

Reporte de calificación

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

Contactos:

Ángela Patricia Castañeda Sanabria

angela.castaneda@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 PERIODICA	
TÍTULOS PARTICIPATIVOS	Calificación i AAA
Cifras al 31 de diciembre de 2021:	Historia de la calificación:
Valor total del Programa: COP7,61 billones Valor total colocado: COP3,7 billones. Grupo de activos que componen el PEI: 150	Revisión periódica mar./21: iAAA Revisión periódica Abr./20: iAAA Revisión periódica Abr./19: iAAA 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 comerciales 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 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. 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. FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN:

Bogotá, 25 de marzo de 2022.- 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 del Programa de Títulos Participativos emitidos por el Patrimonio Autónomo Estrategias Inmobiliarias (PEI).

El PEI tiene una alta probabilidad de generar los rendimientos proyectados y recuperar el capital por la calidad y características de los activos subyacentes (perspectivas de valorización) y los flujos provenientes de los cánones de arrendamiento, lo cual es coherente con la definición de la calificación i AAA. La calificación se soporta en el cumplimiento de su rentabilidad objetivo, la recuperación del capital invertido en el término propuesto (10 años) y el crecimiento continuo del valor de la unidad.

A pesar de las consecuencias de la pandemia y las protestas sociales en 2021, la rentabilidad anual del vehículo superó a la de 2020 principalmente por la reactivación económica de los sectores donde el PEI tiene sus inmuebles, un incremento en el IPC que se tradujo en una valorización de sus activos y la disminución gradual de los alivios económicos otorgados a algunos de sus arrendatarios.

Estimamos que para 2022 la generación de ingresos del vehículo continuará siendo positiva y superior a la del 2021 en la medida en que avance la reactivación económica en el país, así como en la estabilización de algunos de sus inmuebles favoreciendo el flujo de ingresos. Sin embargo, daremos especial seguimiento a la evolución de los ingresos en este año teniendo en cuenta la incertidumbre política por cuenta de las elecciones presidenciales, la coyuntura de los mercados, así como el impacto en sus ingresos por la disminución de alivios.

La rentabilidad anual para 2022 podría ser mayor a la de 2021, teniendo en cuenta que la valorización de sus activos incluiría el incremento de la inflación. Cabe resaltar que el gestor cuenta con herramientas robustas que le permiten mitigar estos aspectos, como su fortaleza institucional, sus apropiadas políticas de gobierno corporativo, la adecuada diversificación en su portafolio y el horizonte de inversión a largo plazo.

Portafolio de activos

El portafolio de activos inmobiliarios ha mantenido una alta calidad, producto del robusto proceso que sigue el PEI al momento de realizar sus inversiones y su alto grado de conexión y conocimiento del mercado inmobiliario en Colombia. Las adquisiciones realizadas durante 2021 le permitieron disminuir la concentración por tipo de arrendatario, y aumentar la diversificación geográfica del portafolio y por tipo de activo, cumpliendo con los respectivos límites que establece el prospecto.

Consideramos que en el corto y mediano plazo, el vehículo continuaría con niveles de rentabilidad por encima del promedio de sus pares. Esto se debe al mayor dinamismo en la reactivación económica del país, en especial, en segmentos como el de las oficinas y logística. A esto se suma el alto porcentaje de retención en los contratos que ha registrado históricamente el vehículo, la reconversión de algunos contratos del segmento de la línea logística y la entrada de inmuebles estabilizados bajo la figura de proyectos construidos a la medida (BTS, por sus siglas en inglés para *built to suit*) como la Torre Rivana

Business Park en Medellín, los dos centros médicos de Sánitas y la bodega de Koba de la cadena de supermercados D1 en Ibagué.

Diversificación del portafolio

La diversificación geográfica medida a partir de los cánones de arrendamiento ha mejorado levemente en relación con lo observado en nuestra última revisión periódica. Si bien Bogotá se mantiene como la principal ciudad con la mayor participación, su concentración disminuyó a 49,5% en 2021 desde 53% en 2020. Las ciudades que le siguen son Cali, Medellín y Barranquilla con concentraciones de 13%, 10,6% y 4,9% respectivamente, y las cuales no superan los límites establecidos en el reglamento del PEI. No prevemos que Bogotá y sus alrededores lleguen al límite establecido en el prospecto (85% del valor del avalúo de todo el portafolio), debido a que el plan de adquisiciones 2022 – 2023 incluye una mayor proporción del área arrendable en otras ciudades.

Con respecto a la participación por arrendatario, el vehículo continúa con una diversificación adecuada y cumple satisfactoriamente el límite del 20% de los ingresos anuales. Grupo Bolívar, el mayor arrendatario, mantiene una participación de 9,7% en línea con la revisión periódica anterior. El resto no supera el 5% de los ingresos proyectados como lo son Almacenes Exito, Frontera Energy y Tampa Cargo. Para 2022 el PEI prevé la entrada a la lista de los 20 principales arrendatarios de TIGO y EMO, clientes de los sectores de telecomunicación y de la construcción, respectivamente.

Los activos administrados (AUM, por sus siglas en inglés) se clasifican principalmente en cuatro líneas de negocio: comercio, sector corporativo, logística y especializados. La composición por línea de negocio a diciembre de 2021 cambió frente a la de la revisión periódica anterior, pero se encuentra dentro de los límites establecidos por tipo de activo del 70%. Los cambios relevantes son decrecimiento de la concentración de corporativos a 34% desde 43%, leve variación en la participación de bodegas a 17% desde 18%, un aumento de participación en centros comerciales y locales a 44% desde 36%, y un aumento de especializados a 5% desde 3%. No consideramos que ningún segmento llegue a su límite, reflejando la consistencia entre las adquisiciones de activos y las políticas de inversión establecidas.

Administración del portafolio

Las adquisiciones del PEI se basan en el cumplimiento de los criterios de inversión del gestor, es decir, que cuenten con un potencial de generación de rentas o valorización por su ubicación, entre otros, y que permitan un mayor nivel de diversificación del portafolio. La valorización de los bienes en 2021, se dio por el aumento en la ocupación de los activos, la disminución de los alivios económicos y el alza del IPC.

Al cierre de 2021, la vacancia económica aumentó a 9,7% desde 8,6%, mientras que la vacancia física disminuyó a 6,9% desde 8,8% en 2020, influenciado principalmente por una mayor colocación de metros cuadrados de activos como Torre Pacific, Bodega Yumbo, ZFP, Plaza Central y Jardín Plaza Cúcuta. Para 2022 el PEI proyecta un rango de vacancia física de 6,5% - 7,5%. Consideramos que para llegar a la vacancia objetivo del vehículo de largo plazo de 6,5% tomaría un poco más de lo que proyecta el PEI, dado el escenario macroeconómico mundial actual, sumado al 28% de vencimiento de los contratos en 2022 (asociados a activos comerciales), por lo que daremos seguimiento al comportamiento de este indicador con el fin de incorporar cualquier cambio que pueda influir en el desempeño del portafolio.

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

En 2022, la cartera neta sobre ingresos operacionales fue de 1,41%, producto del pago de diferidos y acuerdos comerciales de pago en las categorías comercial, logística, corporativa, además de la recuperación de cartera vencida de los centros comerciales Plaza Central, Atlantis y Jardín Plaza Cali.

Para un mayor detalle de los aspectos cualitativos de la gestión del PEI Asset Management como administradora del vehículo, puede referirse al documento de Eficacia en la Gestión de Portafolios del PEI, con calificación G aaa, publicado en www.brc.com.co).

Rentabilidad

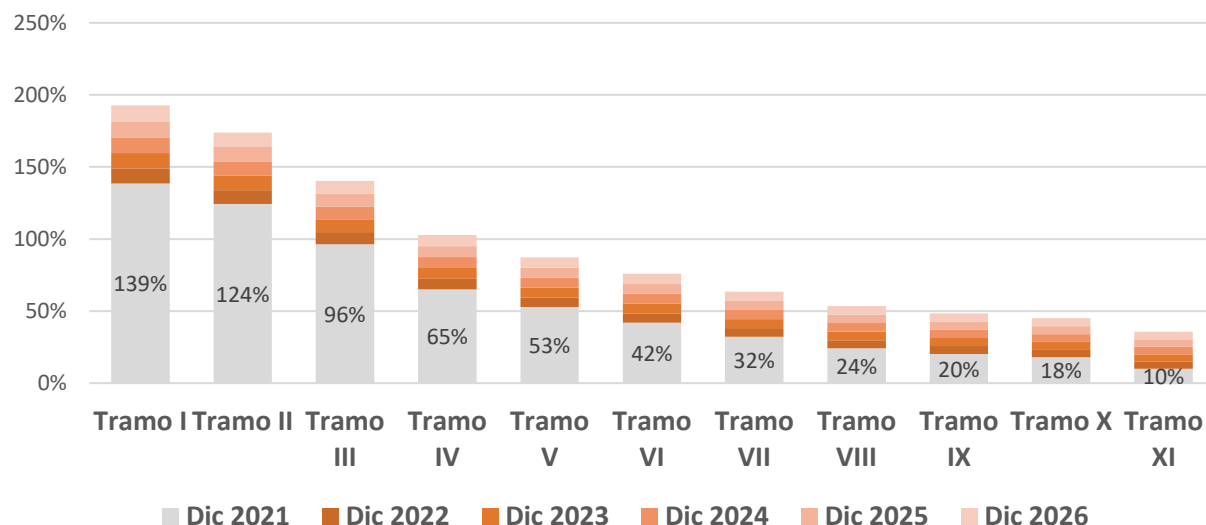
La rentabilidad histórica de largo plazo presenta una tendencia a la baja, estabilizándose muy cerca al objetivo (12,8% a dic 2021 frente 13,1% a dic 2020). Consideramos que factores como los efectos de la pandemia, las protestas sociales de 2021, los avalúos de los inmuebles, la valoración de los títulos a precios de mercado, la sobreoferta de activos que se mantiene en algunos segmentos y la entrada al mercado nacional de otros vehículos con características similares redujeron la velocidad de crecimiento del valor de la unidad frente al observado anteriormente y, por ende, la rentabilidad acumulada desde inicio de operaciones está cada vez más cerca de la rentabilidad objetivo del programa.

Al diciembre de 2021, el flujo de caja operativo ajustado (flujo de caja de operación menos las inversiones en capex y capital de trabajo y los gastos financieros) fue de COP220.450 millones, 66% más que el de 2020 y en línea con lo presupuestado para 2021. Este resultado se da por un aumento de los ingresos producto de la reactivación económica y una reducción en el costo promedio del endeudamiento.

Al cierre de 2022 el PEI espera un crecimiento del 8% del flujo de caja distribuible (FCD) incluyendo adquisiciones, considerando un incremento en los ingresos de las líneas de negocio como el corporativo y de bodegas por cuenta de la reactivación económica y la finalización de alivios que se otorgaron por la emergencia sanitaria. Asimismo, para el periodo 2023 - 2026 esperan tener un crecimiento base promedio del 6%. Además, observamos un capex mayor al de los últimos tres años y el cual se destinaría a adecuaciones de sus inmuebles que se postergaron por la emergencia sanitaria y las protestas sociales.

Nuestro escenario de estrés lo estimamos con base en el flujo de caja proyectado por el PEI hasta 2026 y en el cual suponemos menores niveles de ingresos y niveles promedio históricos para capex, gastos operativos y de administración sin incluir emisiones de títulos. El resultado de este escenario nos muestra que aún bajo nuestros supuestos conservadores, sin considerar más emisiones de títulos, el vehículo puede generar un flujo de caja operativo positivo y estable que les permite a los inversionistas recuperar su inversión inicial a través de la distribución de dividendos en el largo plazo (ver Gráfico 1).

Gráfico 1
Proyecciones de flujo de caja de distribuibles BRC por tramo



Fuente: PEI. Gráfico: BRC Ratings – S&P Global

Las emisiones de los bonos realizadas en 2018 y 2019 por COP1.000.000 millones permitieron diversificar las fuentes de financiación disminuir la concentración de vencimientos de capital en el corto y mediano plazo y reducir el costo de la deuda, lo cual ponderamos de forma positiva. Al cierre de 2021, el endeudamiento del PEI era de COP2,74 billones (incluyendo bonos) lo que corresponde a un 35% sobre el valor de los activos bajo administración.

Mercado secundario e inversionistas

El número de transacciones en el mercado secundario se ha reducido en el último año como consecuencia del cambio en la metodología de valoración de los títulos participativos y la coyuntura macroeconómica actual. Teniendo en cuenta que el valor del título en el mercado secundario se estuvo transando por debajo del precio de referencia, daremos seguimiento a este comportamiento dada la volatilidad actual de los mercados y al posible cambio de preferencias de los inversionistas por otro tipo de activos del mercado de valores.

II. FACTORES PARA MODIFICAR LA CALIFICACIÓN

Qué podría llevarnos a confirmar 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
- El fortalecimiento y cumplimiento de las funciones de PEI Asset Management, administrador inmobiliario del vehículo, así como el de las demás partes relacionadas con la transacción.

Qué podría llevarnos a bajar la calificación:

- Un nivel de rentabilidad de los títulos participativos menor a la rentabilidad objetivo sostenida, ya sea como consecuencia de una menor valorización de los activos inmobiliarios o de una afectación sobre los flujos de ingresos por arrendamiento.
- La menor diversificación del portafolio de activos inmobiliarios por ubicación geográfica, tipo de activo o arrendatario.
- 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.

III. DEFINICIÓN Y ESTRUCTURA DE LA TITULARIZACIÓN

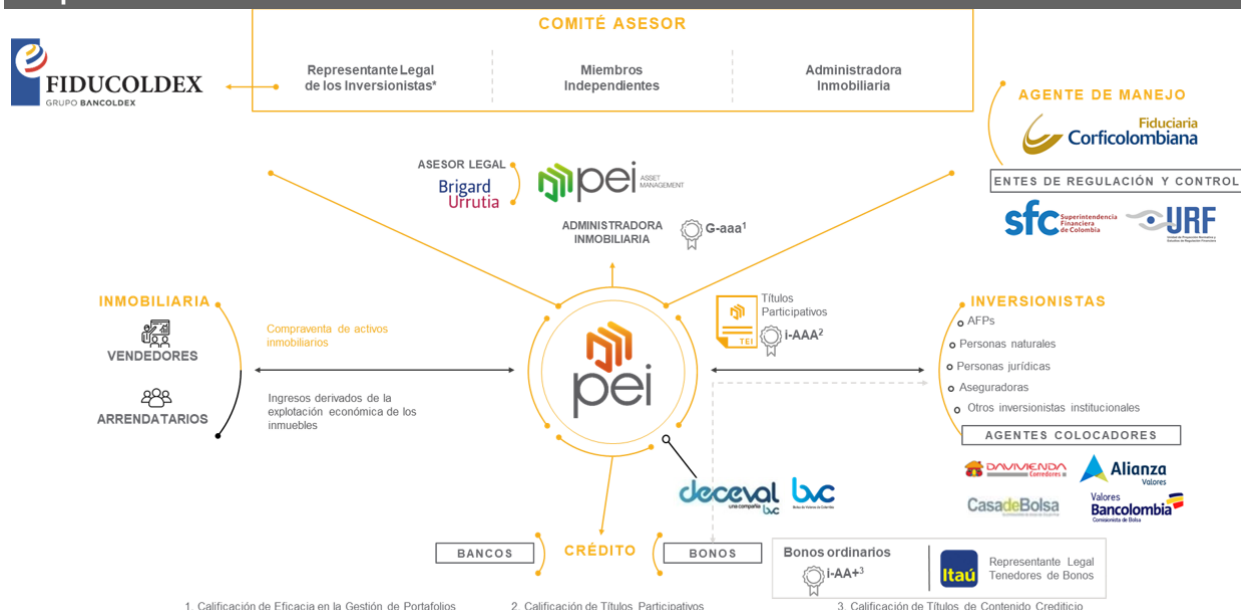
La consecución de los recursos para la constitución del Patrimonio Estrategias Inmobiliarias se inicia con la emisión de títulos respaldados por los derechos y las obligaciones de los contratos de promesa de compraventa de los activos inmobiliarios previamente firmados con los propietarios de los bienes. 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 son administrados por un operador profesional, que se encarga de todos los procesos operativos asociados al 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 propiedades, las cuales se traducirán, 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.

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

Gráfico 2
Esquema de la titularización - PE



Fuente: PEI. Gráfico: BRC Ratings – S&P Global

Desde el inicio del PEI, se han realizado 11 emisiones de tramos, las cuales se detallan en la Tabla 2. Los pagos de rendimientos por cada tramo se muestran en la Tabla 3.

Tabla 2. Emisiones de tramos del PEI

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.

PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS (PEI)

Tabla 3. Pago de rendimientos por tramo

Fecha de emisiones y distribución de rendimientos	Valor del título (COP)	Rendimientos pagados por título (COP)																				
		Tramo I	Tramo II	Tramo III	Tramo IV	Tramo V	Tramo VI	Tramo VII	Tramo VIII	Tramo IX	Tramo X	Tramo XI										
27-feb-07 (emisión primer tramo)	5,000,000																					
15-Aug-07		149,975																				
22-nov-07 (emisión segundo tramo)	5,450,000																					
14-Feb-08		122,492	122,492																			
15-Aug-08		235,864	235,864																			
13-Feb-09		257,329	257,329																			
18-Aug-09		231,935	231,935																			
30-oct-09 (emisión tercer tramo)	6,150,000																					
11-Feb-10		179,010	179,010	179,010																		
13-Aug-10		241,515	241,515	241,515																		
14-Feb-11		272,448	272,448	272,448																		
12-Aug-11		250,794	250,794	250,794																		
14-Feb-12		329,485	329,485	329,485																		
21-mar-12 (emisión cuarto tramo)	7,160,000																					
15-Aug-12		205,480	205,480	205,480	205,480																	
14-Feb-13		313,960	313,960	313,960	313,960																	
19-jul-13 (emisión quinto tramo)	7,840,000																					
15-Aug-13		213,839	213,839	213,839	213,839	213,839																
17-Feb-14		316,246	316,246	316,246	316,246	316,246																
15-Aug-14		264,023	264,023	264,023	264,023	264,023																
5-sep-14 (emisión sexto tramo)	7,970,000																					
13-Feb-15		300,036	300,036	300,036	300,036	300,036	300,036															
18-Aug-15		252,795	252,795	252,795	252,795	252,795	252,795															
15-dic-15 (emisión séptimo tramo)	8,660,000																					
12-Feb-16		331,747	331,747	331,747	331,747	331,747	331,747	331,747														
12-Aug-16		238,997	238,997	238,997	238,997	238,997	238,997	238,997														
9/21/2016 (emisión octavo tramo)	9,184,374																					
14-Feb-17		275,629	275,629	275,629	275,629	275,629	275,629	275,629	275,629													
6/16/2017 (emisión noveno tramo)	9,582,616																					
15-Aug-17		175,155	175,155	175,155	175,155	175,155	175,155	175,155	175,155	175,155												
20/12/2017 (emisión décimo tramo)	9,901,508																					
1-Feb-18		272,151	272,151	272,151	272,151	272,151	272,151	272,151	272,151	272,151	272,151											
1-Aug-18		199,612	199,612	199,612	199,612	199,612	199,612	199,612	199,612	199,612	199,612											
31-Dec-18	10,309,091																					
14-Feb-19		263,533	263,533	263,533	263,533	263,533	263,533	263,533	263,533	263,533	263,533											
21/6/2019 (emisión undécimo tramo)	10,441,040																					
15-Aug-19		288,753	288,753	288,753	288,753	288,753	288,753	288,753	288,753	288,753	288,753											
31-Dec-19	10,734,254																					
14-Feb-20		334,963	334,963	334,963	334,963	334,963	334,963	334,963	334,963	334,963	334,963											
18-Aug-20		150,532	150,532	150,532	150,532	150,532	150,532	150,532	150,532	150,532	150,532											
17-Sep-20		29,193	29,193	29,193	29,193	29,193	29,193	29,193	29,193	29,193	29,193											
31-Dec-20	10,827,968																					
30-Mar-21		50,283	50,283	50,283	50,283	50,283	50,283	50,283	50,283	50,283	50,283											
30-Jun-21		53,493	53,493	53,493	53,493	53,493	53,493	53,493	53,493	53,493	53,493											
30-Sep-21		65,056	65,056	65,056	65,056	65,056	65,056	65,056	65,056	65,056	65,056											
31-Dec-21		63,752	63,752	63,752	63,752	63,752	63,752	63,752	63,752	63,752	63,752											
31-Dec-21	10,667,215																					
TOTAL		6,930,075	6,780,100	5,932,480	4,659,228	4,139,788	3,345,680	2,792,849	2,222,105	1,946,476	1,771,321	1,036,025										

Fuente: PEI, elaboración BRC Ratings – S&P Global

IV. CONTINGENCIAS

Según información del calificado, a diciembre de 2021 no tenía procesos jurídicos que pudieran afectar su posición patrimonial. Asimismo, 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).

La visita técnica para el proceso de calificación se realizó con la oportunidad suficiente por la disponibilidad del emisor 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. Sociedad Calificadora de Valores.

BRC Ratings – S&P Global S.A. Sociedad Calificadora de Valores 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. Sociedad Calificadora de Valores revisó la información pública disponible y la comparó con la información entregada por el emisor.

En caso de tener alguna inquietud con relación a 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](#).

La información financiera contenida en este documento se basa en los informes de los portafolios de inversiones de la entidad a diciembre de 2021 y demás información remitida por el administrador de la entidad.

V. 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.
