

**PATRIMONIO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS**

Llegada a la rueda de renta variable y actualizamos recomendación

Rodrigo Sánchez - Equipo Corredores, Katherine Ortiz - Equipo Corredores / Agosto 22 2022

Este documento busca hacer un análisis detallado de las oportunidades y los factores de riesgo que afronta el Patrimonio Estrategias Inmobiliarias – PEI, pero a su vez propende en brindar información general sobre el vehículo y el sector para posibles nuevos inversionistas, considerando el cambio a la rueda de renta variable.

P.O. 2023 FA: 96,300 / SOBREPONDERAR

Potencial: 48%	P/VL actual: 0.55x	Max 52 Semanas (COP): 93,145
Cierre (COP): 65,321	P/E actual: 13.8x	Min 52 Semanas (COP): 65,321
Market Cap (COP): 2.8 bn	Flujo 2023E (COP): 3,522	#títulos: 43,142,200
PEI CB	Riesgo: Medio	Bloomberg: RESP COAR GO

Tras casi dos décadas de historia en el mercado colombiano, el PEI ha migrado su negociación al mercado de renta variable. Por otro lado, los cambios en tendencias, sumados al contexto global en mercados financieros, se han convertido en factores determinantes para el apetito de inversionistas y las expectativas sobre el PEI. Hemos actualizado nuestra cobertura, recomendación y Precio Objetivo del activo

En el presente informe, podrá encontrar información sobre:

- > ¿De cuánto debería ser el descuento justo?
- > ¿Es buen momento para comprar PEI?
- > Ficha técnica
- > ¿Qué ha cambiado frente a nuestra última actualización?
- > Tesis de inversión
- > Riesgos
- > Valoración y recomendación
- > ¿Qué justifica el precio actual desde una perspectiva fundamental?
- > Descripción y generalidades del PEI

¿De cuánto debería ser el descuento justo?

Nuestra estimación apunta a que el descuento justo al que debería negociar un título de PEI frente a su NAV es del 20%. Esta estimación es resultado de la aplicación de distintas metodologías de valoración, incluyendo flujo de caja, descuento de flujos distribuibles y múltiplos de mercado. Además, considerando el contexto actual de expectativas de retorno y oportunidad en otros activos, como la renta fija, para que el PEI se establezca como una alternativa de inversión con una relación riesgo/retorno atractiva, un inversionista debería adquirir el título a descuento.

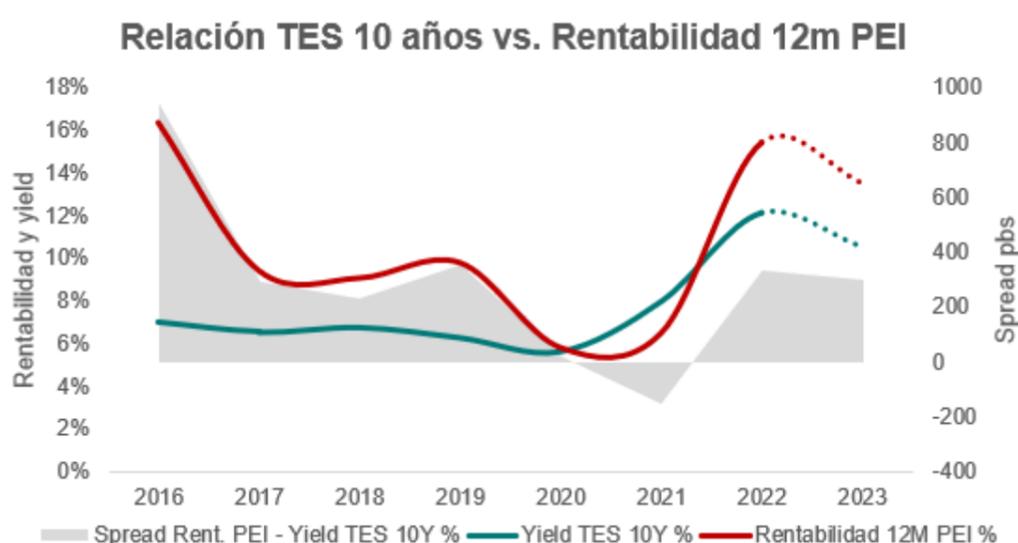
En este sentido, el descuento al que transa actualmente el título, el cual ha promediado más del 40% desde que inició el segundo semestre de 2022, luce excesivo y convierte a los TEIS (Títulos de participación en PEI) en una alternativa de inversión atractiva.

Uno de los cambios importantes que decidimos realizar en esta actualización fue la incorporación de una valoración por múltiplos de mercado de vehículos comparables en la región, dado que consideramos que la migración a la rueda de renta variable de PEI lo expondrá más a ser comparado frente a otras alternativas de su sector, donde en general en Latinoamérica y Colombia, los descuentos son significativos, aunque eso es algo que buscaremos explorar más adelante.

¿Es buen momento para comprar PEI?

Como en cualquier inversión en el mercado de capitales, es muy difícil determinar el momento óptimo para comprar los títulos para maximizar la rentabilidad. Sin embargo, hay algunos factores que quisiéramos destacar en este aspecto.

- > En el corto plazo, la posibilidad de recesión en algunas de las principales economías del mundo y el nivel de tasas de interés hace que el costo de oportunidad de estar invertido en activos de riesgo, como acciones e incluso activos inmobiliarios pueda ser alto frente a alternativas de renta fija. En este orden de ideas, nuestra expectativa es que la curva de rendimientos colombiana empiece a bajar en los próximos meses, lo cual empezaría a ampliar la brecha entre la rentabilidad potencial del PEI y el retorno por rendimiento que ofrecen los TES.



Fuente: PEI A.M. | Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores

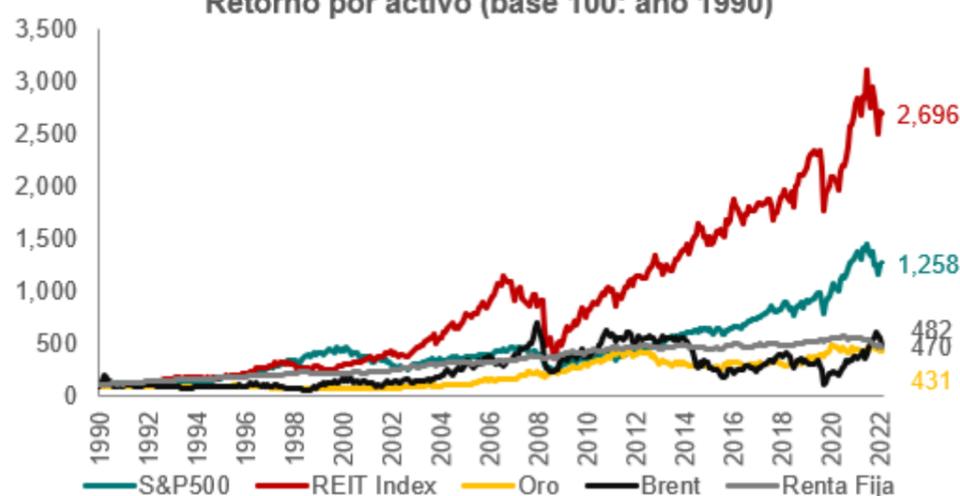
- > Por otro lado, dado el descuento al que tranza el título, esperamos que la rentabilidad del negocio inmobiliario que desarrolla el PEI medido por el *cap rate* frente a la rentabilidad de un TES genérico a 10 años volvería a niveles positivos en 2023. Sin embargo, en el corto plazo para aquellos inversionistas de perfiles conservadores, aún existen oportunidades atractivas de inversión en alternativas de renta fija.



Fuente: PEI A.M. | Bloomberg | Estimaciones: Davivienda Corredores

- > Si bien los activos inmobiliarios no son ajenos a los choques por cambios en los ciclos económicos, históricamente suelen presentar un desempeño operativo menos volátil que el de otro tipo de activos de renta variable. Además, el factor inflacionario continuará estando presente por varios meses, o incluso años, así que buscar alternativas defensivas para este tipo de fenómenos y que generen diversificación en los portafolios es un factor que debería ser incorporado por los agentes.

Retorno por activo (base 100: año 1990)



Fuente: Bloomberg | * El REIT Index corresponde al Dow Jones REIT ETF (RWR) | La renta fija está representada a través del Bloomberg Barclays Global Agg

En conclusión, el *timing* a nivel de costo de oportunidad frente a activos de renta fija aún no luce ideal, pero esperamos que en el último tramo del año esto pueda cambiar e irse acentuando en 2023. Por otro lado, estructuralmente el PEI luce como un activo atractivo, en un sector que cuenta con alta estabilidad, que genera diversificación a los portafolios y con aspectos destacables como su cobertura natural a la inflación, por lo cual, para un inversionista de largo plazo, el momento exacto no debería ser tan relevante.

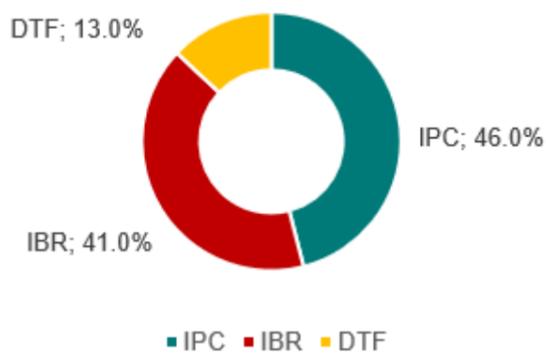
Ficha técnica

Resumen e indicadores					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TEIS en circulación ajustados por split	43,142,200	43,142,200	43,142,200	43,142,200	43,142,200
Cap. Bursátil	3,791,698	3,465,157	2,818,112	2,818,112	2,818,112
EV	5,960,068	6,165,311	5,514,103	5,493,443	5,492,267
AUMs	7,605,743	8,207,668	8,837,077	9,494,429	9,868,859
VL (COP/TEI)	108,280	109,872	123,549	138,212	153,305
Precio mercado @55% (COP/TEI) ajustado por split	87,888	80,319	65,321	65,321	65,321
Fondos de operación (COP/TEI)	4,142	4,486	4,744	2,283	4,896
FFO yield	4.7%	5.6%	7.3%	3.5%	7.5%
Flujos distribuibles (COP/TEI)	3,128	5,391	4,840	3,522	5,746
Retorno por flujos (NAV)	2.9%	4.9%	3.9%	2.5%	3.7%
Retorno por flujos (mercado)	3.6%	6.7%	7.4%	5.4%	8.8%
Cap rate a NAV	5.7%	5.7%	6.4%	6.5%	6.7%
Cap rate implícito	6.2%	7.4%	10.1%	11.9%	12.1%
EV/NOI	16.3x	15.3x	11.0x	10.0x	9.1x
EV/EBITDA	20.9x	19.9x	14.2x	12.9x	11.7x
P/VL	0.8x	0.7x	0.5x	0.5x	0.4x
P/ventas	8.6x	7.0x	4.7x	4.2x	3.9x
P/FFO	21.2x	17.9x	13.8x	28.6x	13.3x
GLA (m ²)	1,043,172	1,127,266	1,140,473	1,146,073	1,146,073
Vacancia económica	10.1%	12.2%	8.3%	7.6%	7.2%
Corporativos	7.4%	13.5%	9.9%	8.9%	8.9%
Comerciales	13.4%	11.4%	9.7%	8.7%	7.7%
Logísticos	4.7%	7.9%	2.0%	2.0%	2.0%
Especializado	37.1%	12.2%	11.7%	11.7%	11.7%
Balance general					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Activos	6,929,937	7,605,743	8,207,668	8,837,077	9,494,429
Pasivos	2,258,513	2,865,612	2,877,501	2,874,314	2,880,515
Patrimonio	4,671,424	4,740,131	5,330,167	5,962,763	6,613,914
Deuda Total/Patrimonio	46.7%	57.7%	51.3%	45.4%	41.0%
Deuda Neta/EBITDA	7.6x	8.7x	7.0x	6.3x	5.7x
Total Deuda	2,180,979	2,734,692	2,736,146	2,708,124	2,709,666
Deuda Neta	2,168,370	2,700,154	2,695,991	2,675,331	2,674,155
Loan-to-value	32.3%	36.1%	33.4%	30.7%	28.6%
Flujo de operación					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos operacionales	441,369	492,721	598,722	664,746	719,824
Gastos operacionales	74,630	90,226	98,770	116,124	119,380
Utilidad operativa neta (NOI)	366,740	402,494	499,952	548,622	600,445
Gastos administrativos	81,937	92,060	112,745	121,609	130,916
EBITDA	284,802	310,434	387,207	427,013	469,529
Gastos financieros netos	106,106	116,882	182,548	328,517	258,308
Flujo de operación	178,697	193,552	204,659	98,497	211,220
WK y caja mínima	(43,734)	39,031	4,163	53,453	36,686
Flujo de caja distribuible	134,963	232,584	208,822	151,950	247,907

¿Qué ha cambiado frente a nuestra última actualización?

- > Nuestro precio objetivo, excluyendo el efecto del *split*, se redujo en un 13% frente a nuestra pasada expectativa. Dicho cambio responde a varios factores, en particular al incremento en algunos componentes en la tasa de descuento (+80 pbs) dado por ajustes al costo del equity - Ke (tasa libre de riesgo, prima de riesgo mercado desarrollado y Colombia) e incrementos en el costo de la deuda Kd, particularmente considerando el alto componente indexado que tiene la deuda del PEI.

Indexación de la deuda



Fuente: PEI A.M

- > En vacancia económica, nuestra estimación actual es de 8.3% y 7.6% para cierre de 2022 y 2023, respectivamente. Esto implica una reducción de 270 pbs y 320 pbs frente a nuestra estimación de El Libro 2022. Esta reducción es producto de la sorpresa positiva en la capacidad de comercialización de espacios que ha demostrado PEI A.M. Además, nuestra vacancia de largo plazo se redujo de 9.6% a 7.3%.
- > Uno de los factores que mayor impacto está teniendo dentro de nuestra valoración es la incorporación de la valoración por múltiplos, dado que otros vehículos en la región también vienen transando con sendos descuentos y su paso a la rueda de renta variable expondrá el vehículo a una mayor comparación frente a otras alternativas del sector.

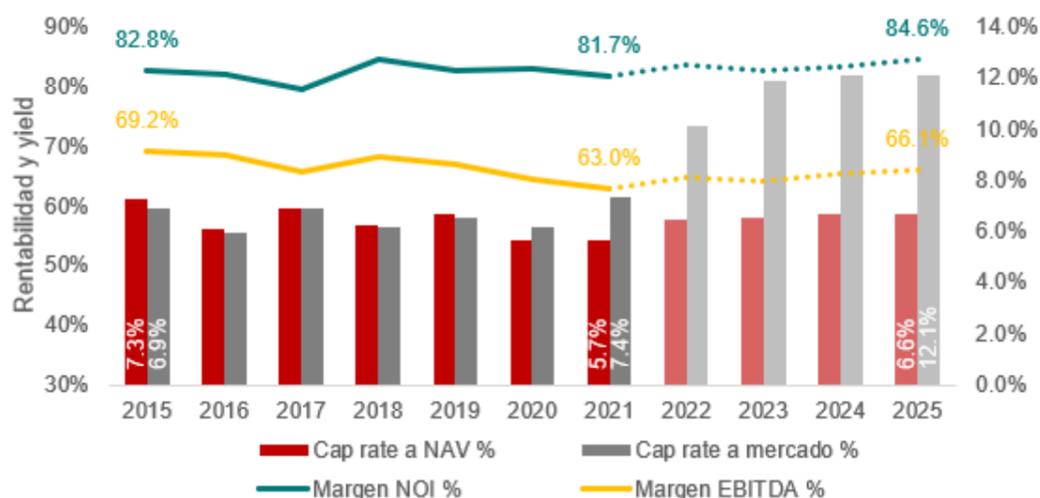
Tesis de inversión

Naturaleza operativa defensiva en un contexto de alta aversión al riesgo: Durante los últimos años, los márgenes de rentabilidad de compañías de diversos sectores percibieron deterioros significativos. El margen bruto del MSCI Colcap se contrajo en 274 pbs entre 2019 y 2020, mientras que durante el mismo periodo, el margen NOI del PEI se expandió en 47 pbs, lo cual refleja que pese a los impactos que enfrentó el vehículo, su flexibilidad y capacidad de adaptación le permitió lograr estabilidad a nivel de rentabilidad, incluso en escenarios muy ácidos. Esto muestra que el sector inmobiliario, si bien no es inmune a choques económicos, si tiende a lograr una mayor estabilidad relativa ante condiciones adversas frente a otros sectores.

Lo anterior lo consideramos particularmente importante, entendiendo que las condiciones financieras actuales a nivel global y local han empezado a mostrar deterioros relevantes, los cuales podrían resultar en recesiones, principalmente en países desarrollados, y en altos niveles de inflación (estancflación), afectando la capacidad de generación de utilidades de las compañías.

Para los próximos años, incluso incorporando un menor crecimiento de la economía colombiana y los impactos que podrían continuar teniendo ciertos segmentos del sector inmobiliario, como el de oficinas, estimamos que el PEI logrará mantener una dinámica positiva en márgenes operativos, gracias al componente de indexación que tienen sus ingresos, la estabilización de activos, la ausencia de nuevas grandes adquisiciones, el equilibrio de los niveles de ocupación, entre otros.

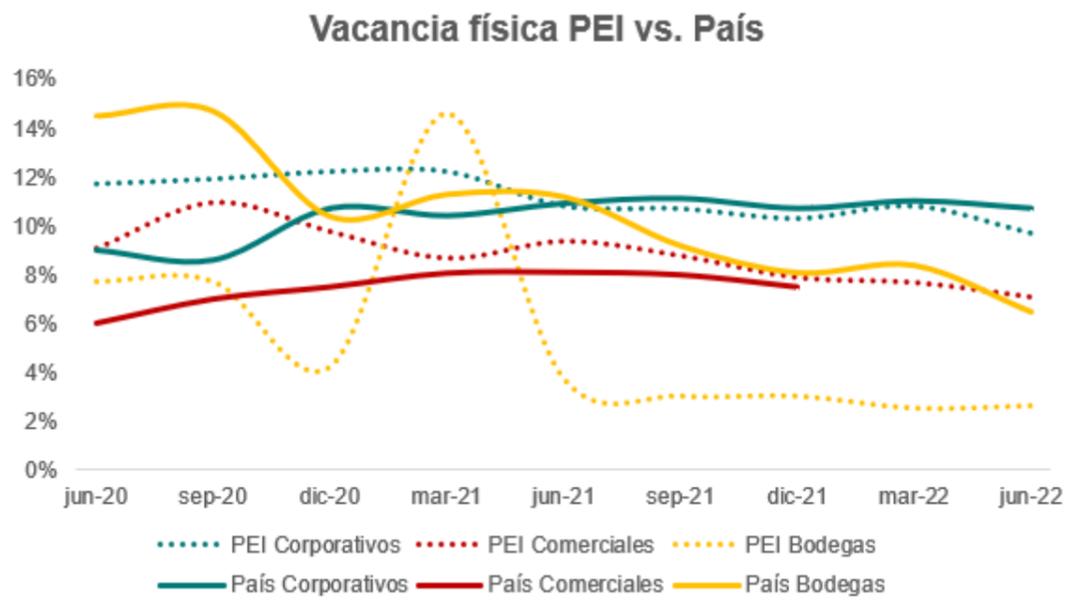
Evolución márgenes de rentabilidad



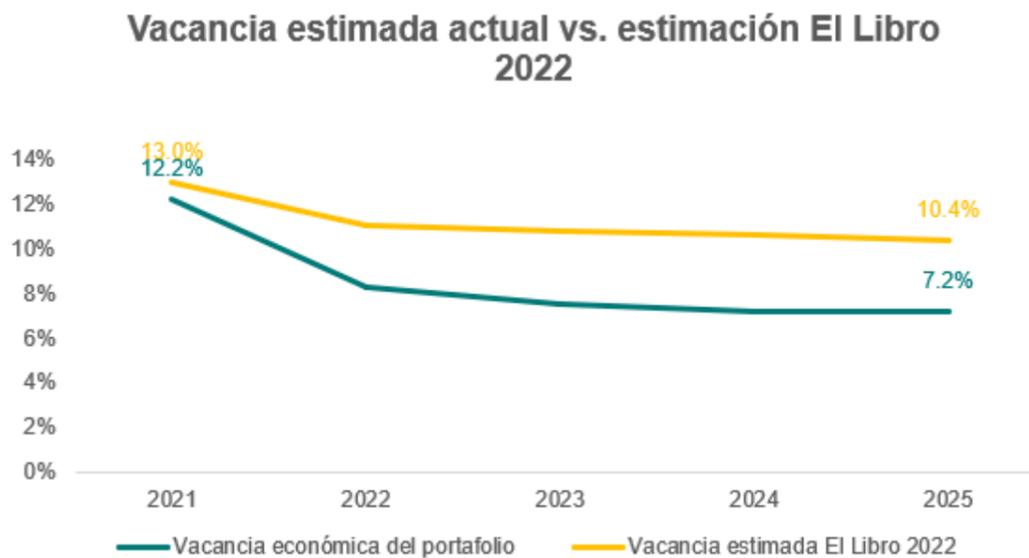
Fuente: PEI A.M. | Estimaciones: Davivienda Corredores

Sin embargo, también vale la pena mencionar, que el efecto del incremento en las tasas de interés, no solo obliga a que el vehículo deba lograr niveles de rentabilidad altos para recuperar el atractivo entre inversionistas, sino que, a su vez, esta alza en tasas e inflación, resultará en contracciones temporales en los flujos distribuibles como respuesta a mayores gastos financieros. Esto lo veremos en mayor detalle más adelante.

La ocupación se ha recuperado más rápido de lo que esperábamos: La pandemia llevó a que los indicadores de vacancia del PEI mostraran su nivel más alto de los últimos años. Entre el cierre de 2019 y el primer semestre de 2021, el nivel de desocupación física del portafolio del PEI se incrementó en cerca de 640 pbs al pasar de 5.9% a 12.3%, mientras que a nivel económico el indicador pasó de 6.0% a 13.4%. Sin embargo, desde el pico mencionado, el vehículo ha logrado recuperar de manera consistente y recurrente la ocupación de sus activos y a junio de 2022, la vacancia económica ya se ubicaba en 7.9% y la vacancia física en 5.9% (mismo nivel de diciembre de 2019).

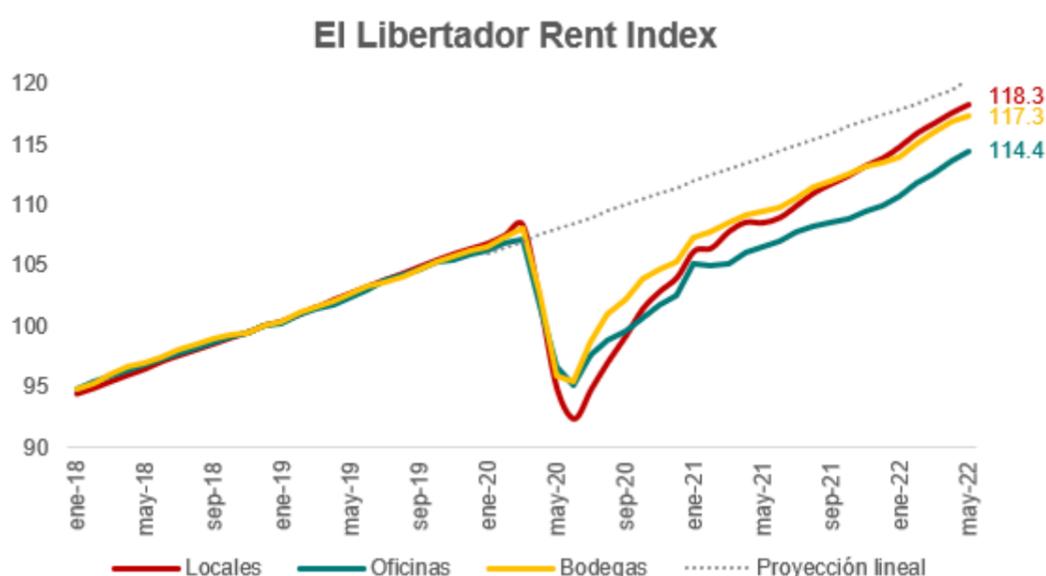


Además, al evaluar la vacancia registrada por el vehículo durante los últimos trimestres y el pronóstico que teníamos en la última actualización de cobertura de PEI (noviembre de 2021), la sorpresa ha sido bastante positiva, lo cual consideramos que es producto principalmente de la acelerada recuperación económica que atraviesa el país, pero también del tipo de oficinas que hacen parte del portafolio (prime) y la capacidad de gestión y comercialización de nuevos espacios por parte del administrador. Esto nos ha llevado también a ajustar nuestros pronósticos para los próximos años, como se ve a continuación.



Sin embargo, reconocemos que estructuralmente seguimos viendo retos en segmentos como el corporativo, donde consideramos que la dinámica de utilización de metros cuadrados de oficinas continuará su proceso de adaptación hacia esquemas híbridos, transición que consideramos que aún puede tardar varios años y sobre la cual continuará existiendo incertidumbre. Por otro lado, de acuerdo a la compañía especializada en servicios inmobiliarios, Jones Lang LaSalle - JLL, la vacancia de equilibrio de este segmento¹, está en un rango entre el 8%-12%, nivel acorde con nuestra estimación de largo plazo para el segmento corporativo (9.5%). Además, destacamos que apenas el ~20% del total de contratos de espacios corporativos vencerá entre lo que resta 2022 y 2025, lo cual reduce el riesgo de incrementos sustanciales de vacancia de corto plazo.

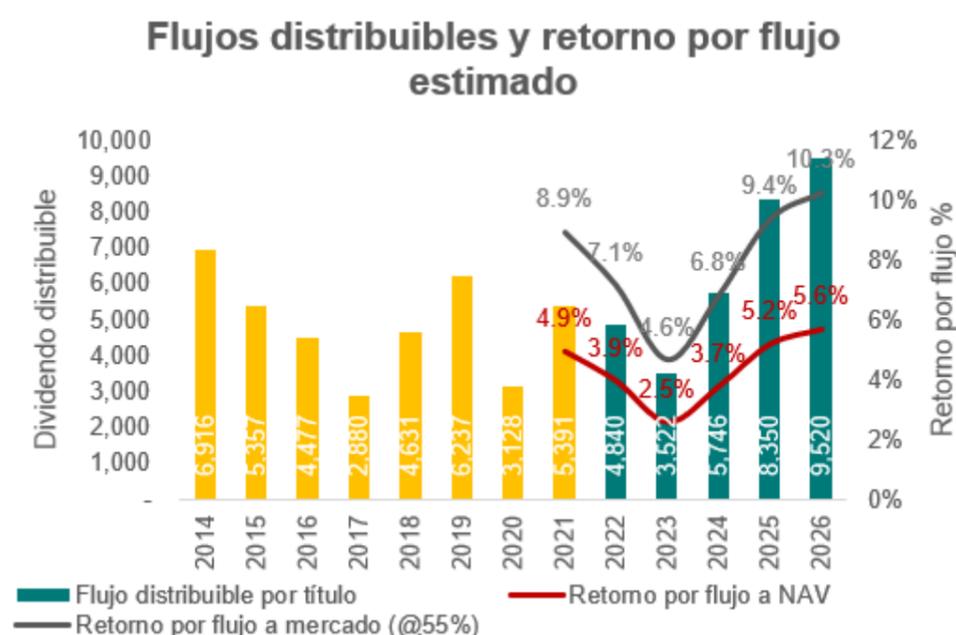
Finalmente, un indicador que permite evaluar los efectos que han tenido los choques económicos producto de la pandemia en las rentas potenciales de activos no residenciales es [El Libertador Rent Index](#), el cual a mayo de 2022 muestra una tendencia de cierre de la brecha entre las rentas potenciales y las rentas efectivas, las cuales presentaron importantes divergencias desde el inicio de la crisis por el virus.



Fuente: Davivienda - Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos con información de El Libertador2

Acelerada recuperación en rentabilidad ¿pero qué esperar hacia adelante?: La rentabilidad intrínseca que genera el PEI proviene de dos fuentes, la valorización de sus activos y los flujos pagados. Históricamente, la composición del retorno ha estado distribuida en proporciones casi equivalentes.

1. Valorización de los activos. El portafolio de activos del PEI al 30 de junio de 2022 está avaluado en COP 8.07 bn, monto que ha registrado una valorización, incluyendo adquisiciones o ampliaciones, del 6.1% desde el cierre de 2021. Nuestra estimación es que entre 2022 y 2023, la valorización anual de las propiedades de inversión (activos arrendables) sea del 8%, cerca de 140 pbs por debajo de la proyección de inflación promedio que proyectamos para el cierre de dichos años, considerando factores como mayores tasas de descuento. Vale la pena mencionar que este dato incluye la incorporación de Sanitas Popayán y la ampliación de Hada International, contratos que ya han sido firmados y que conjuntamente representan inversiones pendientes por cerca de COP 35 mil millones.
2. Flujos distribuibles. Durante la pandemia, los flujos distribuibles del PEI presentaron impactos que reflejaron la presión en indicadores de vacancia, al igual que por disminución de ingresos por alivios temporales. Sin embargo, tras las reaperturas y la recuperación de los indicadores de ocupación y cartera, los flujos nuevamente han recuperado parte de la tracción histórica que traían. Sin embargo, esperamos que en 2023 se registre una moderación transitoria pero importante en los flujos a ser distribuidos, producto principalmente del incremento en el costo de la deuda y consecuentemente en los gastos financieros.



Fuente: PEI A.M. | Estimaciones: Davivienda Corredores

Ahora bien, al incorporar nuestros pronósticos de desempeño operacional y de variables macro, la rentabilidad nominal anual de una inversión en PEI a 3 años, asumiendo que el título continúa transando al 55% de su NAV sería del 14.3%.

Desde el inicio de la pandemia, los vehículos inmobiliarios listados en Colombia han afrontado un mercado de capitales altamente averso al riesgo. Uno de los vehículos que mayor impacto ha reflejado es el PEI, llegando a negociarse con descuentos superiores al 40% frente a su valor patrimonial. Si bien no es posible estimar si el descuento al que actualmente tranza el precio se mantendrá, se incrementará o disminuirá, a continuación, presentamos la rentabilidad anual estimada para diferentes horizontes de tiempo (1, 3 y 5 años), con base en nuestras estimaciones de flujo y valorización del portafolio de activos.

Años de inversión

		Precio venta vs. NAV						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Precio compra vs. NAV	100%	-52.8%	-41.9%	-31.0%	-20.0%	-9.1%	1.8%	12.7%
	90%	-47.6%	-35.4%	-23.3%	-11.2%	1.0%	13.1%	25.2%
	80%	-41.0%	-27.4%	-13.7%	-0.1%	13.6%	27.2%	40.9%
	70%	-32.6%	-17.0%	-1.4%	14.2%	29.8%	45.4%	61.0%
	60%	-21.3%	-3.1%	15.1%	33.3%	51.5%	69.7%	87.9%
	50%	-5.6%	16.2%	38.1%	59.9%	81.7%	103.6%	125.4%
	40%	18.0%	45.3%	72.6%	99.9%	127.2%	154.5%	181.8%

Años de inversión

		Precio venta vs. NAV						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Precio compra vs. NAV	100%	-15.4%	-9.8%	-4.9%	-0.4%	3.7%	7.4%	11.0%
	90%	-12.2%	-6.4%	-1.3%	3.3%	7.5%	11.4%	15.1%
	80%	-8.5%	-2.5%	2.8%	7.6%	12.0%	16.1%	19.8%
	70%	-4.1%	2.2%	7.7%	12.7%	17.3%	21.6%	25.5%
	60%	1.3%	7.9%	13.7%	19.0%	23.8%	28.3%	32.4%
	50%	8.1%	15.1%	21.2%	26.8%	32.0%	36.7%	41.1%
	40%	17.1%	24.6%	31.2%	37.2%	42.7%	47.8%	52.6%

Años de inversión

		Precio venta vs. NAV						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Precio compra vs. NAV	100%	-4.6%	-1.4%	1.5%	4.0%	6.3%	8.4%	10.4%
	90%	-2.3%	0.9%	3.8%	6.4%	8.8%	10.9%	12.9%
	80%	0.3%	3.6%	6.6%	9.2%	11.6%	13.8%	15.8%
	70%	3.4%	6.8%	9.8%	12.5%	14.9%	17.2%	19.3%
	60%	7.1%	10.6%	13.7%	16.4%	18.9%	21.3%	23.4%
	50%	11.7%	15.3%	18.5%	21.3%	23.9%	26.3%	28.5%
	40%	17.7%	21.4%	24.7%	27.7%	30.4%	32.8%	35.1%

Fuente: Estimaciones: Davivienda Corredores

Cobertura a inflación: Históricamente, los vehículos de inversión inmobiliaria en el mundo han generado rendimientos competitivos, basados en ingresos por dividendo altos y constantes y apreciación del capital a largo plazo. Su correlación comparativamente baja con otros activos también los convierte en un excelente diversificador que puede ayudar a reducir el riesgo general de los portafolios y aumentar los rendimientos.

Correlación retornos totales de activos inmobiliarios frente a mercados accionarios: 1997-2001



Fuente: Nareit

Las rentas y el valor de los activos inmobiliarios tienden a incrementarse cuando los precios en la economía suben y los niveles de inflación actuales en Colombia son los más altos en un poco más de dos décadas. Nuestras expectativas apuntan a que el dato de inflación cierre por encima de 10% en 2022 y cerca al 8% en 2023, lo que brinda un atractivo adicional a aquellas compañías e inversiones que cuentan con coberturas naturales a este fenómeno.

Sin embargo, consideramos que choques a nivel inflacionario muy fuertes en escenarios de vacancia que están por encima de sus niveles estructurales, no le permitirán al PEI ajustar sus cánones de arrendamiento a una velocidad equivalente a la que viene cambiando el IPC a nivel local. De hecho, nuestro supuesto base asume que en 2022, el ajuste en cánones del segmento corporativo será de 300 pbs por debajo de la inflación y que la valorización del portafolio de activos durante 2023 año estará 200 pbs por debajo de la inflación.

Una forma práctica de evaluar la protección que ofrecen los vehículos inmobiliarios a los fenómenos inflacionarios es comparar el crecimiento de los flujos (dividendos) frente a los cambios en los índices de precios. En este sentido, en el caso de PEI, incorporando las expectativas que tenemos a nivel de valorización y ajuste en cánones de arrendamientos, sumado a la expectativa de incremento de los gastos financieros, proyectamos un crecimiento compuesto anualizado del flujo distribible por título para el periodo 2021-2025E de 11.6%, el cual está por encima de nuestra expectativa de inflación promedio para el mismo periodo. Vale la pena mencionar que nuestro pronóstico de inflación es de 10.7% para diciembre de 2022 y 7.4% para 2023, mientras que en el largo plazo usamos un nivel de inflación del 3%.

Mayor acceso a la información. En nuestra pasada actualización (El Libro 2022), comentábamos que era deseable una mayor divulgación de información por parte de la administración; y si bien persiste una mayor necesidad de detalle, como por ejemplo el *cap rate* de las adquisiciones o la vacancia económica por tipo de activo, resaltamos que en los últimos meses la compañía ha puesto a disposición de inversionistas una mayor cantidad de información, que nos ha permitido hacer estimaciones más precisas y tener cifras más detalladas. Esto es un hecho fundamental, considerando que la migración del vehículo a la rueda de renta variable le podría dar mayor visibilidad al PEI a nivel local e internacional.

Medidas de liquidez contribuirían a una formación de precios más eficiente: De manera simultánea a la migración del vehículo a la rueda de renta variable, el vehículo implementó una serie de medidas que buscan mejorar la liquidez del título y que fueron aprobadas por la Asamblea Extraordinaria de junio de 2022.

- > Rueda de renta variable: Los títulos de PEI son de atributo variable, considerando que su rendimiento no es constante, por lo cual vemos que su migración es un paso natural. Desde el punto de vista transaccional, consideramos que este cambio contribuirá a que se pueda generar una formación de precios más transparente y eficiente, donde los inversionistas tendrán acceso a información relevante como la profundidad de mercado del título. Además, dicha migración podría dar más visibilidad al título entre inversionistas locales y extranjeros.
- > Split: Al dividir cada título de participación (TEIS), el número de títulos totales del PEI pasó de 431,422 a 43,142,200. Si bien esto no tiene impacto sobre la participación de cada inversionista ni sobre el valor patrimonial del vehículo, consideramos que esta es la iniciativa que mayor impacto positivo puede tener en la bursatilidad del activo. En particular porque al reducir el valor nominal de cada TEI (en 100 veces), el título se hace más asequible, permitiendo la entrada de nuevos tipos de inversionistas. Además, al comparar el precio de PEI con el de otras alternativas de inversión en renta variable local, su precio actual se acerca mucho más al rango de precios al que tranzan las acciones, que en el caso del MSCI Colcap está aproximadamente entre COP 150 y COP 62,000.
- > Recompra de títulos: Considerando que nuestra estimación de valor justo del título refleja un descuento significativo al que transa el título actualmente y que la rentabilidad que podría ofrecer una inversión en el título supera el costo propio del capital del PEI, el efecto de una recompra en generación de valor para los inversionistas sería positivo. El programa de recompra se regirá por los parámetros de ley en Colombia, lo cual podría resultar en una limitante a la hora de ponerlo en práctica de manera efectiva. En este sentido, vale la pena mencionar también que el monto de títulos adquiridos en 1 año no podrá superar el 3% de los títulos en circulación. Otro de los factores que debemos mencionar es que pese a que las condiciones de recompra incorporan el costo de endeudamiento a incurrir, una recompra de un tamaño importante requeriría de un endeudamiento mayor, el cual podría poner presiones a los indicadores de endeudamiento del PEI. Como referencia, a precio de mercado, el 3% de los títulos del PEI equivale a ~COP 90 mil millones.
- > Programa de formador de liquidez: La labor del formador de liquidez es la de permanente y simultáneamente proveer puntas de compra y venta títulos. Sin embargo, la experiencia reciente de los programas de formador de liquidez en Colombia ha mostrado impactos muy moderados en la negociación, lo cual nos lleva a tener una expectativa relativamente conservadora frente a esta iniciativa, más aun entendiendo que existen ciertas restricciones respecto a los volúmenes que puede operar el formador, condicionado por los volúmenes históricos que tenga el activo.

En conclusión, consideramos que todas las iniciativas tendrán un efecto positivo en la bursatilidad del título, factor que consideramos es de los que mayor presión ha imprimido en el precio de los TEIS en el mercado secundario. Sin embargo, nuestra lectura de mercado y las conversaciones que hemos sostenido con distintos participantes del mercado, nos lleva a esperar que el título en el corto plazo aún no recuperará los niveles de negociación que tenía previo a la pandemia, en particular porque el *offer* (intención de venta) por parte de algunos inversionistas institucionales continúa estando presente.

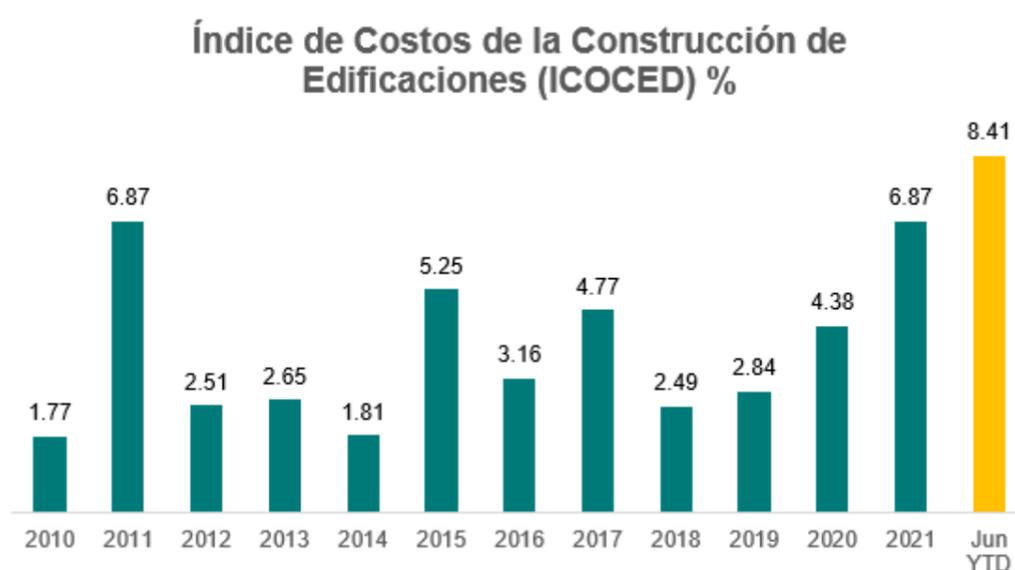
¿Entrará el PEI al MSCI Colcap y qué impacto tendría esto? La respuesta corta es que no sabemos si el PEI entrará o no. El factor determinante para su entrada al MSCI Colcap será su caracterización como activo elegible, lo cual será determinado por el administrador del índice, MSCI. De acuerdo con la administración de PEI A.M., MSCI les ha expresado que evaluará el comportamiento en la negociación de PEI en la rueda de renta variable antes de tomar alguna determinación. Sin embargo, de llegar a ser un activo elegible dentro de la canasta, estimamos que PEI cumple con los factores de capitalización bursátil flotante y de volúmenes de negociación para llegar a ser parte de los 20 emisores que componen el índice.

De llegar a materializarse la entrada al índice, el flujo comprador que percibiría el activo sería significativo. Consideramos que este evento sería un catalizador muy positivo para la negociación del título, ya que podría dar la oportunidad a aquellos inversionistas institucionales y personas naturales que tienen intenciones de venta en el activo de tener un comprador para sus posiciones, incluso aquellas de gran tamaño. Además, la entrada al índice le daría mucha mayor visibilidad a los títulos del PEI, dado que este es un activo sobre el que muchos inversionistas, en particular personas naturales, no tienen el mismo conocimiento frente a otros activos de renta variable. Sin embargo, como referencia, los REITs son un tipo de activo que a nivel global tiene una relevancia muy significativa, con participaciones en índices líderes como el S&P500 del 3%.

Ahora bien, a manera de ejercicio preliminar, partiendo del supuesto de que el PEI es un activo elegible y considerando que MSCI también considera a los fondos de pensiones como flotante y que PEI no tiene un inversionista controlante, estimamos que el título entraría a la canasta del índice con una participación cercana al 3%. Esto implicaría flujos compradores por parte del ETF iColcap de aproximadamente COP 200 mil mm, equivalentes a cerca de 300 días de negociación, tomando como referencia el volumen promedio diario negociado en los últimos 12 meses.

Costo de reemplazo como potencializador del valor de los activos: De acuerdo a información provista por el DANE, en lo corrido del año (a junio) los costos de construcción de edificaciones en Colombia se han incrementado un 8.57%³, variación que refleja las presiones inflacionarias en distintos componentes de la construcción, pero en particular de los materiales. Si bien la serie de datos no cuenta con mucha historia, al empalmar esta cifra con las variaciones históricas que ha presentado el índice de costos de la construcción de vivienda, se hace evidente que la variación durante 2022 es muy representativa.

Como consecuencia de esta dinámica, el costo de reemplazo de inmuebles se ha incrementado, lo cual justifica valorizaciones adicionales de los activos, lo cual se traduce en mayores retornos nominales para los inversionistas de PEI. Este es uno de los factores que también permiten evidenciar la cobertura natural que tienen los activos inmobiliarios a la inflación.

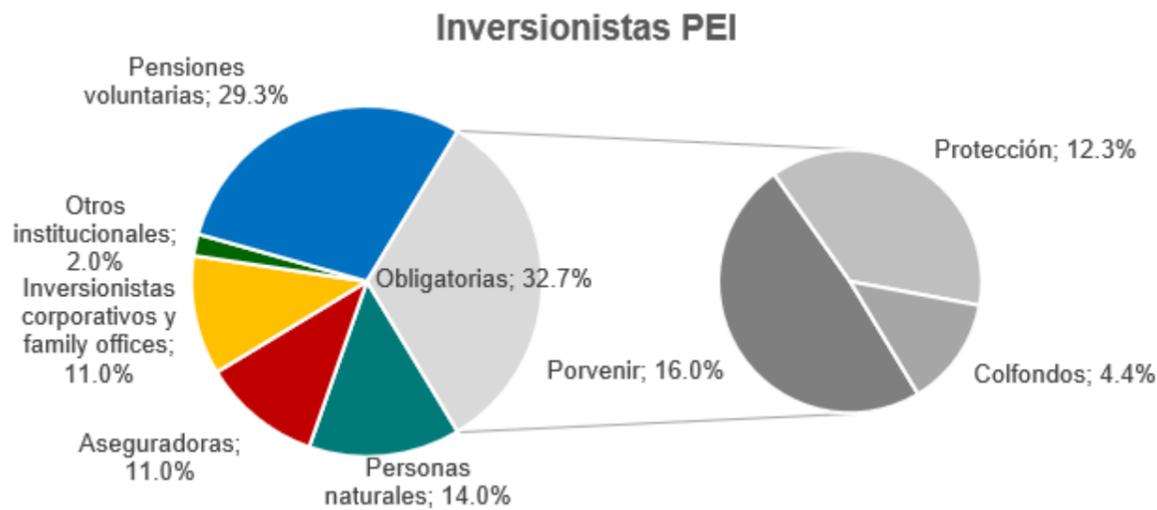


Fuente: DANE

Riesgos

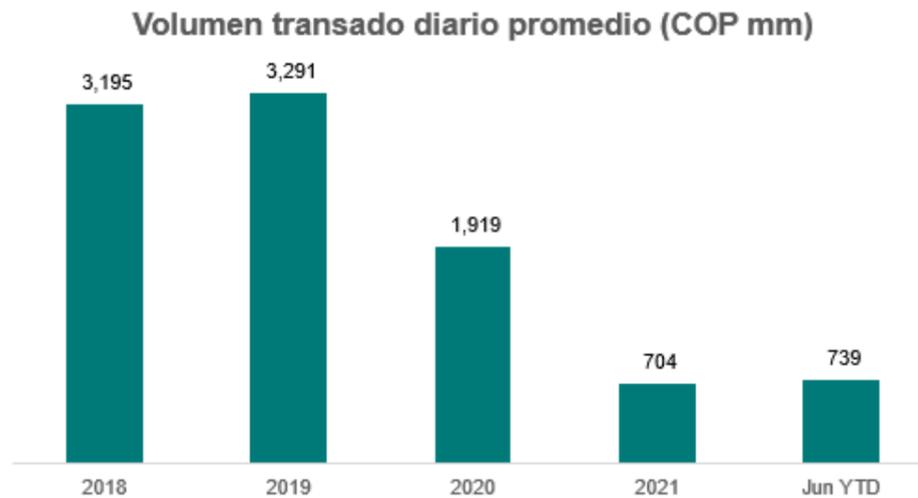
Flujo de institucionales no parece haber cesado: La composición de inversionistas de PEI muestra que alrededor del 73% del control del vehículo está en manos de fondos de pensiones y cesantías y aseguradoras. Durante los últimos dos años, el mercado de títulos del PEI ha mostrado una posición vendedora relevante por parte de este tipo de inversionistas, por parte de fondos de pensiones voluntarios e inversionistas *retail*, lo cual consideramos responde a la decisión por parte de ahorradores de salir de sus inversiones en PEI producto de las fuertes desvalorizaciones que se vieron desde marzo de 2020, al inicio de la pandemia, situación que no ocurría en PEI desde su salida al mercado hace más de una década, pero también acentuado desde que se dio el cambio de metodología de valoración en los portafolios a partir del segundo semestre de 2021.

Adicionalmente, descartamos que el flujo vendedor haya venido de las pensiones obligatorias, dado que, al revisar la evolución de sus posiciones de portafolio, ninguno de los tres principales fondos ha vendido unidades de PEI desde inicios de 2021, por el contrario, la posición se aumentó en 5%. Con base en esta información, estimamos que las pensiones voluntarias controlan cerca del 33% de PEI, lo cual implica que el impacto de una mayor salida de este tipo de portafolios pueda resultar en desvalorizaciones adicionales del título en el segundo mercado.



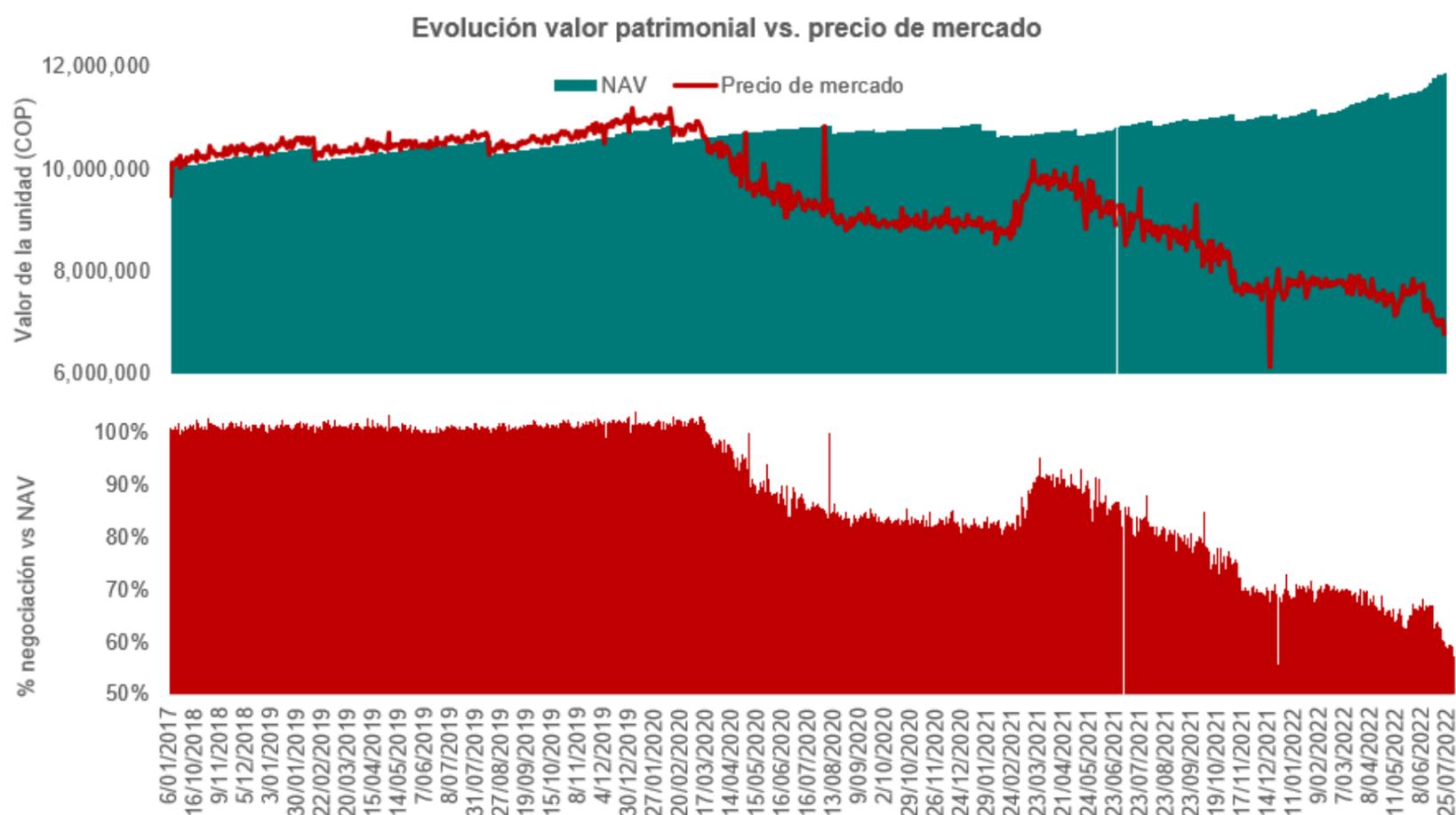
Fuente: PEI A.M. | SFC | Estimaciones: Davivienda Corredores

La reducción en liquidez ha sido significativa: En un contexto donde la liquidez del mercado local se ha reducido frente a años anteriores, los últimos meses han sido particularmente complejos para la negociación del PEI. Los volúmenes diarios en lo corrido de 2022 se han reducido a una cuarta parte de lo que negociaba el título en años previos al inicio de la pandemia. Como ya lo mencionamos, esto consideramos ha sido uno de los principales factores que ha acentuado el impacto negativo en precio que ha presentado la unidad de PEI.



Fuente: PEI A.M.

Como referencia, el nivel de negociación diaria de los últimos 6 meses de PEI es equiparable a los volúmenes que presentan activos de renta variable como Corficolombiana, la cual tiene la posición número 11 dentro de la canasta del índice.



Fuente: Siopel

De igual manera es importante mencionar que la reducción en liquidez no ha sido un fenómeno exclusivo del PEI, sino en general del mercado de renta variable colombiano.

Altas tasas de interés limitan el atractivo del vehículo: Ante una política monetaria contractiva y condiciones de aversión al riesgo altas, actualmente el mercado cuenta con alternativas de inversión en activos de renta fija, en emisores de muy buena calificación que ofrecen retornos superiores o muy similares a los de PEI con un menor nivel de riesgo.

Sin embargo, esperamos en los próximos meses empezar a ver movimientos a la baja en las curvas de deuda soberana y corporativa, lo cual abriría el spread entre la rentabilidad que puede generar una inversión en PEI frente a renta fija. Estimamos, que una inversión a doce meses en PEI logrará una rentabilidad cercana al 15.6%, equivalente a aproximadamente IPC+5%, cercana a la rentabilidad que ofrece un título corporativo de corto plazo actualmente y alrededor de 200-300 pbs frente al *yield* de un papel soberano de corto plazo.

Posibles cambios asociados a la reforma tributaria: Si bien aún no ha sido aprobada la reforma presentada por el nuevo gobierno, consideramos que algunas de las propuestas podrían eventualmente generar impactos en el desempeño del sector y del mercado de capitales en general:

- > Las modificaciones relacionadas con la tarifa de ganancias ocasionales para inmuebles diferentes a vivienda por valor superior a COP 240 millones, la cual pasaría del 10% al 30% para sociedades y entidades nacionales, podría resultar en cambios en los precios de ciertos activos e impactos en la rentabilidad al momento de realizarse ciertas transacciones.
- > La modificación de la tarifa especial de impuestos en zonas francas dejaría de ser del 20% y pasaría al 35%, salvo que se cumplan con ciertos planes a nivel de internacionalización y exportaciones. Dentro del portafolio del PEI hay activos ubicados en zonas francas como La Cayena que aportan el 3% de los ingresos del vehículo, y que por el cambio de condiciones a nivel de impuestos podrían afrontar algunos cambios en incentivos y resultar en ajustes en las condiciones de arrendamiento o aumentos en la vacancia.
- > Indirectamente, los mayores impuestos corporativos y a ciertos productos pueden tener impactos en el consumo de espacios de comercio y oficinas, lo que podría poner algo de presión en vacancia e ingresos variables asociados a la facturación.
- > Finalmente, el tratamiento a nivel de impuestos y retenciones en relación al flujo distribuable podría percibir modificaciones y pasar a ser incluidos en la cédula general, gravados bajo la tarifa progresiva que aplica a cada inversionista. Sin embargo, es importante resaltar que en este aspecto aún no es claro si habría una diferenciación, dado que históricamente la distribución del flujo tiene un componente por restitución de capital y otra por distribución de utilidades.

Endeudamiento limita el crecimiento. Actualmente el nivel de apalancamiento del PEI es del 36% medido por la relación deuda financiera sobre el valor de sus activos (*loan-to-value* LTV). Este nivel es relevante, dado que, desde el prospecto, se estipuló un límite máximo de apalancamiento del 40%. En este sentido consideramos que hay varios factores que mencionar:

- > Por su naturaleza, similar a la de un REIT tradicional, el PEI distribuye la totalidad de su flujo disponible después de cumplir sus compromisos, por lo cual el utilizar excesos de caja para reducir el endeudamiento a un ritmo acelerado no es sencillo.



- > Sin embargo, la proximidad del indicador LTV a su nivel máximo permitido limitaría la capacidad de crecimiento del vehículo, dado que la manera en la que estos vehículos crecen está soportada en la utilización de deuda para hacer adquisiciones, que posteriormente son capitalizadas o donde la deuda es soportada a partir de emisiones de capital.
- > Por otro lado, la emisión de un nuevo tramo de TEIS (ya se han emitido 11), luce compleja ante las condiciones de mercado actuales y el descuento al que tranza el activo.
- > Otro aspecto relevante es que en los próximos trimestres, estimamos que el incremento en tasas de interés e inflación resultarán en un aumento no despreciable de los gastos financieros, lo cual impactará los flujos distribuibles del vehículo temporalmente.

El esquema de comisiones diverge de otros mercados: En el mundo y en países de la región como México, los esquemas de comisiones han tendido a simplificarse y se ha convertido en un factor determinante en la evaluación de inversiones de este tipo de activos. La estructura de comisiones que cobra el administrador de PEI (Pei Asset Management) por su gestión está dividido en 2 componentes. El primero es un *fee* del 1% anual sobre el valor de los activos bajo administración del vehículo (AUMs), el cual tiene un componente condicionado a la rentabilidad de los activos, y el segundo es una comisión del 3% sobre el valor de las adquisiciones.

Este tipo de estructuras de comisiones puede generar desalineación entre el administrador y sus *stakeholders*, dado que existen incentivos para que se busque la incorporación de nuevos activos que puede que no generen los retornos deseados. Además, este tipo de esquemas pueden no alinearse con el desempeño operativo del vehículo en coyunturas complejas como la que se vivió durante la pandemia, lo cual ha llevado a que incluso en algunos vehículos la comisión del administrador esté determinada por los resultados operativos. Una forma de ver esto de manera práctica puede ser a través de comparar el crecimiento de los gastos administrativos que tuvo PEI en 2020 (+12% anua) frente a la disminución que presentaron los ingresos operacionales del vehículo en el mismo periodo de comparación (-5%). Sin embargo, también es importante mencionar que vehículos como Fibra Uno o Fibra Macquarie cuentan con comisiones de *property management*.

Entre 2011 y 2021, estimamos que la relación de comisiones de administración sobre el valor de las propiedades de inversión fue del 1.3% y frente a los ingresos operacionales del 14.1%. Ahora bien, al comparar el costo de administración del PEI frente al de ETFs locales, que ronda el 0.6%, este puede lucir amplio.

Por otro lado, la administración de PEI A.M. ha demostrado a nivel operativo un desempeño sobresaliente, donde la velocidad de reducción de la vacancia ha estado muy por encima de nuestras expectativas. Además, la experiencia y el *track record* de los administradores y el Comité Asesor del PEI es destacable a nivel local. Como referencia, el Comité Asesor del PEI cuenta con 4 miembros independientes, 1 representante legal de los inversionistas y 4 miembros del administrador inmobiliario.

El descuento en inmobiliarios es un fenómeno regional: Actualmente hay vehículos en la región que negocian a descuentos superiores en comparación a PEI. Activos comparables como Fibra Uno (principal vehículo inmobiliario en México y con una diversificación similar a PEI por tipo de activo) negocian a un P/NAV de alrededor del 50%, lo cual consideramos que puede ser una de las justificaciones que también ha generado un sentimiento negativo entre inversionistas locales.

Además, al igual que en PEI, el desempeño reciente generalizado de los vehículos inmobiliarios en el país y la región ha sido de fuerte recuperación operativa. Lo anterior hace que lograr demostrar factores diferenciadores sea difícil.

Sin embargo, al revisar la evolución del descuento al que negocian activos como FUNO o Fibra Macquarie, es importante mencionar que estos activos ya negociaban con importantes descuentos desde antes del inicio de la pandemia; y que, en particular, ciertos activos comparables han tenido cuestionamientos a nivel de gobierno corporativo, factor que no ha ocurrido en los 15 años de historia de PEI.

Algunos activos puntuales tienen retos importantes: El portafolio del PEI está compuesto de 151 activos a la fecha. Al evaluar los activos más valiosos del portafolio al cierre de 2021, los 10 principales activos⁴ representan el 49% del valor total del portafolio de PEI.

Si bien estos son activos, que al igual que el grueso del portafolio de PEI, tienen características sólidas, en un escenario de deterioro importante de sus avalúos por condiciones negativas aún no incorporadas, el impacto para el portafolio puede ser considerable.

Top 10 de activos por valor (2021)	% en el portafolio	Tipo de activo
Plaza Central - Bogotá	12.0%	Comercial
Únicos	10.3%	Comercial
Portafolio Davivienda	6.7%	Corporativo
Nuestro Bogotá	4.5%	Comercial
Atrio	3.9%	Corporativo
Elemento - Bogotá	2.5%	Corporativo
Avianca - Bogotá	2.4%	Corporativo
Atlantis - Bogotá	2.4%	Comercial
Cittium - Tenjo	2.3%	Industrial
Torre Corpbanca - Bogotá	2.3%	Corporativo
Total Top 10	49.2%	

Fuente: PEI | Estimaciones: Davivienda Corredores

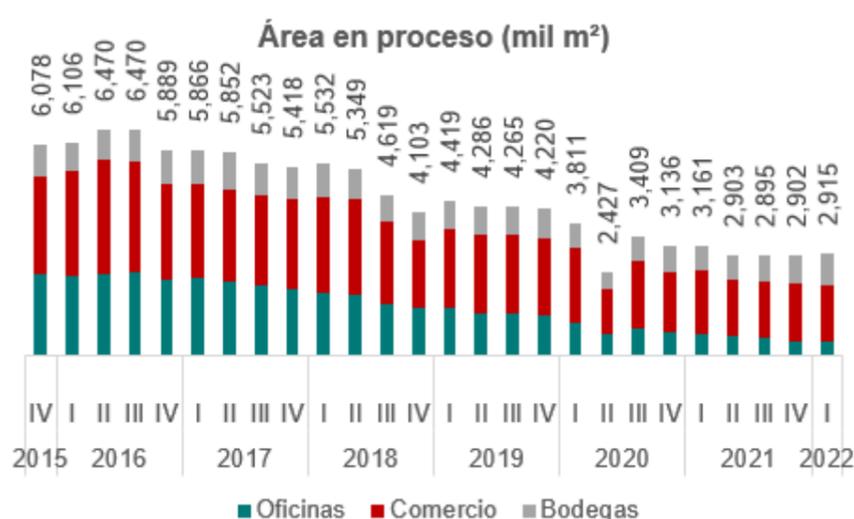
En este orden de ideas, si bien para cada activo no contamos con los detalles de vacancia, rentas, *cap rates* y demás variables para hacer un análisis más exhaustivo, el activo que más vulnerable luce en principio es Atrio. Atrio Torre Norte es un inmueble corporativo ubicado en Bogotá, a la altura de la calle 26 y la Avenida Caracas. El inmueble cuenta con un área arrendable de 63,341 m², de los cuales PEI es dueño de un 33.6%, equivalente a cerca de 21 mil m². Si bien este es un activo de altísimas especificaciones y posiblemente el edificio corporativo con las mejores características de Colombia, su nivel de ocupación es muy bajo, donde solo cerca de una tercera parte del área está ocupada por uno de los tres dueños del edificio.

De acuerdo a información de Colliers y JLL, los precios de renta promedio de las oficinas clase A en Bogotá están entre COP 60,000 y COP 75,000 por m². De acuerdo a entidades especializadas en el sector inmobiliario, los precios de renta solicitados en Atrio podrían estar cerca de un 30% por encima del rango alto en Bogotá, lo que nos lleva a considerar, que de no lograr registrar mayores niveles de ocupación en el corto plazo, la desvalorización del activo podría ser significativa durante 2022.

Deterioro de las condiciones económicas nacionales: Si bien la dinámica económica colombiana sería de las mejores de la región en 2022 y el crecimiento económico seguiría estando impulsado por el gasto de los hogares, una recesión de las principales economías del mundo o una incapacidad por parte del BanRep de controlar y reducir la inflación, podría tener efectos económicos negativos en la dinámica de la economía. Si bien activos como el PEI cuentan con ciertas coberturas naturales a la inflación, la realidad es que para ningún activo es positivo tener altos niveles de inflación por un periodo extenso. De igual manera, reiteramos que nuestra estimación de valor justo incorpora ajustes en rentas y de avalúos por debajo de los niveles de inflación proyectada para 2022 y 2023.

El sector de edificaciones no residenciales en Colombia, en particular en áreas destinadas a oficinas, comercio y bodegas, ha mostrado un desarrollo significativo durante las últimas décadas. Sin embargo, la baja absorción que se evidenció en algunos tipos de espacios como oficinas, producto principalmente de algunos cambios en los patrones de consumo, y el incremento reciente en los costos de construcción están resultando en una desaceleración importante del área en proceso en el país.

El Censo de Edificaciones reportado por el DANE muestra que en años como 2016, el área en proceso en los segmentos mencionados alcanzaba los 6.5 millones de metros cuadrados, mientras que la cifra al primer trimestre de 2022 era inferior a los 3 millones de metros cuadrados. Esto nos lleva a pensar que, si bien existen riesgos asociados a los choques generados por la pandemia, no estamos ante un claro escenario de exceso de oferta de espacios, lo que permitiría mantener una buena dinámica de recuperación a nivel de rentas y vacancia.



Fuente: DANE | Estimaciones: Davivienda Corredores

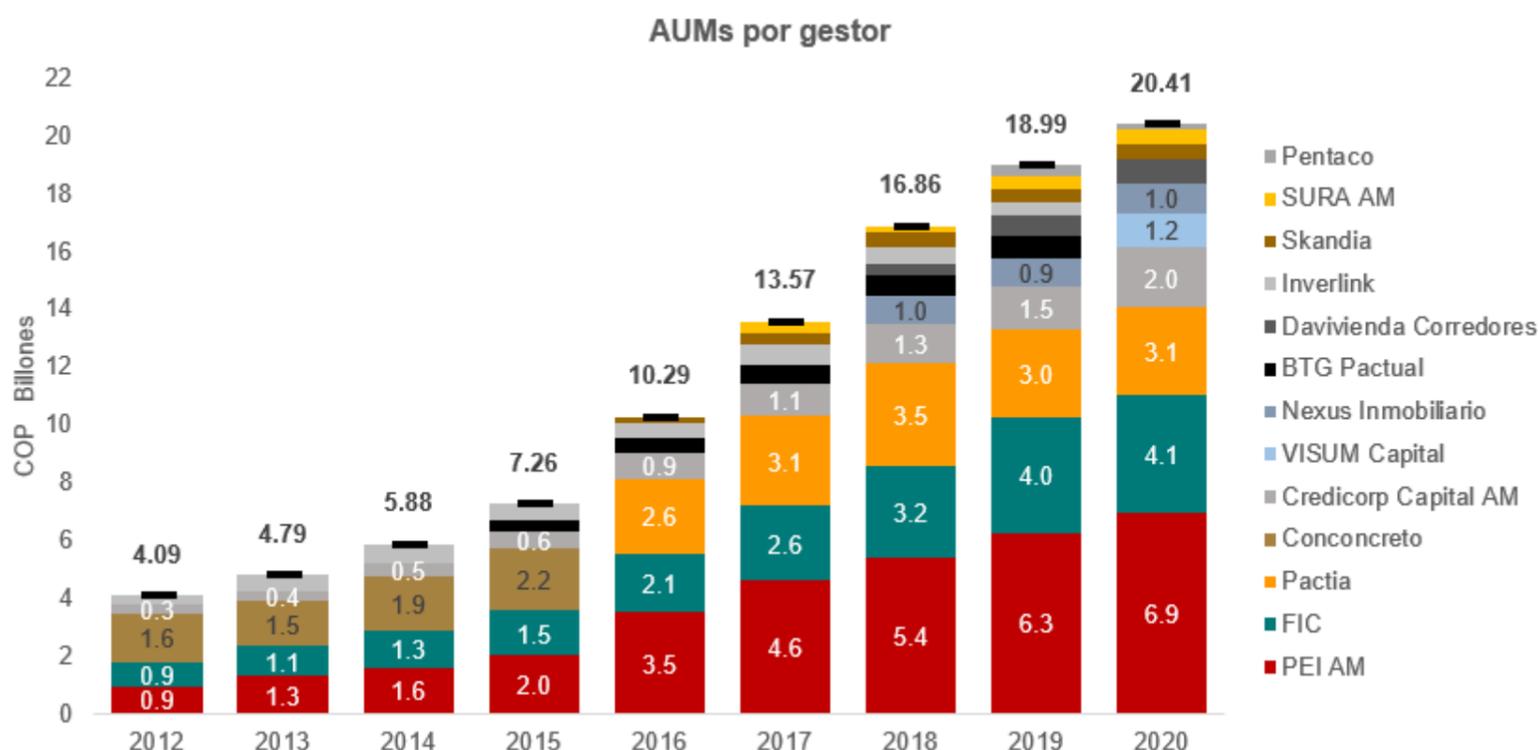
La creciente competencia sigue siendo un reto. Si bien el PEI es el vehículo local con mayor volumen de AUMs y de mayor valor patrimonial entre sus competidores, la creación de nuevos vehículos inmobiliarios y la consolidación de algunos ya existentes ha venido poniendo presión en los márgenes de rentabilidad del vehículo durante los últimos años. El *Cap Rate* (NOI / Valor de los Activos) entre el periodo 2015-2021 perdió en promedio ~23 pbs anualmente y en 2022 estimamos que se ubicará en 6.4% (*cap rate* a precios de mercado: 10.1%).

Finalmente, la competencia por los activos de mayor atractivo pone presión sobre las condiciones de adquisición de nuevas propiedades y consecuentemente sobre los márgenes de las nuevas inversiones. De manera similar, el mantener el atractivo de los activos para lograr una alta retención de arrendatarios requiere inversiones continuas que pueden poner presiones en la rentabilidad del sector.

Vehículos inmobiliarios en Colombia

Vehículo	PEI	PACTIA	Inmoval	Tin	Skandia	Visum
Tipo de vehículo	Reit	PE	FIC	Titularizadora	FIC	FIC
Tipo de inversiones	Multiactivo	Multiactivo	Multiactivo	Multiactivo	Multiactivo	Multiactivo
AUMs (COP mil mm)	8,100	3,840	3,100	458	607	1,365
Total GLA (m ²)	1,148,914	836,718	430,000	85,549	85,000	299,047
Patrimonio (COP miles de mm)	5,000	2,358	1,990	302	605	1,151
Rentabilidad 12 meses	13.4%	6.8%	15.3%	16.6%	11.0%	8.3%
Vacancia	5.9%	5.7%	5.1%	1.0%	6.5%	12.1%
Descuento aproximado frente a NAV	45%	N.A.	28%	10%	5%	26%

Fuente: Emisores | Estimaciones: Davivienda Corredores | Cifras a marzo o junio de 2022, dependiendo de la disponibilidad



Fuente: Logan Institutional Value - Investment report Colombia 2021 | Gráfica: Davivienda Corredores

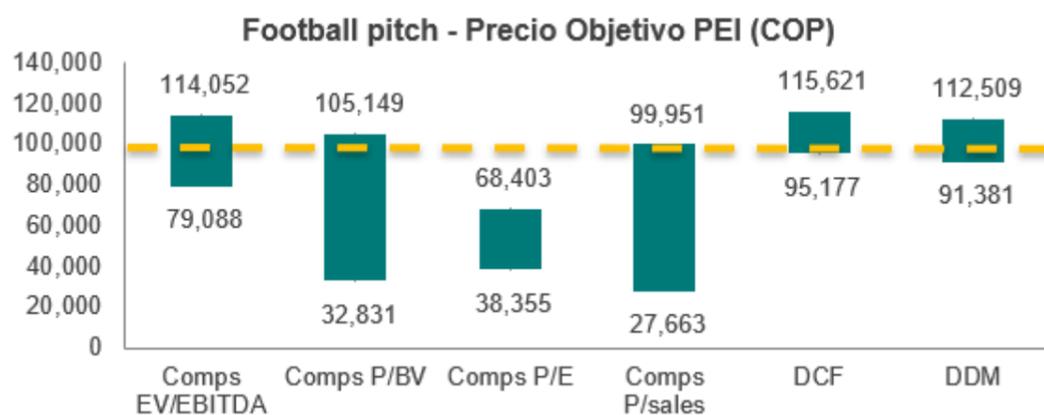
Otros cambios regulatorios. Dado que la figura de REITs en Colombia es relativamente nueva y que en realidad aún no cuentan con un régimen regulatorio amplio y específico, este tipo de vehículos no están exentos a nuevas regulaciones que pueden afectar su desempeño, incluyendo el tamaño de los vehículos, los requerimientos de ingeniería y calidad de los inmuebles, los esquemas de distribución de recursos a los tenedores o los límites de endeudamiento, entre otros. Adicionalmente, cambios relacionados a las valoraciones de los inmuebles y a la tasación de los impuestos prediales de los activos pueden tener un impacto en los gastos operacionales de los vehículos.

Valoración y recomendación

Para estimar el valor justo del PEI utilizamos tres metodologías tradicionales en la valoración de REITs. La primera corresponde a un flujo de caja de operación ajustado (FFOA) descontado, la segunda es una metodología de dividendos (flujos distribuibles) descontados y la tercera es una metodología por múltiplos de mercado, utilizando comparables de la región. Los principales parámetros utilizados para la valoración fueron: K_e 10.4%, Beta apalancado de 0.75x el cual se basa en comparables regionales, y un *exit cap rate* del 6%.

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración resulta en un **Precio Objetivo para 2023 de COP 96,300/ TEI**, ofreciendo un potencial de valorización del 47% y un retorno total esperado del 53%. Dados los factores ya expuestos, como el descuento excesivo al que tranza el título, la diversificación que ofrece este tipo de activos a los portafolios y la existencia de posibles catalizadores como la entrada al MSCI Colcap, actualizamos nuestra **recomendación a SOBREPONDERAR desde mantener**. Además, nuestra expectativa es que incluso si el descuento actual del vehículo se mantiene (~45%), en un horizonte de corto y mediano plazo, los títulos de PEI ofrecerían una rentabilidad de IPC+5%.

Metodología	Peso %	Precio
FCL	40%	104,930
DDM	40%	101,023
Múltiplos	20%	69,411
Precio objetivo		96,263
NAV (19/08/2022)		118,766
Mercado vs NAV		55%
Precio de mercado		65,321
Potencial vs. NAV		-18.9%
Potencial vs. Mercado		47.4%
Flujo distribuible por título		3,522
Retorno por flujo vs NAV		3.0%
Retorno por flujo vs mercado		5.4%
Retorno por flujo vs P.O.		3.4%
Retorno total a mercado		52.8%



Vehículos inmobiliarios comparables en la región

Vehículo	País	Market Cap (USD bn)	GLA m ²	Cap rate implícito	Margen NOI	LTV	EV/EBITDA 23	P/NAV 23	P/E 23	P/ventas 23
Fibra Uno	México	3.98	11,039,200	9.4%	88.5%	46.4%	11.8x	46.8%	8.2x	8.9x
Prologis México	México	2.26	43,400,000	5.3%	69.1%	30.2%	15.2x	59.3%	13.6x	11.6x
Fibra Macquarie	México	0.96	3,225,000	8.5%	88.2%	33.7%	9.7x	57.3%	8.7x	7.8x
Fibra Danhos	México	1.70	912,478	9.8%	64.5%	9.2%	10.4x	58.2%	9.8x	7.3x
Fibra Shop	México	0.15	532,672	9.7%	72.3%	46.2%	12.0x	26.6%	5.6x	8.5x
Vesta	México	1.33	32,100,000	4.7%	80.0%	38.4%	12.4x	85.1%	12.7x	10.2x
Terrafina	México	1.04	39,000,000	7.5%	73.2%	33.3%	10.4x	59.4%	7.9x	8.6x
Parque Arauco	Chile	0.73	N.A.	2.7%	82.5%	N.A.	10.6x	N.A.	9.1x	7.6x
Gicsa	México	0.15	951,405	N.A.	83.0%	49.2%	10.5x	10.1%	7.3x	7.6x
Planigrupo	México	0.28	780,000	N.A.	80.9%	48.9%	14.1x	93.8%	9.3x	8.0x
Aliansce Shopping	Brasil	0.88	792,100	2.2%	51.4%	29.2%	9.2x	N.A.	9.1x	6.8x
Syn Tech	Brasil	0.12	N.A.	5.3%	69.0%	39.9%	11.0x	N.A.	21.0x	7.6x
Multiplan Empreend	Brasil	2.69	926,547	2.3%	54.9%	38.2%	11.7x	N.A.	15.6x	8.6x
PEI	Colombia	0.66	1,148,914	11.9%	82.5%	30.7%	12.9x	55%	13.8x	4.2x

Fuente: Bloomberg | Emisores | Estimaciones: Davivienda Corredores

¿Qué justifica el precio actual desde una perspectiva fundamental?

Usando como base nuestra valoración por flujo de caja de operación, a continuación presentamos algunos escenarios hipotéticos que justificarían un precio justo del PEI por debajo de COP 70,000 por título, como tranza actualmente:

1. Un incremento sostenido del costo del *equity* de 450 pbs
2. Una vacancia estructural del 32%
3. Una reducción en los cánones de arrendamiento en 2023 del 23% en todo el portafolio de activos del PEI, asumiendo que a partir de 2024 el ajuste se haría a IPC+0%.
4. Reducción sostenida del margen **NOI** en un 25%, es decir, llevando el margen de largo plazo a 58% desde 83%.

En conclusión, estos escenarios lucen excesivamente ácidos, particularmente considerando la calidad de activos del portafolio de PEI y su diversificación.

Descripción y generalidades del PEI

El Patrimonio Estrategias Inmobiliarias es un vehículo de titularización participativa en activos inmobiliarios generadores de renta ubicados en el territorio colombiano. El PEI funciona bajo una figura similar a la de las fiducias inmobiliarias internacionales, también conocidas como Real Estate Investment Trusts – REITs, las cuales permiten que inversionistas de diferentes perfiles y tamaños inviertan en portafolios diversificados del sector inmobiliario, donde la rentabilidad proviene tanto de la valorización de los activos, como de los flujos repartidos con regularidad. Adicionalmente, las políticas de los REITs incluyen tasas de repartición de utilidades de al menos el 90% de los flujos distribuibles y en el caso del PEI, dicha distribución es equivalente al 100% del flujo operacional, con pagos trimestrales.

Desde su fundación en el 2004, el PEI ha ido incrementando de manera constante su portafolio de activos, alcanzando un área arrendable de 1,148,914 m² a junio de 2022, distribuida en más de 151 activos, lo que consolida al PEI como principal vehículo inmobiliario del país y el único con las características de un REIT.

El PEI se enfoca en la compra y administración de bienes raíces, donde dicha administración, en conjunto con las labores de gestión continua (conservación, custodia y administración), se realiza a través de PEI Asset Management S.A.S. antes Terranum Inversión S.A.S. De igual manera PEI Asset Management también está a cargo de la promoción, estructuración y colocación de nuevos tramos de TEIS, entre otras funciones.

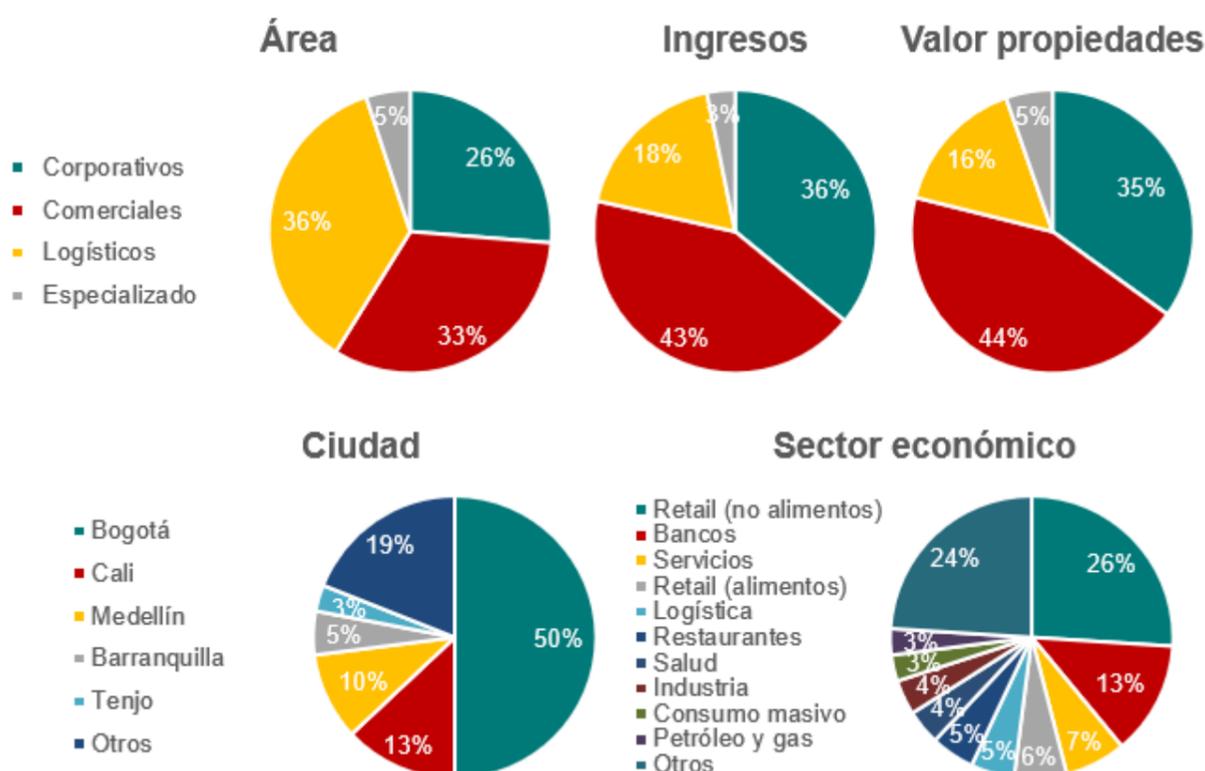
El valor del portafolio de activos inmobiliarios del PEI a junio de 2022 alcanzaba los COP 8.1 billones, distribuidos en activos comerciales, corporativos, logísticos y especializados (activos educativos, de salud, residencias universitarias y un hotel).

Área bruta arrendable (GLA) en miles de m²



Fuente: PEI A.M.

Diversificación



Fuente: PEI A.M.

- > **Activos corporativos (oficinas):** A junio de 2022, el portafolio del PEI cuenta con 300 mil m² de área corporativa arrendable, equivalente al 26% del área total del vehículo. Dichos activos están asociados principalmente a edificios de oficinas y espacios destinados al uso de corporaciones, los cuales aportan alrededor el 36% de los ingresos y el 34% del valor del vehículo. Entre algunos de los activos que se destacan en este segmento están Elemento Bogotá, Atrio Torre Norte y la Sede Corporativa Isagen en Medellín.
- > **Activos comerciales:** A junio de 2022, el portafolio del PEI cuenta con 371 mil m² de área comercial arrendable, equivalente al 33% del área total del vehículo. Dichos activos están asociados principalmente a centros comerciales y locales comerciales, los cuales aportan alrededor el 43% de los ingresos y el 44% del valor del vehículo. Entre algunos de los activos que se destacan en este segmento están los centros comerciales Plaza Central en Bogotá y el Jardín Plaza en Cali.
- > **Activos logísticos (bodegas):** A junio de 2022, el portafolio del PEI cuenta con 412 mil m² de área logística arrendable, equivalente al 36% del área total del vehículo. Dichos activos están asociados principalmente a bodegas y centros logísticos, los cuales en su mayoría están ubicados en zonas y parques industriales. Este segmento aporta alrededor del 18% de los ingresos y el 17% del valor del vehículo. Entre algunos de los activos que se destacan en este segmento están el Complejo Industrial y Logístico Cittium y la Zona Franca del Pacífico en Yumbo (Valle).
- > **Activos especializados:** A junio de 2022, el portafolio del PEI cuenta con 57 mil m² de área especializada arrendable, equivalente al 5% del área total del vehículo. Dichos activos están asociados principalmente a clínicas, residencias, sedes universitarias y un hotel. Este segmento aporta alrededor del 3% de los ingresos y el 5% del valor del vehículo. Entre los activos de este segmento se destacan City U (residencias universitarias) en Bogotá, el hotel Calablanca en Barú y varias clínicas arrendadas a Sanitas.

Historia

El PEI tuvo inicio en el 2004, cuando se comenzó la estructuración del vehículo el cual empezó operaciones formalmente en 2007. El programa de emisión fue aprobado en 2006 por la Superintendencia Financiera de Colombia hasta un monto máximo de COP 500,000 millones, que posteriormente fue aumentado a COP 2 billones y actualmente cuentan con un cupo, aprobado en 2016, de COP 5 billones, donde a la fecha se han emitido COP 3.8 bn. En el 2007, se realizó la emisión de los dos primeros tramos, los cuales le permitieron al PEI vincular a los primeros 24 inversionistas, levantando recursos por COP 235 mil millones a través de las dos primeras emisiones de 2017 y permitiéndole adquirir los primeros 130 mil m² de área arrendable.

Desde el 2009, el PEI ha llevado a cabo la emisión de 11 tramos adicionales con los cuales ha utilizado el 76% de su cupo autorizado. Dichas emisiones han sido bien recibidas por el mercado y han permitido que a la fecha, el PEI ya cuente con cerca de 4,700 inversionistas, lo cual le ha permitido convertirse en el vehículo inmobiliario de mayor relevancia en el mercado colombiano.

TEIS

Los títulos participativos (TEIS) son títulos valores registrados en el Registro Nacional de Valores y Emisores RNVE, los cuales tras la emisión del XI Tramo, alcanzaron un total de 431,422 títulos en circulación, que tras el Split pasaron a ser 43,142,200 títulos. Independientemente del tramo en el cual haya sido adquirido cada TEIS, todos los títulos tienen los mismos derechos sobre los retornos generados por el vehículo y cuentan con derechos de preferencia en las emisiones que realice el PEI.

Directivos y administración

Como parte de su Código de Buen Gobierno Corporativo, el PEI cuenta con un Comité Asesor, el cual es el máximo órgano decisorio, encargado de tomar las decisiones respecto a las inversiones admisibles, el programa de emisión de títulos, la compra y venta de activos inmobiliarios y el endeudamiento financiero.

De igual forma, la administración del PEI está a cargo de un grupo de profesionales altamente calificados, en cabeza de su presidente, Jairo Alberto Corrales, quien cuenta con una trayectoria en PEI Asset Management de más de 10 años.

1. Nivel de vacancia en el cual ni los arrendatarios ni arrendadores tienen un poder particular de negociación

2. Teniendo en cuenta los fuertes efectos económicos asociados a las medidas para la contención del Covid-19 en el país y la poca información del impacto que esto ha tenido sobre los precios de los arrendamientos, la Dirección Ejecutiva de Estudios Económicos - Grupo Bolívar en alianza con El Libertador tomó la iniciativa de diseñar un indicador que permite hacer seguimiento de esta variable a lo largo del tiempo.

3. El índice de costos de la construcción de edificaciones se empezó a publicar a partir de 2022, las cifras históricas corresponden al Índice de costos de la construcción de vivienda, por lo cual no son cifras plenamente comparables pero sí permiten evaluar la tendencia

4. Esta cifra requiere una aclaración y es que agrupa ciertos activos como los Centros Comerciales Único y el portafolio Davivienda, que en realidad no corresponden a un único activo. Lo anterior a razón de la agrupación presentada en los estados financieros del vehículo

Departamento de Investigaciones Económicas y Estrategia Corredores Davivienda

Gerente:
José German Cristancho
jcristancho@corredores.com

Líder Acciones:
Katherine Ortiz
kortiz@corredores.com

Analista Senior Acciones
Rodrigo Sánchez
wsanchez@corredores.com

Analista Cuantitativo y Monedas:
Alejandra Salinas
lsalinas@corredores.com

Análisis Acciones:
Ana Guasca
amguasca@corredores.com

Análisis Acciones:
Julián Ausique
jausique@corredores.com

Analista Renta Fija:
Camilo Rincon
jcrincon@corredores.com

Analista Junior Renta Fija
Juan Pablo Vega
jvega@corredores.com

Estudiantes en Práctica
Jahnisi Caceres

Teléfono: (571) 312 3300 | Dirección: Carrera 7 No. 71 - 52 Piso 16
Consulte nuestros informes en: <https://www.vision.davivienda.com>

Para nosotros es importante conocer sus comentarios; si tiene alguno, por favor remítalo a:
vision@davivienda.com

Corredores Davivienda S.A. Comisionista de Bolsa no se hace responsable por la toma de decisiones de inversión que se deriven de la información y de los análisis presentados en este documento. Dichas decisiones, sus efectos y consecuencias serán de exclusiva responsabilidad del inversionista. Los datos publicados son informativos y han sido tomados de fuentes confiables, pero Corredores Davivienda S.A. no garantiza que los mismos estén libres de errores. El Inversionista entiende y acepta que las recomendaciones, asesoría o sugerencia incluidas son realizadas por parte de Corredores Davivienda S.A. y que Banco Davivienda S.A., en nada ha participado dentro del presente documento, sin perjuicio que tenga otros documentos publicados en la misma página web.

No se permite la reproducción total o parcial de este documento sin la autorización previa y expresa de Corredores Davivienda S.A. En adición a lo anterior, informamos que: i) Corredores Davivienda es filial (parte relacionada) del Emisor Banco Davivienda; ii) Corredores Davivienda es una de las empresas integrantes del Grupo Empresarial Bolívar iii) Corredores Davivienda conforme a sus políticas de Riesgo y de Inversiones, podría adquirir o mantener para su posición propia los activos financieros o valores a los que hace referencia el presente informe al momento de su elaboración o divulgación.