

Reporte de calificación

.....

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

Contactos:

Lina Vélez Ramírez

lina.velez@spglobal.com

Edgar Mauricio Robles Cifuentes

edgar.robles@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 2024:		Historia de la calificación:	
Activos bajo administración:	COP 9.72 billones	Revisión periódica Mar./24:	i AAA
Valor total del Programa:	COP 5.0 billones	Revisión periódica Mar./23:	i AAA
Valor total colocado:	COP 3.7 billones.	Revisión periódica Mar./22:	i AAA
Grupo de activos que componen el PEI:	161	Calificación inicial Dic./06:	i AA+
Rentabilidad anual 2024:	8.58% E.A.		

Introducción

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

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

I. RESUMEN

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

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

- La decisión se deriva de la capacidad del portafolio de cumplir con la rentabilidad estimada y de recuperar el capital invertido en el largo plazo, incluso ante escenarios de estrés que puedan impactar el flujo de caja distribuible.
- 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, 20 de marzo de 2025. El Comité Técnico de BRC Ratings – S&P Global S.A., en revisión periódica, confirmó la calificación de títulos de participación inmobiliaria de i AAA al Programa de Títulos Participativos Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI) administrado por PEI Asset Management S.A.S.

III. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

Nuestra evaluación de la calificación de los títulos participativos se fundamenta en el análisis de dos factores principales: la probabilidad de generar los rendimientos proyectados y la capacidad de recuperar el capital invertido por los inversionistas. Consideramos que el desempeño favorable de estas variables, junto con los resultados operativos del vehículo, la calidad de los activos y la diversificación geográfica y por categorías del portafolio, refuerzan la solidez de la inversión y justifican su consistencia dentro de la categoría escala más alta (i AAA).

En primer lugar, el rendimiento de los títulos se compone del flujo de caja distribuido después de cubrir las operaciones y las obligaciones financieras, así como de la valorización de los activos. Es relevante destacar que los avalúos los realizan compañías independientes, y la política del vehículo establece que ninguna de estas empresas puede efectuar el análisis por más de tres años consecutivos.

En el corto plazo, pronosticamos una recuperación en la rentabilidad por flujo de caja del vehículo, atribuida a la reducción del gasto financiero por el reperfilamiento de su deuda. Adicionalmente, el PEI se encuentra evaluando la posibilidad de realizar una nueva emisión de títulos para amortizar su deuda, lo que permitiría reducir el apalancamiento a aproximadamente 28% desde el 33% a cierre de 2024, así como optimizar su costo financiero.

El segundo factor que considera la calificación de los títulos es la capacidad de recuperar el capital invertido por el inversionista. El tiempo de recuperación varía para los últimos tramos emitidos, ya que el aumento del número de títulos del vehículo reduce el flujo de caja nominal recibido por cada uno, especialmente en escenarios que imponen presión al flujo de caja distribuible. A pesar de esto, consideramos que existen características del vehículo como la capacidad de indexación de los contratos de arrendamiento y la valorización de los activos que les permitiría a los inversionistas recuperar su capital en el largo plazo.

Es importante destacar que los títulos participativos no son una obligación crediticia, por lo que el PEI no está obligado a cumplir con algún monto o porcentaje de distribución a final de cada año. Además, en el prospecto aclara que los rendimientos proyectados no están garantizados, ya que dependerán del comportamiento del mercado inmobiliario y los activos del portafolio. Por lo tanto, la rentabilidad estimada puede variar sin que esto implique un incumplimiento del prospecto.

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

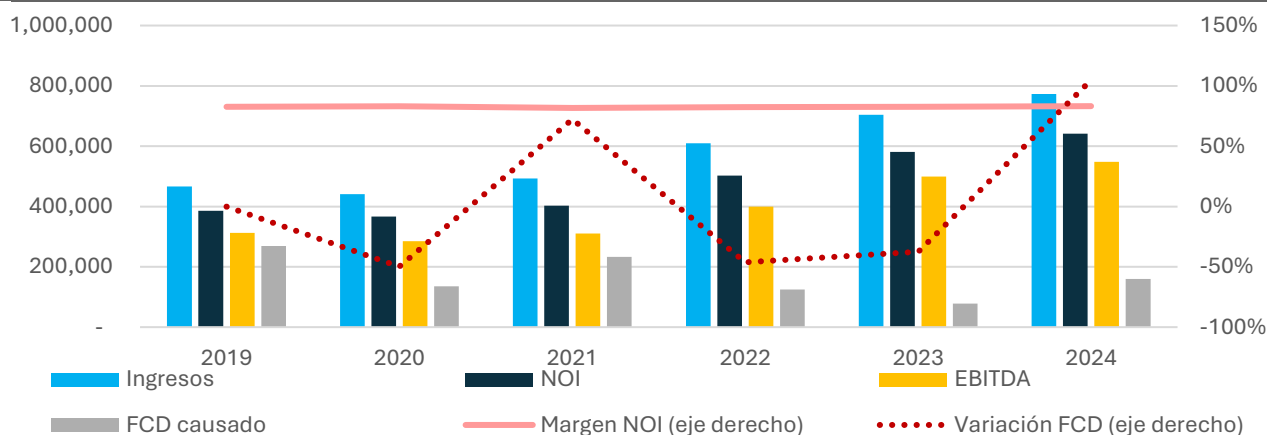
En 2024, los resultados operativos del vehículo incrementaron frente al año anterior. Por un lado, el Ingreso operativo neto (NOI por sus siglas en inglés) creció 10.5% con respecto a cierre de 2023, registrando un margen NOI de 83%, similar al de los últimos cuatro años. Por otro lado, el EBITDA incrementó 9.9% con respecto a diciembre de 2023, factor que ponderamos de forma positiva. Este desempeño se atribuye principalmente al ajuste de los cánones de arrendamiento en función de la inflación y un incremento menor al estimado en los impuestos prediales y la eficiencia operativa del vehículo.

La vacancia física cerró 2024 en 5.52%, un aumento al 4.33% respecto al registrado en 2023, ligeramente por encima con el rango objetivo del PEI en torno a 5%. Este incremento se atribuyó principalmente al aumento en el área vacante del segmento corporativo.

El comportamiento de la tasa de capitalización refleja la capacidad de generación de caja operativa por parte de los activos que componen el portafolio, manteniéndose por encima del 6.6% en 2024, nivel que ha ido recuperándose paulatinamente desde 2021. Esta situación evidencia la fortaleza institucional del gestor, la diversificación adecuada del portafolio y un horizonte de inversión a largo plazo. Consideramos que dichas características les proporcionan fundamentos sólidos para enfrentar situaciones adversas en el futuro.

Un factor relevante en la estrategia de optimización de la deuda del vehículo fue la disminución de 359 puntos básicos en el costo financiero, pasando de 14.1% al cierre de 2023 a 10.5% en 2024. Esta mejora se logró a raíz de las condiciones favorables de mercado y el acceso con el que cuenta el PEI al sector financiero. De esta forma, el vehículo registró un mayor flujo de caja distribuable, con un incremento de 115.5% con respecto a 2023, pero aún por debajo de lo causado en 2019 y 2021 (ver Gráfico 1).

Gráfico 1
Cifras financieras PEI (en millones de COP)



Fuente PEI. Elaboración BRC Ratings S&P Global

En nuestra opinión, la rentabilidad por flujo de caja en 2025 llegará a niveles cercanos al 2.83%, basándonos en nuestros supuestos macroeconómicos de S&P Global Ratings para Colombia. De esta forma, estimamos que la rentabilidad total del vehículo esté alrededor del 12.66%. Este resultado se debe a la valorización de los activos, que captura los ajustes por IPC que tienen los contratos de arrendamiento, así como el mantenimiento que hace el PEI como administrador.

Consideramos que la reducción de la rentabilidad del vehículo a corto plazo no afectaría la capacidad de cumplir su retorno estimado en el largo plazo. De esta forma, estimamos una recuperación gradual del flujo de caja en los años siguientes, que compensaría la caída experimentada en los últimos años. No obstante, un mayor deterioro de los factores macroeconómicos que impacten la generación de caja del portafolio, desviaciones importantes y sostenidas del nivel de endeudamiento, una expansión más agresiva de activos no estabilizados o resultados desfavorables en la valorización podrían modificar nuestra perspectiva y por lo tanto la calificación.

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.

Como parte de su estrategia de optimización del portafolio, en 2024 el PEI realizó dos procesos de desinversión y procedió con la negociación de un tercero, los cuales en suma alcanzan un valor cercano a los COP 90,000 millones, cerca del 1% del total del portafolio. Entre estas, destacamos la venta de Éxito Cedi Av68, que se concretó a un 32.1% por encima de su valor en libros. Esta operación evidencia la capacidad del PEI para identificar y aprovechar oportunidades en el mercado, así como su profundo conocimiento del activo subyacente.

Según las adendas al prospecto en 2023, los recursos obtenidos por desinversiones podrían destinarse al prepago de deuda o a distribuciones extraordinarias a los inversionistas. Sin embargo, el PEI prioriza actualmente reducir su nivel de apalancamiento del 33% al 25%, considerado el nivel objetivo de largo plazo por parte del gestor.

Nuestro escenario base contempla una estabilidad en la composición del portafolio en el mediano plazo. Daremos seguimiento a posibles desinversiones, redesarrollos o reconversiones de activos y su impacto en los resultados operativos y financieros del vehículo en el mediano y largo plazo.

La diversificación geográfica medida a partir de los cánones de arrendamiento no ha tenido cambios significativos respecto a los últimos dos años. Bogotá se mantiene como la ciudad con mayor participación (48.8%). Las ciudades que le siguen son Cali, Medellín y Barranquilla con concentraciones del 13.6%, 12.1% y 5.4%, respectivamente. Consideramos que dicha diversificación es adecuada y le permite al vehículo cubrirse de la volatilidad económica en algunas regiones del país.

El portafolio de activos del PEI se caracteriza por una amplia diversificación en arrendatarios, con un límite establecido del 20% en los ingresos anuales. El arrendatario que mantiene la mayor participación se sitúa entre el 7% y el 8% de los ingresos, habiendo reducido su participación desde el 10% en 2021. Los demás arrendatarios tienen participaciones que no superan el 4%.

Los activos bajo administración se encuentran clasificados en cuatro segmentos de negocio: comercio, corporativo, logístico y especializados. La composición por línea de negocio (según el valor de las propiedades) a diciembre de 2024 se encuentra dentro de los límites establecidos por tipo de activo del 70%. Destacamos la concentración de activos comerciales y corporativos que representan en promedio

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

77.1% del valor total del portafolio, pues son los sectores con mayor volatilidad histórica. Por lo tanto, condiciones de alta inflación persistentes o un bajo crecimiento económico podrían impactar la línea de ingresos por arrendamientos en los sectores a través de la vacancia.

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 de su valor. La alta calidad de los activos, junto con las constantes labores de mantenimiento realizadas por el administrador inmobiliario, ha permitido que la valorización compense parcialmente la pérdida de rentabilidad por flujo de caja en los últimos años.

Durante 2024, el vehículo logró una recuperación sostenida y relevante de su flujo de caja distribuible gracias a la gestión efectiva del reperfilamiento de la deuda. De esta forma, el retorno por valorización alcanzó un 6.25%, cifra similar al registro anual del IPC de 5.2%, lo que indica que el valor intrínseco de los activos se ha mantenido en términos reales. Esto refleja la fortaleza del portafolio y la efectividad de su administración. Además, el rendimiento por flujo se incrementó a 2.21%, superando el 1.12% registrado en 2023, lo que evidencia una mejora significativa en la gestión financiera del PEI. Para 2025, proyectamos una rentabilidad por valorización cercana al IPC y un flujo de caja levemente superior, debido a la reducción en el costo de financiación del vehículo y las expectativas de disminución en los gastos operativos reembolsables.

A cierre de 2024, el PEI ejecutó COP 78,129 millones destinados a capex, un incremento del 76.2% frente al 2023. Esperamos que para 2025 este rubro se encuentre alrededor de COP 60,000 millones, teniendo en cuenta las principales inversiones relacionadas con los proyectos de redesarrollo. Sin embargo, posteriormente esperamos que este se reduzca llegando a niveles promedio de COP 26,932 millones tras la finalización de adecuaciones de años anteriores.

La vacancia económica y física del portafolio del PEI se situó en 6.48% y 5.52%, respectivamente, lo que representa un incremento de 45 y 119 puntos básicos (pbs) en comparación con el mismo periodo del año anterior. Este aumento se atribuye principalmente al segmento corporativo, que sigue enfrentando niveles de desocupación superiores a los registrados por el mercado de 7.96%. Sin embargo, es importante destacar que en el último año se ha reducido la brecha entre ambos indicadores, pasando de 2.1% en 2023 a un promedio anual de 1.8% en 2024, lo cual ponderamos de forma positiva, ya que consideramos que esta disminución sugiere una mejora en la gestión de los activos, impulsada por la colocación de espacios con cánones de arrendamiento superiores al promedio, y esperamos que esta tendencia continúe en el mediano plazo, gracias a su estrategia de "Metros a la cuatro" y MExA, que permite adaptarse mejor a las necesidades de sus clientes.

En cuanto a la evolución de la cartera neta (cartera actual menos provisiones contables), hemos observado un comportamiento relativamente estable durante los últimos tres años. En 2024, esta cifra representó un 0.45% de los ingresos totales, lo que equivale a una reducción de 6 pbs. Prevemos un comportamiento similar en los próximos años, considerando la calidad de los arrendatarios y la estrategia de estabilización del administrador, que incluye períodos de gracia y escalonamiento en las rentas. Asimismo, capturamos el impacto de esta cartera a través de las tasas de vacancia de nuestro modelo.

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

En términos de resultados anuales, los ingresos operacionales totalizaron en COP 772,712 millones en 2024, un crecimiento del 9.8% en comparación con 2023, impulsado por el incremento en las rentas atadas al IPC. La utilidad operacional (NOI) alcanzó COP 641,704 millones, con márgenes operacionales de 83.0% para el año, lo que indica una leve mejora en la eficiencia operativa de 4 pbs. El EBITDA también mostró un crecimiento significativo, alcanzando COP 548,499 millones, con márgenes del 71.0%, muy similares a los registrados a cierre de 2023. Esperamos que este desempeño se mantenga relativamente estable en próximas revisiones.

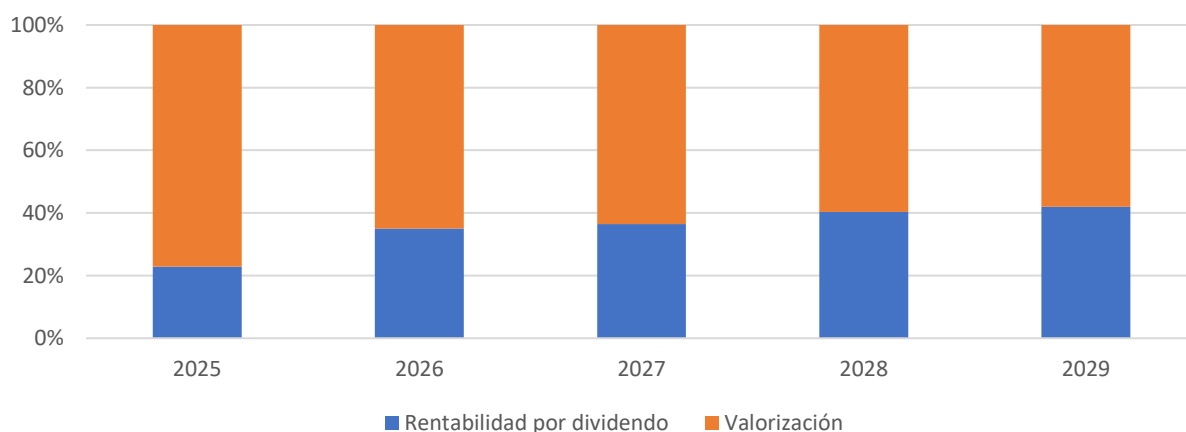
Rentabilidad

El PEI continúa ajustando sus proyecciones de rentabilidad base a 10 años. Para esta revisión estima una menor rentabilidad frente a la proyectada en la revisión pasada de IPC + 6.82% e IPC + 7.05% desde IPC + 6.7% a IPC + 6.9%. Estas estimaciones se mantienen por encima de los pares y del mercado. Nuestras proyecciones indican que el vehículo sería capaz de mantener su rentabilidad por encima del *benchmark* IPC + 6.7% a 6.9% en el largo plazo. Esto, incorporando la recuperación de la rentabilidad por dividendo (ver Gráfico 2), con lo que aumenta su representatividad en la rentabilidad anual del vehículo.

La estrategia de apalancamiento para financiar adquisiciones ha afectado la rentabilidad del vehículo en los últimos años debido al aumento de las tasas de interés. Sin embargo, una gestión adecuada y el acceso al mercado financiero han permitido mejorar las condiciones de la deuda y como resultado, la rentabilidad por dividendo aumentó al 2.21% a finales de 2024 del 1.1% en 2023, superando nuestras expectativas del 1.9% en el escenario base anterior, que contemplaba una menor reducción en el costo de apalancamiento. Para finales de 2025, de acuerdo con nuestros supuestos macroeconómicos de S&P Global Ratings para Colombia estimamos una rentabilidad del 2.83%, con una recuperación gradual hasta niveles en torno al 4% en 2027.

Gráfico 2

Proyecciones rentabilidad por valorización y rentabilidad por dividendo



Elaboración: BRC Ratings – S&P Global

IV. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué puede llevarnos a mantener la calificación

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

Qué podría llevarnos a bajar la calificación

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

V. DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

La consecución de los recursos para la constitución del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias se inicia con la emisión de títulos respaldados por los derechos y las obligaciones de los contratos de promesa de compraventa de los activos inmobiliarios previamente firmados con los propietarios de los bienes. Todas las adquisiciones de patrimonio autónomo requieren la autorización del Comité Asesor. Esto incluye tanto propiedades arrendadas como aquellas que no se encuentren arrendadas, 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 3
Esquema de la titularización



Fuente: PEI

VI. CONTINGENCIAS

Según información del calificado, a diciembre de 2024 no tenía procesos jurídicos que pudieran afectar su posición patrimonial.

VII. INFORMACIÓN ADICIONAL

Tipo de calificación	Títulos de participación inmobiliaria
Número de acta	2723
Fecha del comité	20 de marzo de 2025
Tipo de revisión	Revisión periódica
Administrador	PEI Asset Management S.A.S.
Miembros del comité	María Carolina Barón Buitrago
	Andrés Marthá
	Edgar Mauricio Robles

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

Historia de la calificación

Revisión periódica Marzo/24: i AAA
Revisión periódica Marzo/23: 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 2024.

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.
