente al cierre de 2022. El Ingreso Neto Operativo (NOI por sus siglas en inglés) creció 15.5% y el EBITDA 24.9%; niveles máximos históricos desde el inicio de operaciones del PEI. Estas variaciones fueron resultado de la mejora de las tasas de vacancia y la absorción del IPC observado en los últimos años en los contratos de arrendamiento. La vacancia física cerró 2023 en 4.3%, inferior a la de 2022 de 5.7%, y en línea con el rango objetivo del PEI en torno a 5%. Sin embargo, la vacancia económica se mantiene por encima de este rango, ya que pasó a 6.0% en 2023 desde 7.6% en 2022. Esto es resultado de tener activos vacantes con alto valor de arrendamiento.

Paralelamente, el comportamiento del *cap rate* refleja la capacidad de generación de caja operativa por parte de los activos que componen el portafolio; este se mantuvo por encima de 6.57% a lo largo de 2023, recuperando de manera consistente el nivel observado en 2019. Lo anterior refleja la fortaleza institucional del gestor, la adecuada diversificación de su portafolio y un horizonte de inversión a largo plazo. Consideramos que estas características le permitirían contar con fundamentos suficientes para afrontar situaciones adversas en el futuro.

Aún con los buenos resultados registrados en 2023, el flujo de caja distribuible al inversionista se redujo un 37.4% (ver Gráfico 1). Explicado por el nivel en el endeudamiento del PEI los últimos años y la indexación del 80.9% de las obligaciones a tasas variables. Lo anterior generó un incremento del 62.3% de gasto financiero.

Gráfico 1
Cifras financieras PEI (en millones)



Fuente PEI. Elaboración BRC

En nuestra opinión, la rentabilidad por flujo de caja en 2024 llegará a niveles cercanos a 1.9%, aún sin recuperar la capacidad de distribución prepandemia. A pesar de esto, estimamos que la rentabilidad total del vehículo esté alrededor de 12%. Lo anterior, por la valorización de los activos que captura los ajustes por IPC que tienen los contratos de arrendamiento y el mantenimiento de los mismos que hace el PEI como administrador.

PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

Este resultado no afectaría la capacidad del vehículo de cumplir su rentabilidad estimada en el largo plazo. Proyectamos una recuperación gradual del flujo de caja en 2024 y 2025 que compensaría la caída en los últimos años. No obstante, un mayor deterioro de los factores macroeconómicos que impacten la generación de caja del portafolio, niveles de endeudamiento superiores al registro en 2023, una expansión más agresiva de activos no estabilizados o resultados desfavorables en la valorización de los activos podrían modificar nuestra perspectiva y por lo tanto la calificación.

Portafolio de activos

El portafolio de activos inmobiliarios ha mantenido una alta calidad, producto del robusto proceso que sigue el PEI al momento de realizar sus inversiones y el alto grado de conocimiento del mercado inmobiliario en Colombia. A lo largo del 2023 el administrador cerró la primera desinversión relevante en la historia del vehículo. Esto correspondió a la venta de una bodega en Yumbo por un valor de \$8,800 millones de pesos colombianos (COP) (97% del valor en libros). Según las adendas hechas al prospecto el año pasado, estos recursos podrían ser usados para prepago de la deuda o distribución extraordinaria a los inversionistas.

No consideramos nuevas adquisiciones de activos en el corto plazo por lo que la composición del portafolio debería mantenerse estable hacia 2024 y 2025. Daremos seguimiento a posibles desinversiones, redesarrollos o reconversiones de activos y su impacto en los resultados operativos y financieros del vehículo en el mediano y largo plazo.

Actualmente, la diversificación geográfica medida a partir de los cánones de arrendamiento no ha tenido cambios significativos respecto a lo observado un año antes. Bogotá se mantiene como la ciudad con mayor participación (48%). Las ciudades que le siguen son Cali, Medellín y Barranquilla con concentraciones entre el 6% y el 14%. Consideramos que dicha diversificación es adecuada y permite cubrirse de la volatilidad económica en algunas regiones del país.

Destacamos la atomización de los arrendatarios del PEI, cuyo límite establecido es 20% de los ingresos anuales. Davivienda, quien tiene mayor representación, se mantiene en niveles entre 7% y 8% de los ingresos, reduciendo su participación desde 10% en 2021. El resto de los arrendatarios no superan el 4%. Nutresa entró a ser parte de los más representativos en el portafolio, respecto al año anterior con una participación del 3%.

Los activos bajo administración están clasificados principalmente en cuatro líneas de negocio: comercio, corporativo, logística y especializados. La composición por línea de negocio (según el valor de las propiedades) a diciembre de 2023 se encuentra dentro de los límites establecidos por tipo de activo del 70%. Destacamos la concentración en activos corporativos y comerciales, que representan en promedio un 78% del valor total del portafolio, pues son los sectores con mayor volatilidad en su vacancia histórica. Por lo tanto, condiciones de alta inflación persistentes o un bajo crecimiento económico podrían impactar la línea de ingresos por arrendamientos en estos sectores a través de la vacancia. Lo anterior lo consideramos dentro de nuestros escenarios en las proyecciones de rentabilidad. En caso de observar una mayor concentración en segmentos más riesgosos podríamos bajar la calificación, en tanto esta se traduzca en mayor riesgo de capacidad de generación de rendimientos por caja distribuida.

Administración del portafolio

PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

El PEI basa sus adquisiciones en un estudio detallado de las condiciones del inmueble, sus posibilidades de uso y su expectativa de la evolución del valor de estos. La alta calidad de los activos y las constantes labores de mantenimiento que realiza el vehículo sobre los mismos ha permitido que la valorización compense parcialmente las variaciones del flujo de caja distribuible en los últimos años. Por ejemplo, la rentabilidad por valorización en 2023 fue de 12.50% (superior al IPC de 9.28%). El valor intrínseco de los activos se mantiene resiliente en términos reales lo que refleja la fortaleza del portafolio y su adecuada administración.

En 2023, el PEI ejecutó COP44,331 millones destinados a gastos de capital (capex), un incremento del 18.3% frente al de 2022. Para 2024, esperamos que este rubro sea aproximadamente de COP36,000 millones, tras la finalización de la instalación de cubiertas en activos logísticos y otras adecuaciones el año anterior.

La vacancia económica cerró el 2023 en 6.0%, una mejora de 160 pbs desde el año anterior. La física estuvo por debajo del nivel objetivo de 5% al ser 4.3%. En el último año, la diferencia entre estas se ha reducido aproximadamente a 2.1%, promedio anual, desde 2.9% en 2022. Dicho comportamiento refleja el efecto del escalonamiento de rentas y la colocación de activos con mayores cánones de arrendamiento.

Con respecto a la evolución de la cartera neta (cartera actual menos provisiones contables), observamos un comportamiento estable de 2022 a 2023. El último año representó un 0.5% de los ingresos totales, con un incremento de 8 puntos base (pbs) desde 2022. Proyectamos un comportamiento estable en la cartera considerando la calidad de arrendatarios en el portafolio, sumado a la estrategia de estabilización del administrador con periodos de gracia y posterior escalamiento en rentas.

El resultado del EBITDA, mencionado anteriormente, también se explica por las reducciones en las comisiones de administración modificadas en el prospecto del segundo semestre de 2023. Esto, con el objetivo de anclar estos gastos al resultado operativo y financiero del vehículo. Consideramos que estos cambios favorecen el flujo de caja distribuible a partir de optimización en los gastos y genera incentivos para desapalancar el vehículo, especialmente en escenarios de resultados operativos volátiles.

Rentabilidad

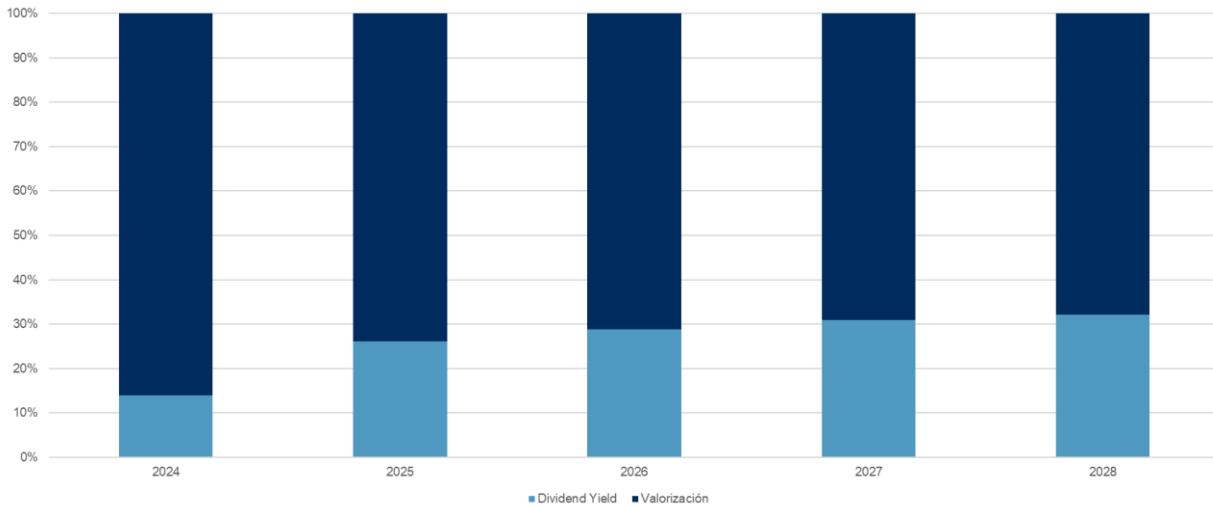
El PEI continúa ajustando sus proyecciones de rentabilidad base a 10 años. Para esta revisión estiman una menor rentabilidad frente a la proyectada en la revisión pasada de IPC + 6.7 a 6.9% desde IPC + 6.9% a 7.1%. Estas estimaciones se mantienen por encima de los pares y del mercado.

Es importante considerar que la estrategia de endeudamiento para financiar las adquisiciones del PEI ha impactado la rentabilidad por flujo de caja del vehículo, de manera que pasó a 1.1% en 2023 desde 3.5% en 2022 y 4.8% en 2021. Este resultado superó nuestra proyección para 2023. Estimamos un *Dividend yield* de alrededor de 1.9% a cierre de 2024, con una recuperación gradual hasta niveles superiores al 4% en 2026.

A pesar de esto, la rentabilidad total del vehículo en escenarios de alta inflación, como el observado los últimos años, se compensa por el impulso en valorización que implica el ajuste al IPC de los contratos de arrendamiento. En 2023, la rentabilidad por valorización fue de 12.5% (superior a la inflación en el año), y el retorno anual consolidado fue de 13.76%. Nuestras proyecciones indican que el vehículo sería capaz de mantener su rentabilidad por encima del *benchmark* IPC + 6.7% a 6.9% en el largo plazo. Esto,

incorporando la recuperación del *Dividend Yield* (ver Gráfico 2), con lo que aumenta su representatividad en la rentabilidad anual del vehículo.

Gráfico 2
Proyecciones rentabilidad por valorización y *Dividend yield*



Elaboración: BRC

IV. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué puede llevarnos a mantener la calificación

- La generación de rendimientos distribuibles estables y la conservación del capital de los inversionistas.
- El cumplimiento tanto del plan de adquisiciones como de sus proyecciones financieras.
- La constante valorización de los activos por encima del IPC observado.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- El deterioro del flujo de caja del PEI, por cualquier factor asociado con el decrecimiento de los ingresos o el crecimiento de los gastos, que afecte la distribución de rendimientos a los tenedores de los títulos participativos de manera consistente.
- Niveles de endeudamiento superiores a los límites establecidos.
- Un aumento constante en la volatilidad del flujo de caja generado por el portafolio, acompañado de una reducción del *Dividend Yield* pagado a los inversionistas.

V. DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

La consecución de los recursos para la constitución del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias se inicia con la emisión de títulos respaldados por los derechos y las obligaciones de los contratos de promesa de compraventa de los activos inmobiliarios previamente firmados con los propietarios de los bienes. El patrimonio autónomo únicamente compra aquellas propiedades que ya se encuentren arrendadas (en caso

PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

contrario, debe contar con la aprobación del Comité Asesor), condición que busca garantizar la estabilidad de los ingresos una vez que se haya realizado la inversión en el activo.

Con los recursos provenientes de la emisión se ejecutan los contratos de compraventa y los activos pasan a ser propiedad del patrimonio autónomo. Dichos inmuebles constituyen el portafolio de inversiones que conforma el PEI, y los administra por un operador profesional, que se encarga de todos los procesos de mantenimiento y el funcionamiento de las instalaciones (vigilancia, aseo, administración, entre otros).

Con la titularidad de los bienes, el patrimonio autónomo recibe como principal ingreso las rentas de las mencionadas propiedades, las cuales se convertirán, luego de cancelar todos los costos y gastos de emisión, administración y operación, en la parte principal de los rendimientos distribuibles que, a su vez, junto con la valorización o la desvalorización de los activos, determinarán la rentabilidad de los inversionistas.

Gráfico 3
Esquema de la titularización



Fuente: PEI

VI. CONTINGENCIAS

Según información del calificado, a diciembre de 2022 no tenía procesos jurídicos que pudieran afectar su posición patrimonial.

VII. INFORMACIÓN ADICIONAL

**PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS
INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.**

Tipo de calificación	Títulos de participación inmobiliaria
Número de acta	2518
Fecha del comité	21 de marzo de 2024
Tipo de revisión	Revisión periódica
Administrador	PEI Asset Management S.A.S.
Miembros del comité	María Carolina Barón Buitrago
	María Soledad Mosquera
	Patricia Calvo

Historia de la calificación

Revisión periódica Marzo/23: i AAA
Revisión periódica Marzo/22: i AAA
Calificación inicial Diciembre/06: i AA+

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

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

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros auditados de los últimos tres años y no auditados a diciembre del 2023.

En caso de tener alguna inquietud en relación con los indicadores incluidos en este documento, puede consultar el glosario en www.brc.com.co

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

VIII. 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

Una calificación de riesgo emitida por BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores es una opinión técnica y en ningún momento pretende ser una recomendación para comprar, vender o mantener una inversión determinada y/o un valor, ni implica una garantía de pago del título, sino una evaluación sobre la probabilidad de que el capital del mismo y sus rendimientos sean cancelados oportunamente. La información contenida en esta publicación ha sido obtenida de fuentes que se presumen

**PROGRAMA DE TÍTULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS
INMOBILIARIAS (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.**

confiables y precisas; por ello, no asumimos responsabilidad por errores u omisiones o por resultados derivados del uso de esta información.
