



Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercados

Inicio de Cobertura: PEI – Patrimonio Estrategias Inmobiliarias

Octubre, 2022

PEI – Una estrategia de cobertura y diversificación

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

Iniciamos cobertura de Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias, PEI, con una recomendación de **sobreponderar** y un precio objetivo de COP95.249/título para diciembre de 2022, lo que implica un potencial de valorización del 141,7%. Si incluimos el retorno esperado de los rendimientos financieros para los próximos 12 meses del 8,8%, el retorno total esperado sería de aproximadamente 150.5%.

Estabilidad del flujo de caja y reparto de rendimientos financieros: el PEI es un vehículo que mantiene como política la distribución trimestral del flujo de caja distributable, con un *payout* cercano al 100%. Este flujo de caja se apalanca en ingresos atados al IPC más un *gap* por tipo de inmueble, lo que le permite protegerse ante situaciones inflacionarias, característica que impacta positivamente en indicadores como NOI, del 82,5%, y márgenes EBITDA, del 65% (promedio últimos tres años).

Diversificación por cliente, ciudad y tipo de inmueble. Un portafolio diversificado de 1.14 m² millones de GLA (metros cuadrados arrendables), de los cuales 48% está en Bogotá y el resto en otras 31 ciudades y municipios del país. Este GLA está compuesto por activos de muy alta calidad conocidos como triple A en segmentos como comercial (33%), corporativo (26%), logístico (36%) y especializado (5%), cada uno con arrendatarios premium y contratos con duración promedio de 5,2 años.

Valoración relativa refleja descuento vs. pares regionales. Actualmente, el PEI transa a un múltiplo EV/EBITDA LTM de 11,6x, mientras que sus pares regionales lo hacen en promedio a 13,6x, con un descuento del 15%. Así mismo el múltiplo EV/ventas de 7,8x para el PEI presenta un descuento del 28% vs. el 10,9x de sus pares regionales.

Un negocio con subyacentes inmobiliarios que lo respaldan ante posibles crisis. Los negocios inmobiliarios tienen una ventaja frente a otro tipo de vehículos de inversión y es que los activos utilizados en rentas tienen un valor comercial que sirve de respaldo y garantía en momentos de crisis. La materialización de las ventas de activos puede ser fuente para estrategias de inversión en nuevos activos, entregar flujo de caja distributable a los inversionistas o utilizarse para desapalancar el negocio

Programa de recompra de títulos. Dado el abaratamiento que ha sufrido el activo en los últimos meses, el PEI anunció el pasado 14 de octubre el inicio del programa de recompra de títulos que busca readquirir hasta el 3% del total de títulos en circulación, algo que consideramos como una buena estrategia para entregar valor a sus inversionistas, ya que según nuestros cálculos, estaría recomprando sus propios activos con un descuento superior al 40%.

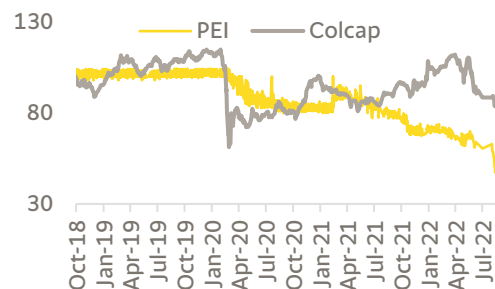
Es importante tener presente que los principales riesgos que enfrenta el PEI en nuestra modelación son: i) mayor vacancia de la esperada dadas las débiles condiciones macroeconómicas en Colombia para 2023, ii) la baja liquidez del activo no permite materializar su valor justo, iii) limitación en su capacidad de crecimiento dado el abaratamiento del título a precios de mercado.

Tabla 1: Resumen de mercado

Precio Objetivo (COP)	95,249
Precio de Cierre (COP) Oct 14	39.400
Potencial Valorización	1.41
Rango 52 semanas	39,010 – 80,000
Capitalización Bursátil (COP mn)	
Títulos en circulación (mn)	43,142,200
Vol. promedio diario 12 meses (COP mn)	331.912,76
Div. Yield – 12M	8.8%
Reuters PEI	PEI.CN
Bloomberg PEI	PEI.CB

Fuente: PEI, Grupo Bancolombia.

Gráfico 1: PEI vs. COLCAP base 100



Fuente: PEI, BVC, Grupo Bancolombia.

Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) – Resumen

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

El Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) es el mayor administrador inmobiliario del país, con cerca de COP8 bn de activos bajo administración al cierre de 2T22. Tiene activos en los segmentos logístico, comerciales, oficinas, salud y otros, como residencias universitarias y hoteles. Pei Asset Management es el agente administrador del patrimonio y se encarga de gestionar todos los activos en lo que respecta a su administración y definición de estrategias, tanto de compra y venta, la estructura de capital, así como garantizar las buenas prácticas que protejan al inversionista.

Tabla 2: Principales múltiplos e indicadores de los estados financieros proyectados

Estado de Resultados (COP mn)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Ingresos x rentas	492,720	620,582	713,934	752,763	786,402
NOI	402,493	512,302	589,108	619,491	646,834
Margen NOI	81.7%	82.6%	82.5%	82.3%	82.3%
EBITDA	310,433	409,655	475,689	497,570	519,082
Margen EBITDA	63.0%	66.0%	66.6%	66.1%	66.0%
Utilidad Neta	365,983	687,345	959,268	736,823	718,176
Utilidad Neta Ajustada ¹	251,178	144,395	189,964	262,738	313,126
Dividendos Distribuibles	226,262	201,776	164,964	243,992	297,984

1. Utilidad neta excluyendo la valorización de propiedades de inversión.

Balance General (COPmn)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Propiedades de inversión	7,480,483	8,400,358	9,169,662	9,643,746	10,048,796
Deuda financiera	2,743,621	3,179,365	3,150,834	3,127,980	3,112,124
Cuentas por Pagar	88,073	95,544	107,670	114,565	118,806
Efectivo	34,538	21,453	23,295	22,330	22,627
Deuda neta	2,797,157	3,253,456	3,235,210	3,220,215	3,208,303
Patrimonio	4,740,131	5,235,196	6,029,499	6,522,330	6,942,521

Múltiplos y ratios de sector	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Deuda neta / EBITDA	9.0	7.94	6.80	6.47	6.18
Valor de compañía (EV)	X	4,825,259	4,825,259	4,825,259	4,825,259
EV/Ventas LTM	X	7.8	6.8	6.4	6.1
EV/EBITDA LTM	X	11.8	10.1	9.7	9.3
Gross LTV	36.7%	37.8%	34.4%	32.4%	31.0%
Net LTV	37.4%	38.7%	35.3%	33.4%	31.9%
ROAE	7.8%	13.8%	17.0%	11.7%	10.7%
Cap rate a precios de mercado	X	10.6%	12.2%	12.8%	13.4%
Duda financiera/activos	36.1%	43.9%	41.2%	38.9%	37.1%

Fuente: Grupo Bancolombia, PEI.

Tabla 3: Comité asesor

Nombre	Representación
Sol Beatriz Arango	Independiente
Julio Manuel Ayerbe	Independiente
Maria Victoria Riaño	Independiente
Roberto Holguín	Independiente
Carlos Angulo Ladish	Administradora
Jairo Alberto Corrales	Administradora
Carlos Fradique Mendez	Administradora
Ana María Bernal Rueda	Administradora
Andres Raúl Guzman	R.L. Inversionistas

Fuente: Grupo Bancolombia, PEI.



1. Informe inmobiliario 2021 Logan.

Tabla 4: Equipo Directivo

Nombre	Cargo
Jairo A. Corrales	Presidente
Andrés F. Ruiz	Vicepresidente Financiero e IR
Gina Castro	Gerente de Talento Humano
Ana M. Bernal	Gerente Legal y Asuntos Corporativos
María A. Cardozo	Gerente de Inversiones y Nuevos Negocios
Iván D. Parra	Gerente Gestión de Activos
Alejandro Alzate	Gerente Comercial
Jimena Maya	Gerente Estrategia e Innovación y Comunicaciones

Fuente: Grupo Bancolombia, PEI.

Valoración arroja un precio objetivo de COP95.249 para diciembre 2022

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

Iniciamos cobertura de Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias, PEI, con una recomendación de **sobreponderar** y un precio objetivo de COP95.249/título para diciembre 2022, lo que implica un potencial de valorización del 141.7%. Si incluimos el retorno esperado de los rendimientos financieros para los próximos 12 meses del 8,8%, el retorno total esperado sería de aproximadamente 150.5%.

Nuestro precio objetivo se basa en un modelo de flujo de caja descontado (FCD) con un período explícito de proyección de 10 años y un valor terminal a perpetuidad atado a un IPC de largo plazo de 3,6%.

Nuestro Ke promedio para el período de valoración se ubica en 12,7%, basado en una prima libre de riesgo de los bonos del tesoro americanos de largo plazo de 2,34%. El beta desapalancado de 0,68 publicado por Damodaran para REITs en mercados emergentes. La prima de riesgo país la basamos en el promedio ponderado de los EMBI + Colombia a 3M (50%), 6M (30%) y 12M (20%), que asciende a 2,48%, la prima de riesgo de 6,71% y la devaluación es el diferencial de inflaciones de largo plazo entre Colombia y Estados Unidos de 1,6%. La estructura de capital promedio de valoración se ubica en un 34%/66% deuda/equity, para un WACC promedio de 10,7%.

Actualmente, la compañía tiene un costo promedio de deuda total de 9%, del cual 46% se encuentra atado al IPC, 14% a IBR y el restante tasa fija. Dentro del modelo esperamos un costo de deuda para 2023 cercano al 10%, para luego disminuir y ajustarse en niveles del 6% en cuatro años (IPC+3%, aprox.).

Es importante tener presente que en la modelación utilizamos un *rolling* WACC, donde el año base 2023 alcanza el 11,6%, y el período terminal cierra en 10,3%, para un WACC promedio de 10,7%.

Los ingresos crecen atados al IPC más un *gap* según el tipo de inmueble. Este porcentaje de crecimiento se le aplica al ingreso por renta por metro cuadrado calculado por nuestra área, de acuerdo con los metros cuadrados en arrendamiento y los ingresos históricos de la compañía.

Por su parte, esperamos unos niveles de vacancia similares a los que hoy presenta el PEI, pues su estrategia de activos AAA, con arrendatarios diversificados y de alto nivel, ha permitido que la compañía presente niveles de vacancia inferiores a la industria.

Los costos y gastos están atados a los ingresos y, en otros casos, al valor de la cuenta de propiedades de inversión, tales como prediales e impuestos de valorización y comisión del administrador inmobiliario PEI AM, entre otros.

Para 2022 la compañía había indicado un capex cercano a COP500.000 millones; sin embargo, en el 1S22 se habían invertido cerca de COP77.645 millones. Consideramos que la compañía podría realizar lo planeado en capex para el segundo semestre, que sería un valor cercano a los COP250.000 millones, que estarían financiados con deuda. **Para los años siguientes no asumimos expansión de metros cuadrados, pues la compañía no cuenta con una guía al respecto.**

Como estrategia de estructura de capital, el PEI presenta un límite máximo del ratio LTV (*loan-to-value*) (deuda financiera/valor de propiedades de inversión) del 40%. Según nuestra modelación, el límite máximo se alcanza en 2022 con un nivel de 38%, para luego disminuir a niveles de 24% en 2032.

Tabla 5: Resumen de valoración

Variable	COPmn
VPN implícito	3,315,169
VPN terminal	3,919,791
Enterprise value	7,234,959
Deuda financiera	3,179,365
Efectivo y equivalentes	45,202
Otros activos y pasivos LP	8,437
Equity value	4,109,232
TEIs en circulación	43,142,200
Valor por TEI (COP)	95,249
Precio de mercado (COP)	39,400
Potencial de valoración	141.7%
Rendimiento financiero	8,8%
Retorno total	150.5%

Fuente: Grupo Bancolombia.

Tabla 6: Tasa de descuento promedio

Variable	Promedio- 10 años
Rf	2.3%
Prima de riesgo	6.7%
Beta desapalancado	0.6
Beta apalancado	0.9
Devaluación	1.6%
prima de riesgo país	2.5%
Ke	12.7%
Kd	6.7%
Tasa de impuestos	0.00%
% Deuda	34%
% Equity	66%
WACC	10.7%

Fuente: Grupo Bancolombia.

Valoración relativa soporta nuestra visión fundamental

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

A precios de mercado, el PEI se encuentra transando a un múltiplo EV/ventas LTM y EV/EBITDA LTM de 7,8x y 11,9x, para un descuento del 17% y 9% vs. los pares regionales, que se encuentran transando en promedio a un múltiplo de 9,4x y 13,1x, respectivamente.

Las compañías comparables provienen principalmente del mercado mexicano, el más desarrollado en la región en términos inmobiliarios y REITs listados en bolsa, seguido por Brasil y Chile. El margen EBITDA, en promedio, se ubica en 72% vs. un margen EBITDA para el PEI del 65%. Es importante resaltar que el PEI no tiene un comparable idéntico, pues algunos fondos inmobiliarios son especializados en negocios logísticos, otros en centros comerciales y otros pueden tener mezclas diferenciales, con mayores concentraciones en un tipo de negocio u otro.

Tabla 7: Tasa de descuento promedio

Compañía	País	Capitalización de mercado (USDmn)	EV / Ventas	EV / EBITDA
Fibra Uno	México	4,006	9.4x	12.2x
FIBRA Prologis	México	2,188	12.5x	N/A
Fibra Danhos	México	1,830	8.4x	12.9x
Fibra Mty, S.A.P.I. de C.V.	México	594	12.0x	14.8x
FIBRA Macquarie México	México	931	8.7x	10.9x
Corporación Inmobiliaria Vesta, S.A.B. de C.V.	México	1,238	11.2x	13.9x
Planigrupo LATAM, S.A.B. de C.V.	México	283	7.9x	13.7x
Parque Arauco S.A.	Chile	789	8.0x	10.8x
Aliansce Sonae Shopping Centers S.A.	Brasil	1,079	8.3x	11.6x
Multiplan Empreendimentos Imobiliários S.A.	Brasil	2,923	11.2x	16.2x
BR Malls Participações S.A.	Brasil	1,575	9.1x	13.8x
Promedio			9.4x	13.1x
Mediana			8.9x	13.4x
PEI	Colombia		7,8x	11.9x
Prima / Descuento			-17.2%	-9.0%

Fuente: Grupo Bancolombia, Capital IQ.

Tesis de inversión: PEI, una estrategia de cobertura y diversificación

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

Históricamente, el sector inmobiliario ha sido una inversión que permite diversificar los portafolios, con características como poca volatilidad frente a otros activos y expectativas de retorno a largo plazo.

Dichas características encuentran soporte en que este tipo de inversiones ayudan a mantener cobertura frente a brotes inflacionarios, ya que normalmente los contratos de arrendamiento están atados a este indicador, manteniendo unos resultados financieros positivos y el valor de los activos protegidos.

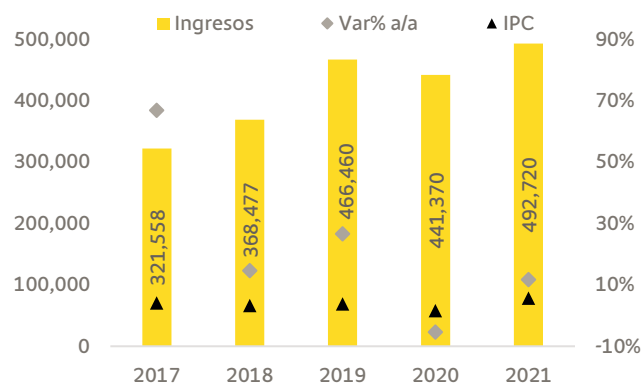
En Colombia los fondos inmobiliarios han mantenido un crecimiento constante de sus portafolios en la última década pasando de COP4,09 billones en 2012 a COP20,4 billones en 2020, con un crecimiento anual compuesto del 22% (Logan, 2021). **Para el caso del PEI, la diversificación ha sido una característica importante dentro de su portafolio, que lo ha llevado a crecer sus activos administrados desde 2007 a una tasa del 27% anual, llegando a COP8 billones y del 21% anual en GLA llegando a 1.148.914 m², siendo el fondo inmobiliario con mayor valor de activos bajo manejo del país.**

Estabilidad del flujo de caja y reparto de rendimientos financieros: en el sector inmobiliario, en general, los contratos de renta están atados al IPC más un *gap* adicional según el tipo de activo. Esta característica permite que sus ingresos sirvan como cobertura frente a presiones inflacionarias como las vividas actualmente, manteniendo niveles de NOI y margen EBITDA estables. Esta condición permite, a su vez, un flujo de caja distribuible entre los tenedores de títulos constante, condición básica para este tipo de vehículos.

Es importante tener presente que esta cobertura no es inmediata, pues los contrato de arrendamiento se actualizan una vez al año. Sin embargo, una vez se realice el ajuste de los contratos, los resultados deberían mantener una tendencia lineal con inflación.

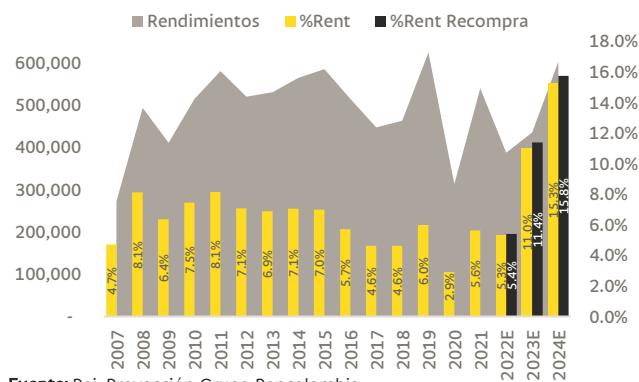
A los precios actuales donde se observa un descuento cercano al 41.3% sobre nuestro PO y sin la ejecución de recompra, el PEI arroja un rendimiento financiero en los próximos 12M cercano al 8.8%, representado en un ingreso esperado de COP 3,450/título. Como se observa en el gráfico 3, vemos una rentabilidad para 2023 y 2024 del 11% y del 15.3%, rentabilidad que podría mantenerse en el mediano plazo.

Gráfico 2: Ingresos (COP mill), Variación Ingresos (% a/a) vs. IPC



Fuente: Pei, cálculos Grupo Bancolombia.

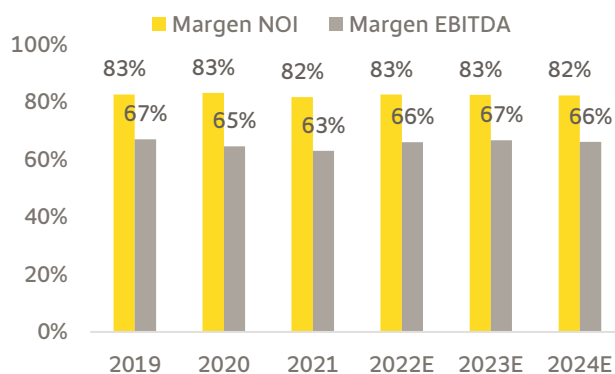
Gráfico 3 Rendimientos x título (COP) y Rentabilidad por título (%)



Fuente: Pei, Proyección Grupo Bancolombia.

* Rentabilidades calculadas asumiendo la misma distribución de rendimientos financieros sin incluir valorización de títulos

Gráfico 4: Evolución NOI y Margen EBITDA



Fuente: Pei, Proyección Grupo Bancolombia.

Tesis de inversión: PEI, una estrategia de cobertura y diversificación

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

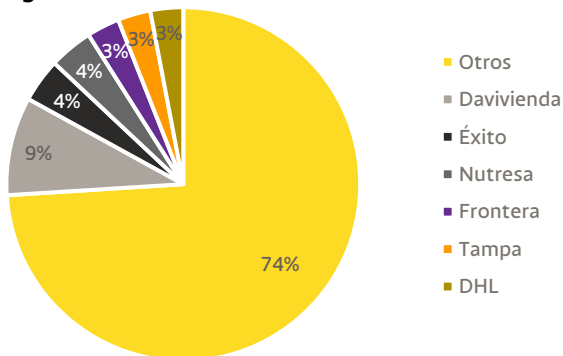
Arrendatarios de calidad y diversificados. El PEI actualmente cuenta con procesos de selección de arrendatarios que permiten mantener indicadores de cartera vs. ingresos en niveles del 0,93% (2T22), con un máximo durante la crisis sanitaria del 9,9% en 2T20, cartera que ha sido recuperada en un 89% con corte al 2T22.

Igualmente, esta estrategia ha permitido que los niveles de vacancia física estén actualmente por debajo de los niveles de mercado en todas las categorías, excepto centros comerciales, donde se observan niveles con 60 pb por encima de la media del mercado para el 2T22, aunque con una clara tendencia de recuperación. Situaciones como el aumento de la vacancia física y económica total en el 1T21, debido a rezagos del covid-19 y la salida de un arrendatario importante, muestra la capacidad de recuperación del vehículo, que a 2T22 refleja una vacancia física total del 5,9%, -640 pb vs. 1T21 y una económica del 7,9%, -550 pb vs. 1T21.

Estas recuperaciones en vacancias muestran que, gracias a la calidad no solo de sus inmuebles sino también de sus arrendatarios, el PEI tiene capacidad para sortear situaciones de mercado difíciles como las ocurridas durante pandemia. Junto con estas cifras, el tiempo promedio de duración de contratos es de 5,2 años, con niveles de retención por encima del 90%.

De acuerdo con nuestras expectativas, y de cara a posibles recesiones económicas, vemos una tendencia al alza en las vacancias físicas en los diferentes segmentos inmobiliarios para 2023. Sin embargo, teniendo en cuenta las características antes mencionadas del PEI, esperamos estabilidad.

Gráfico 7: Principales arrendatarios (% de ingresos)



Fuente: Colliers, cálculos Grupo Bancolombia.



Gráfico 5: Vacancia física bodegas (%)

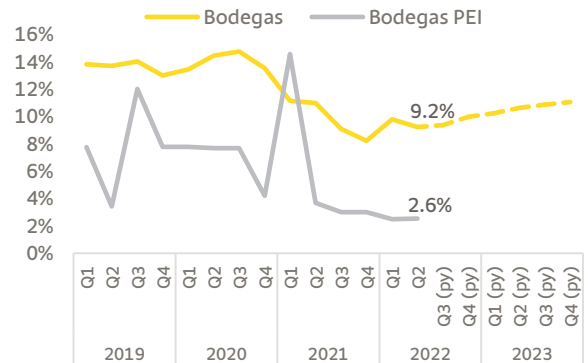


Gráfico 6: Vacancia física oficinas (%)

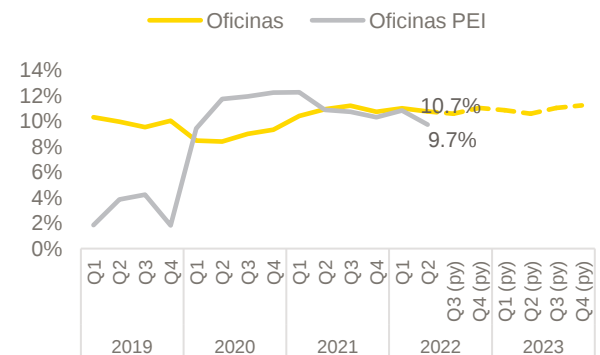
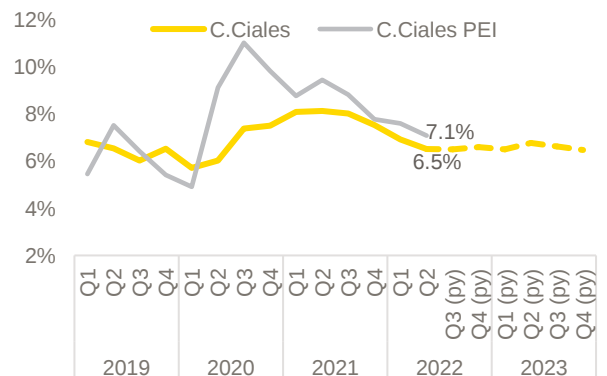


Gráfico 8: Vacancia física centros comerciales (%)



Fuente: Colliers, PEI, cálculos Grupo Bancolombia.

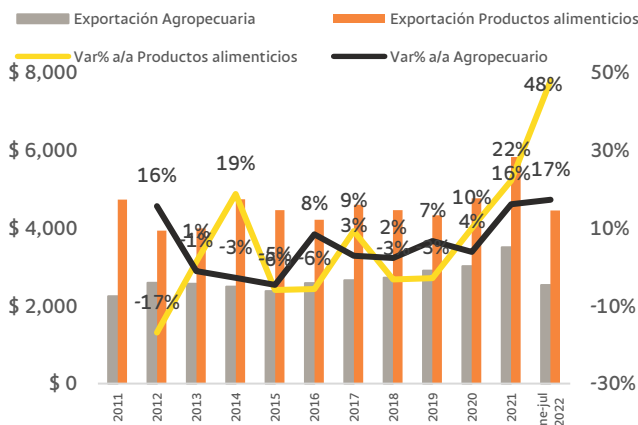
Tesis de inversión: PEI, una estrategia de cobertura y diversificación

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

Desarrollo logístico y sector turismo en el país. Actualmente, Colombia se perfila como un país enfocado en desarrollar su sector agrícola en productos como proteínas, verduras, frutas, cereales, entre otros, con miras a la exportación y a convertirse en una despensa de alimentos para otros países. Este tipo de estrategias requieren tanto del desarrollo de infraestructura vial, aeroportuaria y marítima como de lugares de almacenamiento y logística para lograr una operación eficiente y productiva. En este sentido, la necesidad de dichas facilidades se convierte en una oportunidad de crecimiento en negocios de arrendamiento de propiedades industriales. Además, las nuevas exigencias logísticas han generado un aumento en proyectos BTS (*build to suit*: hecho a la medida), impulsados por temas de *e-commerce*, lo que se convierte en rentas de más largo plazo y más rentables, debido a los requerimientos específicos del cliente.

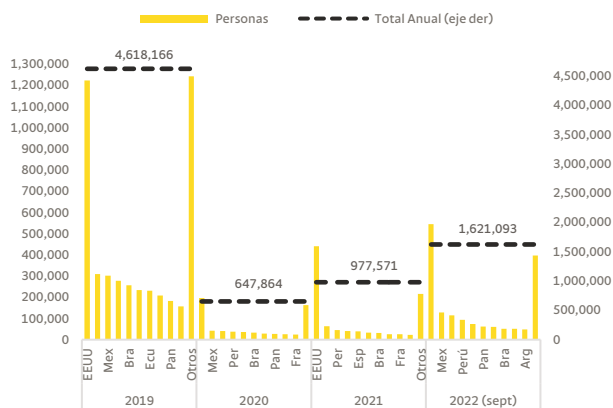
Por su parte, el turismo es potencialmente uno de los sectores que podría verse más favorecido por el plan de gobierno actual, ya que será uno de los focos de desarrollo y expansión, esperando superar los 4 millones de turistas que llegaron al país en 2019. Bajo este supuesto, se pueden abrir nuevas oportunidades de crecimiento en el sector hotelero, en donde el PEI ya incursionó con resultados positivos, logrando el 99% de los ingresos presupuestados para el 1S22 del hotel Calablanca en Cartagena. Así mismo, esto podría brindar aún más diversificación al portafolio de productos, al ser activos que, a pesar de ser más riesgosos y presentar mayores vacancias, dependen de otras variables económicas.

Gráfico 9: Exportaciones agropecuarias y variación anual (USDmn FOB)



Fuente: Dane, cálculos Grupo Bancolombia.

Gráfico 10: Ingreso de turistas extranjeros por turismo y negocios a Colombia



Fuente: Dane, cálculos Grupo Bancolombia.

Programa de recompra de títulos. El pasado 14 de octubre el PEI ha informado al mercado que comprará hasta el 3% del total de los títulos en circulación, es decir, 1,294,266 títulos, en un plazo indefinido hasta que logre la totalidad de la compra. Consideramos como positiva esta estrategia dado que el PEI, a través de la recompra está readquiriendo sus propiedades a un descuento muy atractivo cercano al 41% sobre nuestro precio objetivo. Por otro lado los rendimientos serán repartidos entre menos títulos, que según nuestros pronósticos para los próximos 12M, pasaría de una rentabilidad del 8,8% por título al 9% a los precios actuales, creciendo los rendimientos un 3,1%, pasando de COP 3,450/título a COP 3,557/título, generando valor para el accionista que decida apostarle al futuro de la compañía.

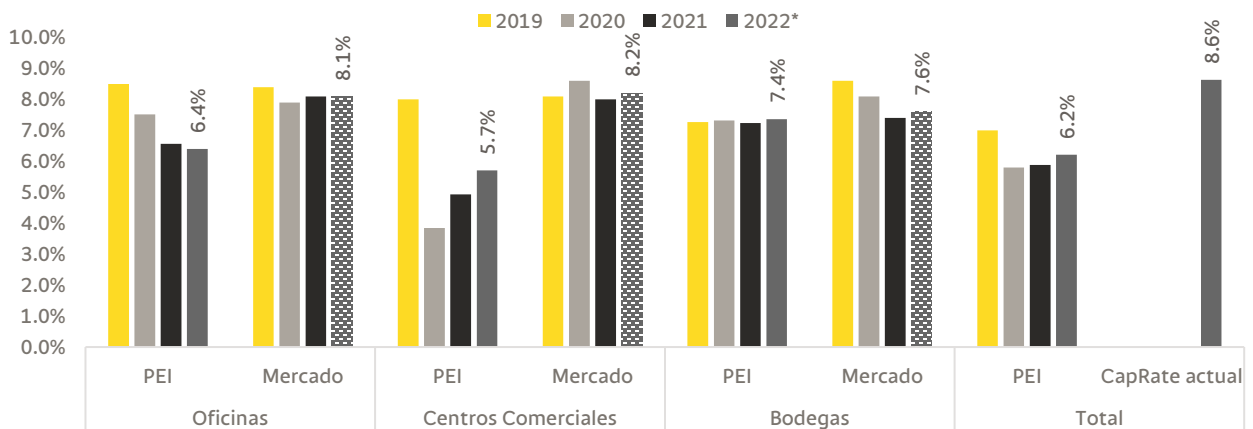
El monto de la operación puede estar cercano a los COP 51.000 millones, los cuales por el momento consideramos que saldrían del flujo de caja distribible, aunque con posibilidad de que se decidan posibles enajenaciones de activos; sin embargo al observar la baja liquidez que el título viene presentando y dado que estos programas de recompras vienen atados a los volúmenes de negociación, es posible que esta estrategia pueda tardar un tiempo significativo en ejecutarse, dada la coyuntura internacional y la incertidumbre local, a no ser que el título gane liquidez en los próximos meses.

Tesis de inversión: PEI, una estrategia de cobertura y diversificación

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

A precios actuales de mercado, y un NOI observado a 12 meses, el PEI se está transando a un *cap rate* de 8,6%. Tal como se observa en la gráfica 10, el PEI se encuentra transando 240 pb por encima del *cap rate* medido por el negocio, cercano al 6,2%, tendencia que también se mantiene si lo comparamos con los *cap rates* por tipo de activo. Inclusive continúa siendo un *cap rate* por encima de las expectativas de *cap rates* de mercado que tenemos para 2022, donde esperamos que a nivel general los *cap rates* presenten ciertas influencias al alza, por aumentos esperados en los ingresos por arriendos atados al IPC.

Gráfico 10: *Cap rates* PEI vs. *cap rates* de mercado

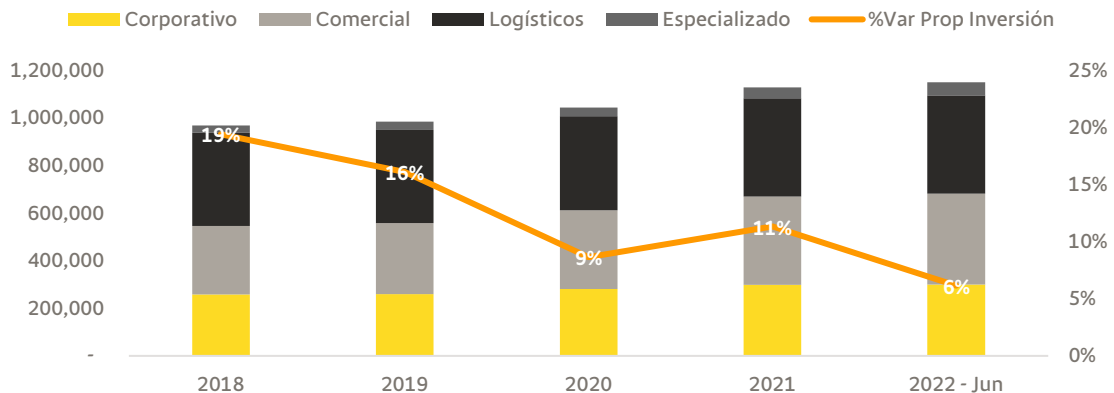


Fuente: Logan, Pei, cálculos Grupo Bancolombia.

*Cap rates del mercado proyectados. Proyección Grupo Bancolombia.

Un negocio con subyacentes inmobiliarios. Tal como lo contamos al inicio del reporte, los negocios inmobiliarios tienen la ventaja de tener activos que respaldan posibles crisis de liquidez o permiten liberar caja para inversiones en capex, que a su vez mejoran la rentabilidad del fondo.

Gráfico 11: Metros por segmento vs variación propiedad de inversión



Fuente: Pei, cálculos Grupo Bancolombia.

Riesgos a tener en cuenta: tasas de interés, desaceleración económica y regulación

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

Aumentos de tasas de interés o ralentización en su disminución. Los aumentos actuales en tasas de interés, efectivamente pueden impactar positivamente los ingresos dado que, según lo informado por el PEI, un alto porcentaje de estos están atados al IPC. Sin embargo, gran parte de la deuda total (46%) también se encuentra atada a este indicador. Este factor ha incrementado el servicio de la deuda total en 2022, que para el 2T22 crece un 27% t/t, afectando los resultados financieros de corto plazo.

Para empezar, el 60% de la composición de deuda en bonos está atado a la IPC, llevando a que en el 2T22 este costo haya crecido un 13% t/t. Sumado a esto, el costo de la deuda en bancos también ha crecido un 36% t/t en el 2T22, pasando de un costo promedio en el 4T21 del 5,3% EA al 9,8% EA en el 2T22. Estos aumentos han generado afectaciones sobre el flujo de caja distribuible, que ha caído durante el 1S22 un 0,8% vs. 1S21 y que, de acuerdo con nuestra valoración, podría caer un 28% a/a para 2022.

Desaceleración económica. Una disminución en el crecimiento económico puede tener dos impactos negativos en el desarrollo del PEI. Por un lado, la paralización o postergación en las decisiones de expansión, lo que limitaría su capacidad de crecimiento. Por otro lado, una menor dinámica económica puede llevar a aumentos en vacancias físicas o económicas, implicando presiones sobre el flujo de caja distribuible, tal como se vivió durante la pandemia. El año 2023 será de retos económicos a nivel global, y Colombia no será la excepción, lo que se convierte en uno de los principales factores a monitorear en los resultados financieros de la compañía.

Reformas a impuestos catastrales. Los planes del nuevo gobierno frente a actualizaciones de catastro multipropósito en las diferentes regiones del país podrían traer algunas implicaciones en impuestos; sin embargo, a la fecha aún no se tiene claro el norte en este tema.

Abaratamiento en el precio del título limita su capacidad de crecimiento. La forma en la que viene operando el PEI para lograr tamaño y expansión es vía deuda. La compañía presenta un límite máximo de endeudamiento del 40% del nivel de sus propiedades de inversión, por lo que, una vez llegaba a dicho límite, la compañía emitía títulos para disminuir apalancamiento y poder seguir creciendo. Este proceso ha sido uno de los factores que ha hecho del PEI un emisor recurrente en el mercado de títulos participativos, lo que se esperaba se mantuviera con su ingreso al mercado de renta variable. Sin embargo, dado el abaratamiento en el precio del título, no es financieramente razonable una emisión a estos precios, por lo que la capacidad de apalancar el crecimiento vía deuda es la única herramienta con la que cuenta la compañía actualmente.

Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI)

Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

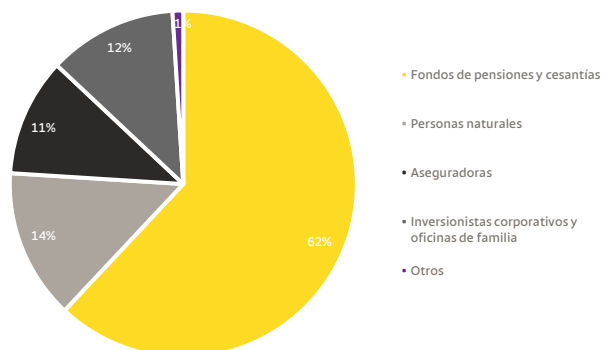
El Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) es el mayor vehículo de inversión inmobiliaria en Colombia, con 15 años de participación en el mercado inmobiliario del país. Inició operaciones en 2007, estructurado por Pei Asset Management S.A.S., Pei AM, como un patrimonio autónomo de titularización inmobiliaria, que funciona igual que los REITs, donde los inmuebles pertenecientes al patrimonio son divididos en títulos participativos, en este caso PEIS. Los PEIS representan una participación en los resultados del activo subyacente sobre el cual fue emitido ese título valor, por lo que para el caso del PEI, un inversionista es participe proporcionalmente del PEI (PA).

Pei AM es una compañía especializada en la estructuración y administración de portafolios de inversión inmobiliaria en Colombia. Desde su rol como administrador de vehículos de inversión inmobiliaria, Pei AM se encarga de las diferentes labores asociadas a la administración de estos vehículos y de acercar potenciales interesados a las inversiones inmobiliarias en el país a través de estructuración de emisiones de títulos participativos y de deuda en el mercado de capitales; elaboración y presentación del *pipeline* de inversión, así como su proceso de ejecución; conservación, mantenimiento y operación de los activos inmobiliarios bajo administración, así como su comercialización para arrendamiento. Desde 2009 cuenta con la más alta calificación por eficacia en la gestión de portafolios G-AAA otorgada por BRC Standard & Poor's.

El PEI cuenta con cerca de COP8 bn de activos bajo administración, representando aproximadamente el 34% del total de activos bajo manejo en el país.¹ Su portafolio diversificado de activos para la renta alcanza en el 2522 1.148.941 m² de área arrendable, con 151 activos y 1.803 arrendatarios representados en 2.580 contratos. Así mismo, la diversificación de ingresos por tipo de activo muestra que el 44% proviene de activos comerciales, 34% de activos corporativo (oficinas), 18% de activos logísticos y el restante 4% de otros activos.

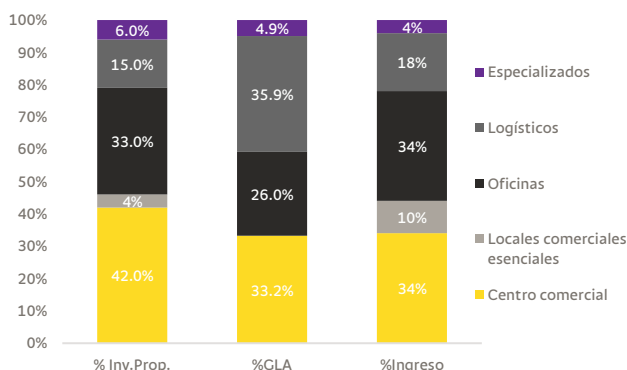
El equipo vinculado al administrador inmobiliario cuenta con una experiencia en la estructuración y gestión integral de vehículos inmobiliarios en Colombia. Jairo Alberto Corrales ha presidido el Pei AM desde 2009 y ha estructurado la adquisición de más de 500.000 m² en diferentes categorías; igualmente, el resto del equipo directivo cuenta con gran experiencia en el conocimiento del mercado inmobiliario en el país. El comité asesor es de alto nivel, responsable de tomar las principales decisiones respecto a adquisiciones, endeudamiento, emisiones y, en general, monitorear el desempeño del vehículo.

Gráfico 12: Principales inversionistas (% total de títulos)



Fuente: Pei, Grupo Bancolombia.

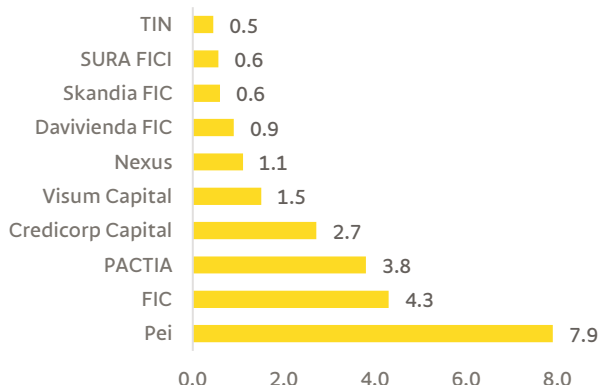
Gráfico 13: Diversificación por categoría (% COP, %m²)



Fuente: Pei, Grupo Bancolombia.

* Porcentaje de GLA en centro comercial incluye locales comerciales esenciales

Gráfico 14: AUM* principales fondos inmobiliarios Colombia (COPbn)



Fuente: Páginas compañías, cálculos Grupo Bancolombia 1T22

*Activos bajo administración

Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI)

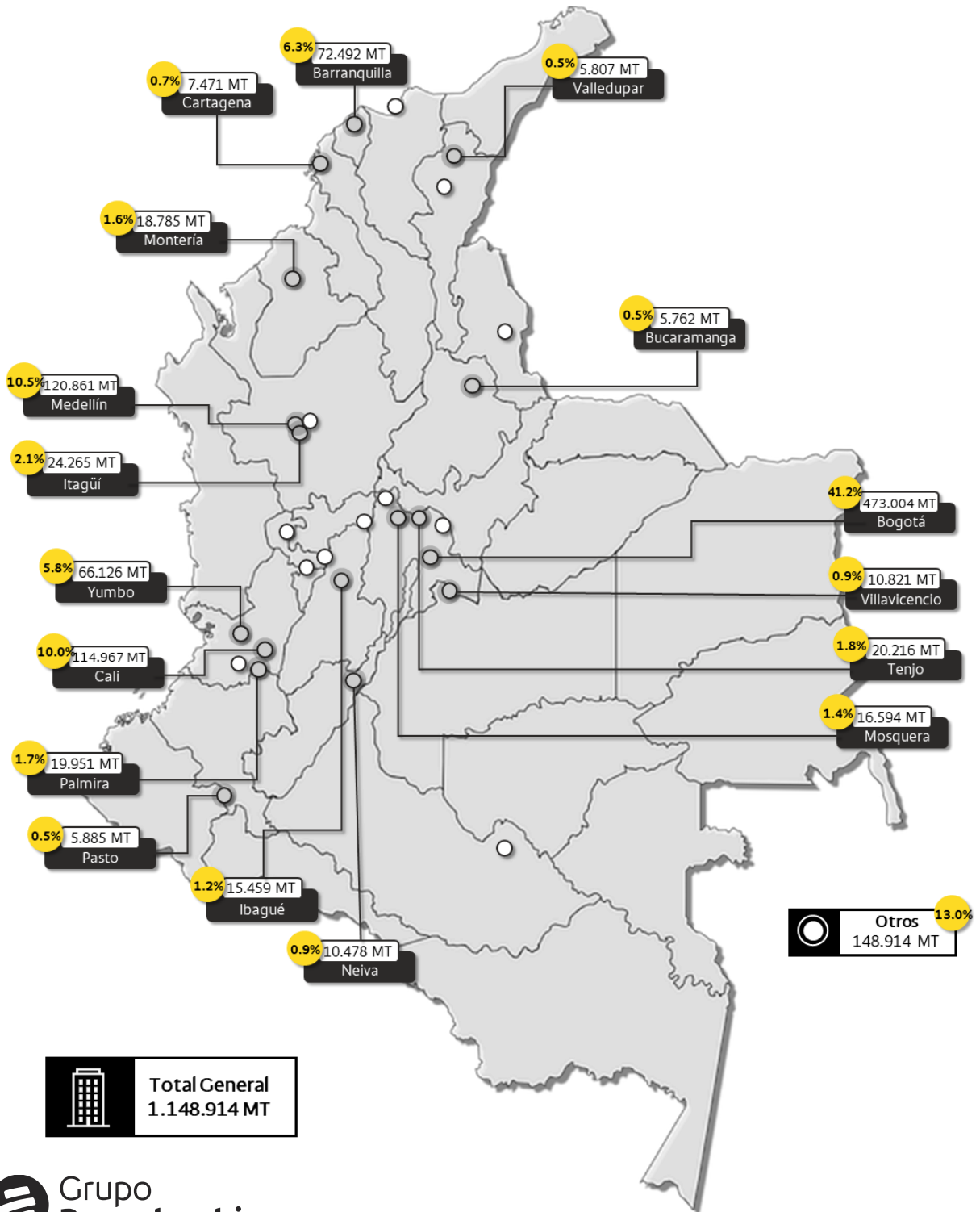
Recomendación, sobreponderar: PO COP95.249/título

Actualmente, el PEI se encuentra en 32 ciudades y municipios del país: 48% de los inmuebles están en Bogotá, 14% en Cali, 11% en Medellín, 5% en Barranquilla y el resto (22%) en diferentes ciudades y municipios. Se caracteriza por ser el mayor propietario institucional de centros comerciales y oficinas corporativas del país. Entre sus activos más representativos se encuentran bodegas para Nutresa, DHL, Cittium, Hadas y Estra; oficinas, como edificios para Isagen, Davivienda, Avianca y Carvajal, Torres One Plaza y Torre Atrio en Medellín y Bogotá, respectivamente. En centros comerciales se destacan Lo Nuestro, en Bogotá y Montería, Jardín Plaza y Plaza Central y el portafolio de centros Comerciales Único; y en especializados, tienen inversiones en hoteles como Calablanca en Barú, tres sedes para EPS Sanitas y residencias universitarias como Citi U.

 Corporativo	<table><tr><th>CIUDAD</th><th>GLA</th><th>NO ACTIVOS</th></tr><tr><td>Bogotá</td><td>229,652</td><td>24</td></tr><tr><td>Medellín</td><td>53,454</td><td>6</td></tr><tr><td>Cali</td><td>5,591</td><td>2</td></tr><tr><td>Otros</td><td>11,071</td><td>3</td></tr><tr><td>Total</td><td>299,768</td><td>35</td></tr></table>	CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS	Bogotá	229,652	24	Medellín	53,454	6	Cali	5,591	2	Otros	11,071	3	Total	299,768	35	6.4 años duración de contratos
CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS																		
Bogotá	229,652	24																		
Medellín	53,454	6																		
Cali	5,591	2																		
Otros	11,071	3																		
Total	299,768	35																		
 Comercial	<table><tr><th>CIUDAD</th><th>GLA</th><th>NO ACTIVOS</th></tr><tr><td>Bogotá</td><td>137,999</td><td>39</td></tr><tr><td>Medellín</td><td>41,212</td><td>10</td></tr><tr><td>Cali</td><td>70,817</td><td>4</td></tr><tr><td>Otros</td><td>131,390</td><td>32</td></tr><tr><td>Total</td><td>381,418</td><td>85</td></tr></table>	CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS	Bogotá	137,999	39	Medellín	41,212	10	Cali	70,817	4	Otros	131,390	32	Total	381,418	85	4 años duración de contratos
CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS																		
Bogotá	137,999	39																		
Medellín	41,212	10																		
Cali	70,817	4																		
Otros	131,390	32																		
Total	381,418	85																		
 Logístico e industrial	<table><tr><th>CIUDAD</th><th>GLA</th><th>NO ACTIVOS</th></tr><tr><td>Bogotá</td><td>74,674</td><td>5</td></tr><tr><td>Medellín</td><td>22,265</td><td>2</td></tr><tr><td>Cali</td><td>15,627</td><td>1</td></tr><tr><td>Otros</td><td>299,347</td><td>19</td></tr><tr><td>Total</td><td>411,913</td><td>27</td></tr></table>	CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS	Bogotá	74,674	5	Medellín	22,265	2	Cali	15,627	1	Otros	299,347	19	Total	411,913	27	5.9 años duración de contratos
CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS																		
Bogotá	74,674	5																		
Medellín	22,265	2																		
Cali	15,627	1																		
Otros	299,347	19																		
Total	411,913	27																		
 Especializados	<table><tr><th>CIUDAD</th><th>GLA</th><th>NO ACTIVOS</th></tr><tr><td>Bogotá</td><td>6,176</td><td>2</td></tr><tr><td>Medellín</td><td>15,823</td><td>1</td></tr><tr><td>Cali</td><td>9,375</td><td>3</td></tr><tr><td>Otros</td><td>26,327</td><td>1</td></tr><tr><td>Total</td><td>57,701</td><td>7</td></tr></table>	CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS	Bogotá	6,176	2	Medellín	15,823	1	Cali	9,375	3	Otros	26,327	1	Total	57,701	7	4.7 años duración de contratos
CIUDAD	GLA	NO ACTIVOS																		
Bogotá	6,176	2																		
Medellín	15,823	1																		
Cali	9,375	3																		
Otros	26,327	1																		
Total	57,701	7																		

Ubicación de los inmuebles

A la fecha, el PEI se encuentra en 32 ciudades y municipios del país con una concentración del 87% del GLA en las principales capitales y sus alrededores; para 2522, esperamos inversiones en expansión de GLA por un valor aproximado de COP250.000 millones.





Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado

Juan Pablo Espinosa Arango
Director
juespino@bancolombia.com.co

Investigaciones Económicas

Arturo Yesid González Peña
Gerente Cuantitativo y de Analítica
arygonza@bancolombia.com.co

Santiago Espitia Pinzón
Especialista Macroeconómico
sespitia@bancolombia.com.co

Juan Manuel Pacheco Perez
Analista Mercados y Banca Central
jupachec@bancolombia.com.co

Deiby Alejandro Rojas Cano
Analista Macroeconómico
deirojas@bancolombia.com.co

Jorge Eliécer Montoya Gallo
Analista IFRS 9
jomontoy@bancolombia.com.co

Sebastián Ospina Cuartas
Analista Cuantitativo
sospina@bancolombia.com.co

Natalia Sánchez Pérez
Estudiante en Práctica
natasanc@bancolombia.com.co

Investigaciones Sectoriales

Jhon Fredy Escobar Posada
Gerente Sectorial Agroindustria
jhescoba@bancolombia.com.co

Nicolás Pineda Bernal
Gerente Sectorial Comercio
nipineda@bancolombia.com.co

Mateo Andrés Rivera Arbeláez
Analista Sectorial Comercio
marivera@bancolombia.com.co

Andrés Felipe Sarmiento Fernández
Analista Sectorial Agroindustria
ansarmie@bancolombia.com.co

Javier David Villegas Restrepo
Analista Sectorial Inmobiliario y Hotelería
javilleg@bancolombia.com.co

Maria José Bustamante Grajales
Analista Sectorial Comercio
mabustam@bancolombia.com.co

Santiago Gómez Monsalve
Auxiliar Administrativo
sgmonsa@bancolombia.com.co

Nohemí Samara Gaviria Meléndez
Estudiante en Práctica
nogaviri@bancolombia.com.co

Luisa Fernanda Cano Hernández
Estudiante en Práctica
luisacan@bancolombia.com.co

Investigaciones de Mercado

Diego Alexander Buitrago Aguilar
Analista Energía
diebuit@bancolombia.com.co

Juan Camilo Dauder Sánchez
Analista Sector Construcción
jdauder@bancolombia.com.co

Andrea Atuesta Meza
Analista Sector Financiero
aatuesta@bancolombia.com.co

Ricardo Andrés Sandoval Carrera
Analista Petróleo y Gas
rsandova@bancolombia.com.co

Laura Natalia Capacho Camacho
Analista Junior Sectorial
lcapacho@bancolombia.com.co

Juan Esteban Echeverri Agudelo
Comunicaciones
jueagude@bancolombia.com.co

Andrés Camilo Chacón Briceño
Estudiante en Práctica
Anchacon@bancolombia.com.co

Edición

Alejandro Quiceno Rendón
Editor de Investigaciones
aqrendo@Bancolombia.com.co

Condiciones de Uso: Este informe ha sido preparado por la Dirección de Investigaciones Económicas, Sectoriales y de Mercado, un área de investigación y análisis del Grupo Bancolombia. No debe ser distribuido, copiado, vendido o alterado sin la autorización expresa del Grupo Bancolombia, ni debe ser utilizado para cualquier fin distinto a servir como material informativo, el cual no constituye una oferta, asesoría financiera o económica, recomendación personalizada o sugerencia del Grupo Bancolombia para la toma de decisiones de inversión o la realización de cualquier tipo de transacciones o negocios en el mercado público de valores o cualquier otro. El uso de la información suministrada es de exclusiva responsabilidad de su receptor, por lo que será responsabilidad de cada usuario el análisis que desarrolle y las decisiones que se tomen con base en la información que en este documento se relaciona. Antes de tomar una decisión de inversión, usted deberá evaluar múltiples factores tales como los riesgos propios de cada instrumento, su perfil de riesgo, sus necesidades de liquidez, entre otros. El presente informe o documento es tan sólo uno de muchos elementos que usted debe tener en cuenta para la toma de sus decisiones de inversión. Para ampliar el contenido de esta información, le solicitamos comunicarse con su gerente comercial. Le recomendamos no tomar ninguna decisión de inversión hasta no tener total claridad sobre todos los elementos involucrados en una decisión de este tipo. Los valores, tasas de interés y demás datos que allí se encuentren, son puramente informativos y no constituyen una oferta, ni una demanda en firme, para la realización de transacciones. Así mismo, de acuerdo con la regulación aplicable, nuestras opiniones o recomendaciones no constituyen un compromiso o garantía de rentabilidad para el inversionista.

La información y opiniones del presente informe constituyen un análisis a la fecha de publicación y están sujetas a cambio sin previo aviso. Por ende, la información puede no estar actualizada o no ser exacta. Las proyecciones futuras, estimados y previsiones, están sujetas a varios riesgos e incertidumbres que nos impiden asegurar que las mismas resultarán correctas o exactas, o que la información, interpretaciones y conocimientos en los que se basan resultarán válidos. En ese sentido, los resultados reales pueden diferir sustancialmente de las proyecciones futuras acá contenidas. Debe tener en cuenta que la inversión en valores o cualquier activo financiero implica riesgos. Los resultados pasados no garantizan rendimientos futuros. Las entidades que hacen parte del Grupo Bancolombia pueden haber adquirido y mantener en el momento de la preparación, entrega o publicación de este informe, para su posición propia o la de sus clientes, los valores o activos financieros a los que hace referencia el reporte. El Grupo Bancolombia cuenta con políticas de riesgo para evitar situaciones de concentración en sus posiciones y las de sus clientes, las cuales contribuyen a la prevención de conflictos de interés. En relación con tales conflictos de interés, declaramos que (i) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa y/o Banca de Inversión Bancolombia S.A. Corporación Financiera han participado en la estructuración y/o colocación de valores de renta variable para Bancolombia S.A. (ii) el Grupo Bancolombia es beneficiario real del 10% o más del capital accionario emitido por Valores Simesa S.A., y Protección S.A. (iii) Bancolombia es uno de los principales inversionistas del Fondo Inmobiliario Colombia – FIC. (iv) Valores Bancolombia S.A. Comisionista de Bolsa es filial de Bancolombia S.A. No obstante lo anterior, este informe ha sido preparado por nuestra área de Análisis Bancolombia con base en estrictas políticas internas que nos exigen objetividad y neutralidad en su elaboración, así como independencia frente a las actividades de intermediación de valores y de banca de inversión. La información contenida en este reporte no se fundamenta, incluye o ha sido estructurada con base en información privilegiada o confidencial. Cualquier opinión o proyección contenida en este documento es exclusivamente atribuible a su autor y ha sido preparada independiente y autónomamente a la luz de la información que hemos tenido disponible en el momento. El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.39.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

Escala de Recomendaciones: La recomendación de inversión sobre los emisores bajo cobertura por parte de Análisis Bancolombia, se rigen por la siguiente Escala de Recomendaciones que está sujeta a los criterios desarrollados a continuación:

El potencial de valorización es la diferencia porcentual que existe entre el precio objetivo de los títulos emitidos por un determinado emisor y su precio de mercado. El precio objetivo no es un pronóstico del precio de una acción, sino una valoración fundamental independiente realizada por el área de Análisis Bancolombia, que busca reflejar el precio justo que debería pagar el mercado por las acciones en una fecha determinada.

A partir de un análisis de potencial de valorización relativo entre los títulos de las compañías bajo cobertura y el índice COLCAP, se determinan las recomendaciones de los activos, así:

- Sobreponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción supera por 5% o más el potencial de retorno del índice COLCAP.
- Neutral:** se da cuando el potencial de valorización de una acción no difiere en más de 5% del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Subponderar:** se da cuando el potencial de valorización de una acción se encuentra 5% o más por debajo del potencial de retorno del índice COLCAP.
- Bajo Revisión:** la cobertura de la compañía se encuentra bajo revisión y por lo tanto no tiene recomendación ni precio objetivo.

Adicionalmente, a criterio del analista, se continuará utilizando el calificativo “Especulativo” que complementa la recomendación, teniendo en cuenta los riesgos que se vean en el desempeño del activo, su desarrollo futuro y la volatilidad que pueda presentar el movimiento de la acción.

El potencial fundamental del índice se determina con base en la metodología establecida por la BVC para el cálculo del índice COLCAP, considerando los precios objetivo publicados por Análisis Bancolombia. Esto se realizará con la canasta vigente del COLCAP en las fechas de cálculo mayo y noviembre de cada año. Para las compañías que hacen parte del índice, y que no se tienen bajo cobertura, se tomará el consenso de los analistas del mercado.

Actualmente, el área de Análisis Bancolombia tiene 18 compañías bajo cobertura, distribuidas de la siguiente manera:

	Sobreponderar	Neutral	Subponderar	Restringido
Número de emisores con recomendación de:	9	2	5	2
Porcentaje de emisores con recomendación de:	50%	11%	28%	11%