

Reporte de calificación

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

Contactos:

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

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

REVISIÓN PERIÓDICA	
Títulos de Participación Inmobiliaria	Calificación i AAA
Cifras al 31 de diciembre de 2022:	Historia de la calificación:
Valor total del Programa: COP 8.5 billones	Revisión periódica Mar./22: i AAA
Valor total colocado: COP 3.7 billones.	Revisión periódica Mar./21: i AAA
Grupo de activos que componen el PEI: 152	Revisión periódica Abr./20: i AAA
Rentabilidad acumulada (Mar 1 2007- Dic 31 2022): 11.56% E.A.	Calificación inicial Dic./06: i AA+

Introducción

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

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

I. RESUMEN

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

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

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

II. ACCIÓN DE CALIFICACIÓN

Bogotá, 24 de marzo de 2023.- El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores en revisión periódica confirmó la calificación de títulos de participación inmobiliaria de i AAA al Programa de Títulos Participativos Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

La escala de calificación de los títulos participativos evalúa dos factores: la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y la capacidad de recuperar el capital invertido. En este caso particular, la rentabilidad se compone tanto del flujo de caja distribuido, después de cubrir las operaciones y las obligaciones financieras, como de la valorización de los activos.

Respecto a los rendimientos estimados, el PEI ajustó su rentabilidad objetivo a niveles cercanos al $IPC+7.1\%$ - $IPC+6.9\%$, antes $IPC+7.5\%$ - $IPC+6.5\%$. Esto, debido a las expectativas de estabilización en la inflación y las tasas de interés, sumado al ajuste rezagado que tiene el índice de precios al consumidor sobre los contratos de arrendamiento. Con datos a diciembre de 2022 el PEI sigue destacándose como el líder en el sector, generando una rentabilidad histórica cercana al 13.0% e.a. con distribución de rendimientos y de 11.6% sin considerar este efecto. Ambos indicadores son superiores a los de sus pares comparables.

Esperamos que, en el corto plazo, el gasto financiero del vehículo y la desaceleración económica en 2023 presionen la rentabilidad por flujo de caja, lo cual podría reducir la generación de ingresos del portafolio. Sin embargo, este efecto lo compensa la valorización de los activos, pues estos son de alta calidad en el mercado y el PEI hace un mantenimiento constante de los mismos, reflejado en los avalúos anuales. Este resultado no perjudicaría la capacidad del vehículo de cumplir su rentabilidad estimada en el largo plazo. Proyectamos una recuperación gradual del flujo de caja en años siguientes que compensaría la caída en 2023. De esta manera, la rentabilidad de largo plazo convergería alrededor de un 10.4% anual, por lo que cumpliría la referencia (*benchmark*) estimada. No obstante, un mayor deterioro de los factores macroeconómicos que impacten la generación de caja del portafolio, niveles de endeudamiento superiores al registro en 2022, una expansión más agresiva de activos no estabilizados o resultados desfavorables en la valorización de los activos podrían modificar nuestra perspectiva y por lo tanto la calificación.

El segundo factor que considera la calificación de los títulos es la capacidad de recuperar el capital invertido por el inversionista. Dada la rentabilidad estimada del vehículo en el largo plazo, sumado a la política de distribución de dividendos del flujo de caja del portafolio, consideramos que la probabilidad de recuperar el

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

capital invertido es sumamente alta. Lo anterior, soportado por la indexación de los contratos pues permite que los ingresos mantengan una tendencia estable en los resultados operativos del portafolio.

Estos factores, junto con los resultados inmobiliarios del vehículo, son consistentes con la calificación i AAA. Lo anterior también se fundamenta en la calidad de activos y la diversificación geográfica y por categorías que tiene el portafolio. En 2022 los resultados operativos mejoraron frente al cierre de 2021 presentando un incremento de ingresos, ingreso operacional neto (NOI, por sus siglas en inglés) y EBITDA de 23.8%, 25.0% y 28.6% y llegando a máximos históricos de \$609,979 millones de pesos colombianos (COP), COP502,967 millones y COP399,318 millones, respectivamente. Estas variaciones son producto de la mejora de las tasas de vacancia en el portafolio, la reducción de la cartera y la terminación de los alivios otorgados a raíz de la pandemia. La vacancia física cerró 2022 en 5.7% inferior a la de 2021 de 6.9% y en línea con el rango objetivo del PEI del 5%. Sin embargo, la vacancia económica se mantiene por encima de este rango, pasando a 7.6% desde 9.7% en este periodo. Esto como resultado de tener activos vacantes con alto valor de arrendamiento. Por otro lado, la recuperación en la tasa de capitalización, que pasó a 6.4% en diciembre de 2022 desde 5.9% un año antes, refleja una mayor capacidad de generación de caja operativa por parte de los activos que componen el portafolio. Todo lo anterior respalda la fortaleza institucional del gestor, la diversificación adecuada de su portafolio y un horizonte de inversión a largo plazo. Consideramos que estas características le permitirían contar con herramientas suficientes para enfrentar situaciones adversas en el futuro.

A pesar de estos resultados, el flujo de caja distribuible pagado al inversionista en el año se redujo un 19.4%. Esto, explicado por las políticas de endeudamiento del PEI, que presentan una relación del valor del crédito al valor de la garantía (LTV, por sus siglas en inglés para *loan to value*) del 36% y se aproximan a su límite de 40% y un mayor incremento en su gasto financiero del 129.4% anual, considerando que un 86.9% de las obligaciones están indexadas.

Portafolio de activos

El portafolio de activos inmobiliarios ha mantenido una alta calidad desde el inicio de sus operaciones, producto del robusto proceso que sigue el PEI en el momento de realizar sus inversiones y del conocimiento sobre el mercado inmobiliario en Colombia. En cuanto a su composición, mantiene consistencia en los principales indicadores de diversificación (por arrendatario, geografía o sector) incluyendo las adquisiciones realizadas durante 2022.

Actualmente, la diversificación geográfica, medida a partir de los cánones de arrendamiento proyectados para 2023, no ha tenido cambios significativos respecto a lo observado en la revisión pasada. Bogotá se mantiene como la ciudad con mayor participación (47%). Las ciudades que le siguen son Cali, Medellín y Barranquilla con concentraciones de 17%, 12% y 6%, respectivamente. Cali tuvo un incremento en la participación por la adquisición de las residencias universitarias Boho en el segundo semestre de 2022. Ninguna ciudad supera los límites establecidos en el prospecto. Consideramos que el portafolio mantiene una diversificación geográfica adecuada y no estimamos que tenga cambios significativos que puedan impactar la calificación.

Destacamos la atomización de sus arrendatarios, cuyo límite establecido es 20% de los ingresos anuales. El Banco Davivienda, el mayor arrendatario, redujo la participación a 7% desde 10% en 2021. El resto de los arrendatarios no superan el 4% de los ingresos. Respecto a 2021, EPS Sanitas entra como uno de los

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

principales arrendatarios (3%) por los centros médicos adquiridos en Cali. No estimamos que este factor presente cambios estructurales en el mediano plazo, incluso con la posibilidad de nuevas adquisiciones. Los activos bajo administración se encuentran clasificados principalmente en cuatro líneas de negocio: comercio, corporativo, logística y especializados. La composición según esta división, a diciembre de 2022, cambió frente a la de la revisión periódica anterior, pero se encuentra dentro de los límites establecidos por tipo de activo del 70%. Destacamos la concentración en activos comerciales, que pasaron a representar 44% del portafolio desde un 30% el año anterior por la recuperación en la vacancia del sector. Esto, podría impactar la línea de ingresos por arrendamientos considerando que el consumo en el ámbito nacional presenta alta sensibilidad a las condiciones macroeconómicas actuales. En caso de observar una mayor concentración en segmentos más riesgosos podríamos bajar la calificación, en tanto esta se traduzca en mayor riesgo de capacidad de generación de rendimientos por caja distribuida.

Adicionalmente, los inmuebles que entrarían al portafolio en 2023 cumplen con el perfil de inversiones del PEI y se encuentran estabilizados o cuentan con mecanismos de flujo preferente lo cual busca favorecer el flujo de ingresos por arrendamientos.

Administración del portafolio

El PEI basa sus adquisiciones en un estudio detallado de las condiciones del inmueble, sus posibilidades de uso y la expectativa de evolución en su valor. La alta calidad de los activos y las constantes labores de mantenimiento que realiza el vehículo sobre los mismos se ha traducido en una valorización constante desde su entrada al portafolio. Además, en periodos de alta inflación, la valorización de los inmuebles mejora significativamente por la indexación de los contratos de arrendamiento al IPC. En este orden de ideas, el valor intrínseco de los activos se mantiene estable en términos reales.

En 2022, el PEI ejecutó COP37,488 millones correspondiente a CAPEX, un incremento del 65.6% frente a 2021. Para 2023 esperamos que este rubro requiera de aproximadamente COP49,196 millones, una variación de 31.2% año a año.

La vacancia económica cerró en 7.6% en 2022, 190 pbs superior a la vacancia física (5.7%). Esto implica una mejora de 2.1 puntos porcentuales respecto a la vacancia económica a cierre de 2021 (9.7%). En el último año, la diferencia entre la vacancia física y la vacancia económica se ha estabilizado alrededor del 2%. Esta brecha no ha retomado su comportamiento prepandemia por lo que el costo de oportunidad de tener área física arrendable tiene un efecto de mayor magnitud en los ingresos. Según información del PEI, esta diferencia se deriva principalmente de los activos del segmento corporativo que tienen un precio de renta mayor al promedio de los demás por lo que el impacto en la vacancia económica es mayor.

Con respecto a la evolución de la cartera neta, observamos una reducción significativa de 57% a cierre de 2022 con respecto al 2021. Esto, por la recuperación en la dinámica económica y el buen desempeño del mercado en el sector corporativo (que redujo su cartera 83% año a año). Además, por la terminación de los alivios otorgados durante la pandemia que se tradujo en una recuperación de cuentas por cobrar.

Los menores niveles de vacancia y cartera impulsaron un crecimiento del 25.0% en el NOI hasta llegar a COP502,967 millones, y de 28.6% en el EBITDA cerrando el año en COP 399,318 millones, con un incremento respectivo en los márgenes de 77 y 243 pbs. Esto muestra la recuperación en el flujo de caja del portafolio postpandemia. A cierre de 2022 la categoría más representativa sobre el NOI del portafolio fue la comercial con 41.9%, seguida del sector corporativo con 33.8%. Considerando que estas categorías

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

mostraron una mayor sensibilidad ante la coyuntura de la pandemia, estimamos que el portafolio puede estar expuesto a deterioros en la tasa de vacancia a cierre de 2023, producto de la desaceleración económica. Lo anterior no tendría un efecto relevante sobre la capacidad del portafolio de generar los retornos estimados a largo plazo, en la medida que sus ingresos se ajustan al IPC y la estabilización de tasas en el mercado conlleve un menor gasto financiero. Por lo tanto, proyectamos una recuperación gradual en 2024 y 2025.

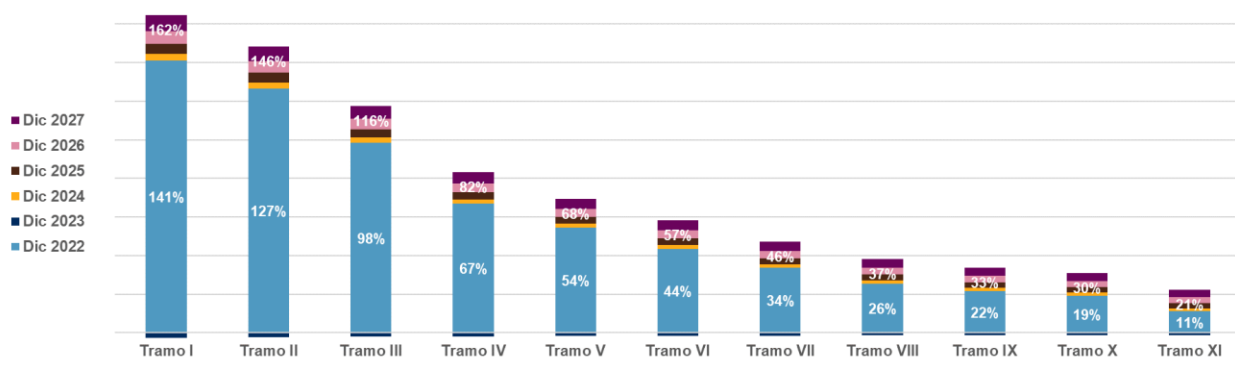
Rentabilidad

El vehículo continúa mostrando una rentabilidad por título efectiva anual desde inicio de operaciones superior a sus pares comparables. Además, muestra una menor volatilidad en estos retornos lo que fundamenta la capacidad del vehículo para generar los rendimientos proyectados. Durante 2022 este indicador se estabilizó alrededor del 11.6%, mientras que el fondo comparable más cercano tuvo una rentabilidad promedio de 11.0%.

El PEI ajustó sus proyecciones de rentabilidad base en el largo plazo. Para esta revisión estima una rentabilidad del $IPC+7.1\%-IPC+6.9\%$; hace un año la estimación era de $IPC+7.5\%-IPC+6.5\%$. Estas estimaciones se mantienen por encima de los pares y del mercado en el largo plazo.

Es importante considerar que la estrategia de endeudamiento para financiar las adquisiciones del PEI ha impactado la rentabilidad por flujo de caja del vehículo, pasando a 3.5% en 2022 desde 4.8% en 2021. La rentabilidad total del vehículo en escenarios de alta inflación como el actual, se compensa por el efecto en valorización que implica el ajuste al IPC de los ingresos futuros. Nuestro escenario base contempla que a partir de 2024 el PEI recupere la capacidad de distribuir caja a los inversionistas (ver Gráfico 1) pues los ingresos se ajustarían con el IPC observado en años anteriores y la estabilización de tasas generaría un menor gasto financiero. De esta manera el vehículo llegaría a una rentabilidad histórica alrededor del 10.4%, por lo que cumpliría con su proyección de largo plazo.

Gráfico 1
Proyecciones de flujo de caja distribuible BRC Ratings



Elaboración: BRC

IV. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué puede llevarnos a mantener la calificación

- La generación de rendimientos distribuibles estables y la conservación del capital de los inversionistas.
- El cumplimiento de las funciones de PEI Asset Management, administrador inmobiliario del vehículo, así como el de las demás partes relacionadas con la transacción.
- La constante valorización de los activos por encima del IPC.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

- La menor diversificación del portafolio de activos inmobiliarios por ubicación geográfica, tipo de activo o arrendatario que implique mayor sensibilidad ante condiciones macroeconómicas fluctuantes.
- Niveles de gasto financiero que impacten consistentemente en la generación de flujo de caja distribuible y que por ende afecten la capacidad de generar la rentabilidad estimada en el largo plazo.
- El aumento constante en la volatilidad del flujo de caja operacional generado por el portafolio ya sea por un deterioro en las tasas de vacancia, aumento de la cartera o cualquier otro factor relacionado que impacte estructuralmente la capacidad de cumplir con la rentabilidad objetivo en el largo plazo.

V. DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

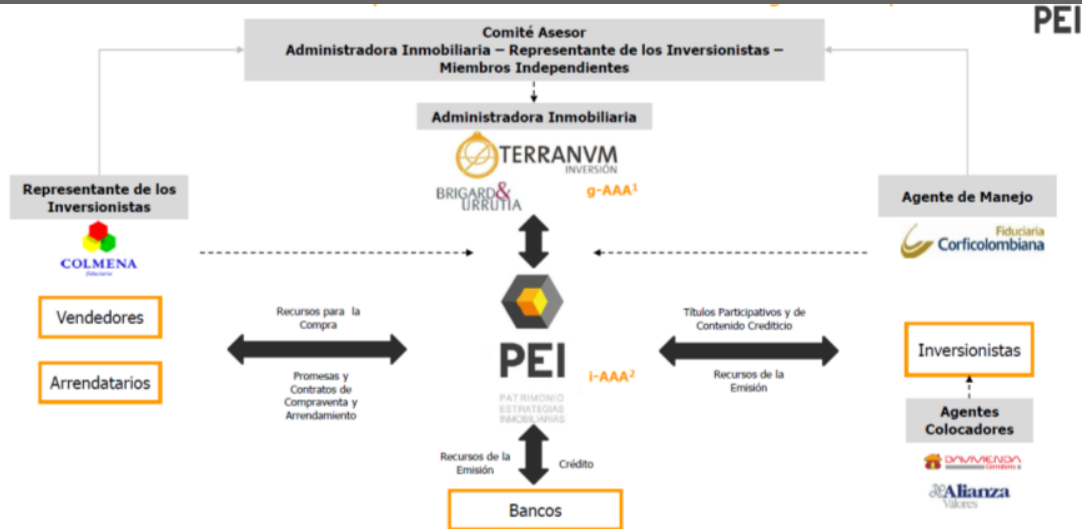
La consecución de los recursos para la constitución del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias se inicia con la emisión de títulos respaldados por los derechos y las obligaciones de los contratos de promesa de compraventa de los activos inmobiliarios previamente firmados con los propietarios de los bienes. El patrimonio autónomo únicamente compra aquellas propiedades que ya se encuentren arrendadas (en caso contrario, debe contar con la aprobación del Comité Asesor), condición que busca garantizar la estabilidad de los ingresos una vez que se haya realizado la inversión en el activo.

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

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

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

Gráfico 2
Esquema de la titularización



Fuente: PEI

Desde el inicio del PEI, se han realizado 11 emisiones de tramos, las cuales se detallan en la Tabla 1.

Tabla 1
Emisiones de tramos

Emisiones del PEI	Tramo I	Tramo II	Tramo III	Tramo IV	Tramo V	Tramo VI	Tramo VII	Tramo VIII	Tramo IX	Tramo X	Tramo XI	Total
Fecha de colocación	2/27/2007	11/22/2007	10/30/2009	3/21/2012	7/19/2013	9/5/2014	12/16/2015	9/21/2016	6/16/2017	12/20/2017	6/21/2019	
Monto colocado (COP millones)	107.605	127.557	204.863	155.129	178.995	207.539	251.867	436.665	603.367	626.479	816.617	3.716.683
Demandado (x veces)	4,5	11,9	43,6	91,7	95,9	260,4	269,5	6,2	250,6	2,52	1,7	
Número de títulos	21.521	23.405	33.311	21.666	22.831	26.040	29.084	48.735	64.188	62.868	77.773	431.422
Precio del título (COP)	5.000.000	5.450.000	6.150.000	7.160.000	7.840.000	7.970.000	8.660.000	8.960.000	9.400.000	9.901.000	10.500.000	

Fuente: PEI Asset Management S.A.S.

VI. CONTINGENCIAS

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

Al 31 de diciembre de 2022, el agente de manejo del PEI, Fiduciaria Corficolombiana, no afrontaba procesos en contra ante la Superintendencia Financiera de Colombia y el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV).

VII. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Títulos de participación inmobiliaria
Número de acta	2302
Fecha del comité	24 de marzo de 2023
Tipo de revisión	Revisión periódica
Administrador	PEI Asset Management S.A.S.
Miembros del comité	María Carolina Barón Buitrago
	Andrés Marthá Martínez
	María Soledad Mosquera

Historia de la calificación

Revisión periódica Marzo/22: i AAA
Revisión periódica Marzo/21: i AAA
Calificación inicial Diciembre/06: i AA+

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

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

La información financiera incluida en este reporte se basa en los estados financieros auditados de los últimos tres años y no auditados a diciembre del 2022.

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

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

VIII. MIEMBROS DEL COMITÉ TÉCNICO

Las hojas de vida de los miembros del Comité Técnico de Calificación se encuentran disponibles en nuestra página web www.brc.com.co

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