



## PATRIMONIO ESTRATEGIA INMOBILIARIAS

# Cobertura a la inflación con alto potencial

Precio Objetivo:

**COP 96,300**

Comprar

Potencial: **118%** | Riesgo: **Alto** | Cierre: **44,100**

### INFORMACIÓN DEL TÍTULO

Capitalización bursátil (COP Bn)	<b>1.9</b>
Flujo anual 2023E (COP)	<b>3,522</b>
Retorno por flujo	<b>8.0%</b>
%MSCI Colcap	<b>N.A.</b>
# títulos (mm)	<b>43.1</b>
P/VL actual	<b>0.37x</b>
P/U actual	<b>8.2x</b>

Los cambios en tendencias en el uso de espacios físicos que se vieron acelerados por la pandemia, sumados al contexto de estanflación global y de alzas en tipos de interés, se han convertido en factores determinantes en el desempeño y el apetito por el vehículo.

Si bien los activos inmobiliarios no son ajenos a los choques por cambios en los ciclos económicos, históricamente estos suelen presentar un desempeño operativo menos volátil que el de otro tipo de activos de renta variable, así que buscar alternativas defensivas para este tipo de fenómenos y que generen diversificación en los portafolios es un factor que debería ser incorporado por los agentes.

## ¿POR QUÉ COMPRAR?

La recuperación operacional del PEI ha sido más acelerada de lo anticipado, donde distintos indicadores soportan una relación riesgo retorno atractiva. Incluso considerando los riesgos inherentes al vehículo y el sector, el descuento actual incorpora escenarios excesivamente ácidos y muy poco probables. Su posible entrada al Colcap podría ser un catalizador.

### Autores

*wsanchez@corredores.com*  
Rodrigo Sánchez  
Analista Senior Acciones

*kortiz@corredores.com*  
Katherine Ortiz  
Analista Líder Acciones



COMPARTIR





---

## ASPECTOS A DESTACAR

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

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

**¿Es buen momento para comprar PEI?** Es muy difícil determinar el momento óptimo para comprar los títulos para maximizar la rentabilidad. Nuestra expectativa es que la curva de rendimientos colombiana empiece a bajar en los próximos meses, lo cual empezaría a ampliar la brecha entre la rentabilidad potencial del PEI y el retorno por rendimiento que ofrecen los TES.

El *timing* a nivel de costo de oportunidad frente a la renta fija aún no luce ideal, pero esperamos que esto pueda cambiar e irse acentuando en 2023. Por otro lado, estructuralmente el PEI luce como un activo atractivo, en un sector que cuenta con alta estabilidad, que genera diversificación a los portafolios y con aspectos destacables como su cobertura natural a la inflación, por lo cual, para un inversionista de largo plazo, el momento exacto no debería ser tan relevante. De materializarse un catalizador clave como la entrada del título al MSCI Colcap, el no estar invertido puede llevar a perder una oportunidad de inversión relevante.



COMPARTIR





## FICHA TÉCNICA

Descripción de la compañía: El Patrimonio Estrategias Inmobiliarias - PEI - es un vehículo de inversión administrado por PEI Asset Management. El PEI es el principal vehículo inmobiliario en Colombia con alrededor de COP 8 bn en activos administrados generadores de renta en los segmentos comercial, corporativo, bodegas y activos especializados, con presencia en más de 30 ciudades y municipios del país.

Balance General Consolidado					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Activos	6,929,937	7,605,743	8,207,668	8,837,077	9,494,429
Pasivos	2,258,513	2,865,612	2,877,501	2,874,314	2,880,515
Patrimonio	4,671,424	4,740,131	5,330,167	5,962,763	6,613,914
Deuda Total/Patrimonio	46.7%	57.7%	51.3%	45.4%	41.0%
Deuda Neta/EBITDA	7.6x	8.7x	7.0x	6.3x	5.7x
Total Deuda	2,180,979	2,734,692	2,736,146	2,708,124	2,709,666
Deuda Neta	2,168,370	2,700,154	2,695,991	2,675,331	2,674,155
Loan-to-value	32.3%	36.1%	33.4%	30.7%	28.6%

El PEI funciona bajo una figura similar a la de las fiducias inmobiliarias internacionales, donde la rentabilidad proviene tanto de la valorización de los activos, como de los flujos repartidos con regularidad.

Estado de Resultados Consolidado					
COP mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Ingresos operacionales	441,369	492,721	598,722	664,746	719,824
Gastos operacionales	74,630	90,226	98,770	116,124	119,380
<b>Utilidad operativa neta (NOI)</b>	<b>366,740</b>	<b>402,494</b>	<b>499,952</b>	<b>548,622</b>	<b>600,445</b>
Gastos administrativos	81,937	92,060	112,745	121,609	130,916
<b>EBITDA</b>	<b>284,802</b>	<b>310,434</b>	<b>387,207</b>	<b>427,013</b>	<b>469,529</b>
Gastos financieros netos	106,106	116,882	182,548	328,517	258,308
<b>Flujo de operación</b>	<b>178,697</b>	<b>193,552</b>	<b>204,659</b>	<b>98,497</b>	<b>211,220</b>
WK y caja mínima	-43,734	39,031	4,163	53,453	36,686
<b>Flujo de caja distribuible</b>	<b>134,963</b>	<b>232,584</b>	<b>208,822</b>	<b>151,950</b>	<b>247,907</b>
Margen NOI	83%	82%	84%	83%	83%
Margen EBITDA	65%	63%	65%	64%	65%



COMPARTIR

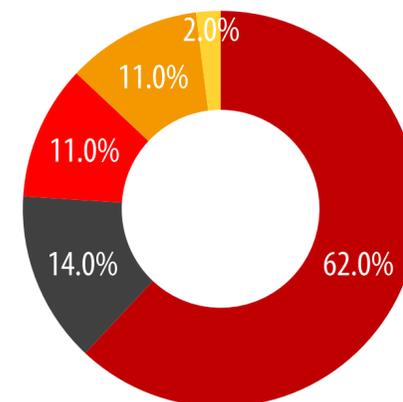




## FICHA TÉCNICA

Resumen					
COP mil mm	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TEIS en circulación ajust. por split	43,142,200	43,142,200	43,142,200	43,142,200	43,142,200
Cap. Bursátil	3,792	3,465	1,903	1,903	1,903
EV	5,960	6,165	4,599	4,578	4,577
AUMs	7,606	8,208	8,837	9,494	9,869
VL (COP/TEI)	108,280	109,872	123,549	138,212	153,305
Precio mercado (COP/TEI)	87,888	80,319	44,100	44,100	44,100
Fondos de operación (COP/TEI)	4,142	4,486	4,744	2,283	4,896
FFO yield	4.7%	5.6%	10.8%	5.2%	11.1%
Flujos distribuibles (COP/TEI)	3,128	5,391	4,840	3,522	5,746
Retorno por flujos (NAV)	2.9%	4.9%	3.9%	2.5%	3.7%
Retorno por flujos (mercado)	3.6%	6.7%	11.0%	8.0%	13.0%
Cap rate a NAV	5.7%	5.7%	6.4%	6.5%	6.7%
Cap rate implícito	6.2%	7.4%	11.7%	17.2%	17.5%
EV/NOI	16.3x	15.3x	9.2x	8.3x	7.6x
EV/EBITDA	20.9x	19.9x	11.9x	10.7x	9.7x
P/VL	0.8x	0.7x	0.4x	0.3x	0.3x
P/ventas	8.6x	7.0x	3.2x	2.9x	2.6x
P/FFO	21.2x	17.9x	9.3x	19.3x	9.0x
GLA (m <sup>2</sup> )	1,043,172	1,127,266	1,140,473	1,146,073	1,146,073
Vacancia económica	10.1%	12.2%	8.3%	7.6%	7.2%

## Composición inversionistas



- AFPs
- Aseguradoras
- Otros institucionales
- Personas naturales
- Inversionistas corporativos

Fuente: PEI A.M.



COMPARTIR





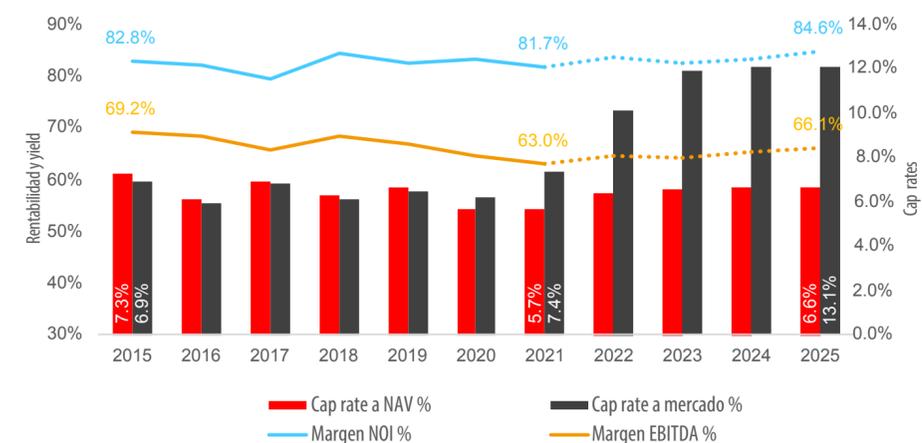
# TESIS DE INVERSIÓN

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

Ahora bien, al incorporar nuestros pronósticos de desempeño operacional y de variables macro, la rentabilidad nominal anual de una inversión en PEI a 3 años, asumiendo que el título continúa transando al 35% de su NAV sería del 18.5%

Rentabilidad nominal anual estimada a 3 años: 18.5%

### Evolución márgenes de rentabilidad



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



COMPARTIR

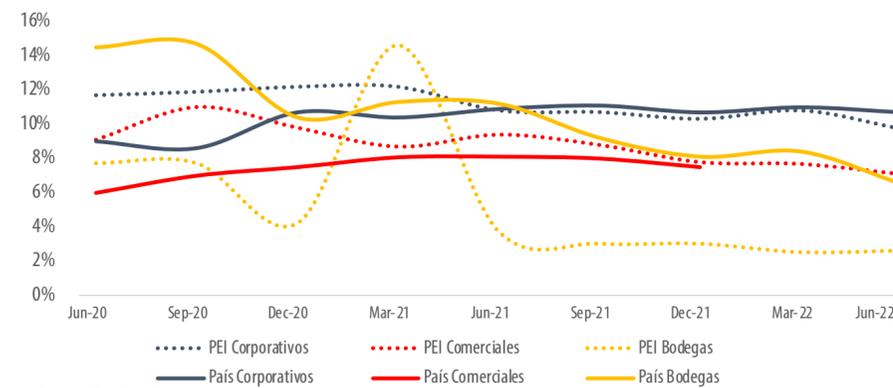
- Like
- Share
- Twitter
- Facebook
- WhatsApp



# TESIS DE INVERSIÓN

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

Vacancia física PEI vs. País



Fuente: PEI A.M.I Colliers



COMPARTIR





---

## TESIS DE INVERSIÓN

**¿Entrará el PEI al MSCI Colcap y qué impacto tendría esto?.** La respuesta corta es que no sabemos si el PEI entrará o no. El factor determinante para su entrada al MSCI Colcap será su caracterización como activo elegible, lo cual será determinado por el administrador del índice, MSCI.

Partiendo del supuesto de que el PEI es un activo elegible, estimamos que el título entraría a la canasta del índice con una participación cercana al 3%. Esto implicaría flujos compradores por parte del ETF iColcap de aproximadamente COP 200 mil mm, equivalentes a cerca de 300 días de negociación, tomando como referencia el volumen promedio diario negociado en los últimos 12 meses.

**Costo de reemplazo como potencializador del valor de los activos** De acuerdo a información provista por el DANE, en lo corrido del año (a junio) los costos de construcción de edificaciones en Colombia se han incrementado un 8.57%, variación que refleja las presiones inflacionarias en distintos componentes de la construcción, pero en particular de los materiales.

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



COMPARTIR



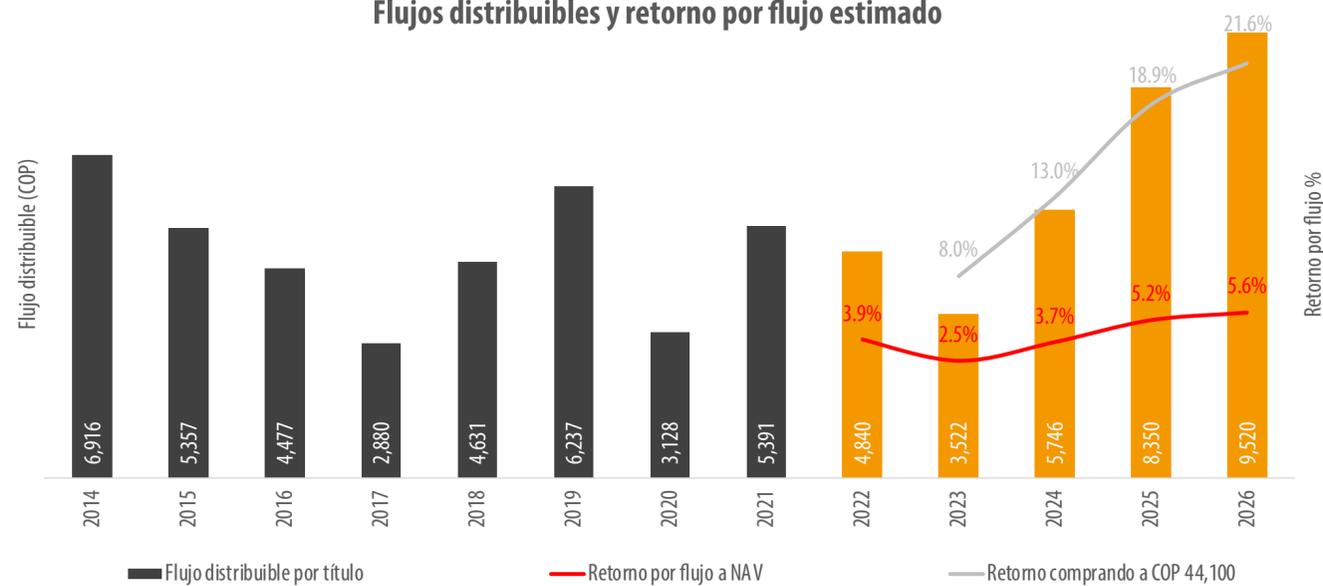


# TESIS DE INVERSIÓN

COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 📷

### Flujos distribuibles y retorno por flujo estimado



Fuente: PEI A.M | Estimaciones: Davivienda Corredores



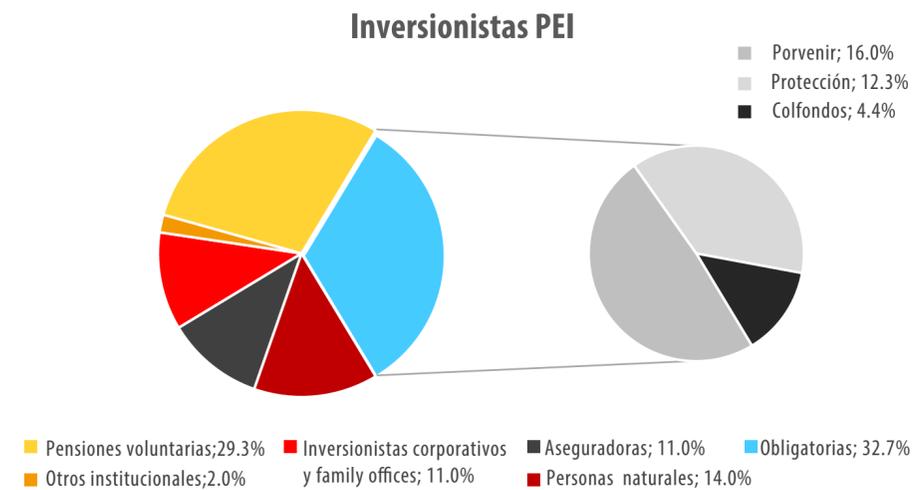


# RIESGOS

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

Adicionalmente, descartamos que el flujo vendedor haya venido de las pensiones obligatorias, dado que, al revisar la evolución de sus posiciones de portafolio, ninguno de los tres principales fondos ha vendido unidades de PEI desde inicios de 2021, por el contrario, la

posición se aumentó en 5%. Con base en esta información, estimamos que las pensiones voluntarias controlan cerca del 33% de PEI, lo cual implica que el impacto de una mayor salida de este tipo de portafolios pueda resultar en desvalorizaciones adicionales del título en el mercado secundario.



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



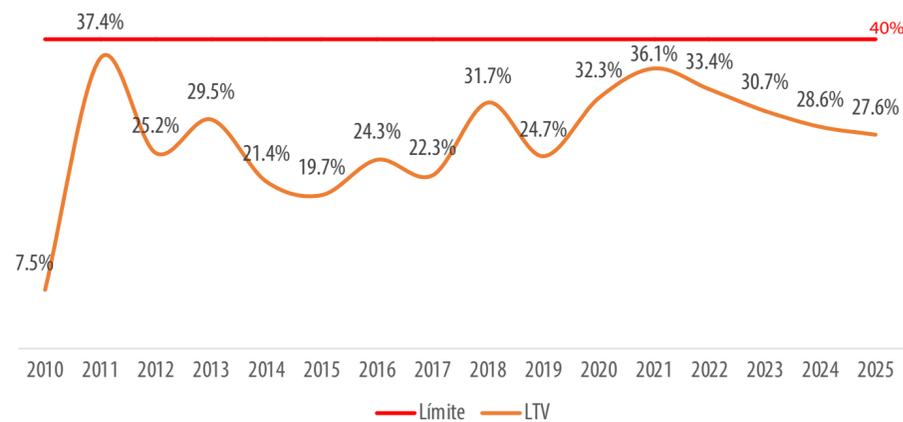
COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



# RIESGOS

Loan to value histórico y proyectado - PEI



Fuente: PEI A.M | Estimaciones: Davivienda Corredores

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

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

Sin embargo, considerando que no se tiene en el pipeline inversiones relevantes en los próximos meses, estimamos una reducción paulatina de los indicadores de apalancamiento del vehículo.



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- 📘
- 📺



# RIESGOS

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

En este orden de ideas, si bien para cada activo no contamos con los detalles de vacancia, rentas, cap rates y demás variables para hacer un análisis más exhaustivo, el activo que más vulnerable luce en principio es Atrio. De acuerdo a información de Colliers y JLL, los precios de renta promedio de las oficinas clase A en Bogotá están entre COP 60,000 y COP 75,000 por m<sup>2</sup>, mientras que entidades especializadas en el sector inmobiliario hacen mención que los precios de renta solicitados en Atrio podrían estar cerca de un 30% por encima del rango alto en Bogotá, lo que nos lleva a considerar, que de no lograr registrar mayores niveles de ocupación en el corto plazo, la desvalorización del activo podría ser significativa durante 2022.

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

Fuente: PEI A.M | Estimaciones: Davivienda Corredores



COMPARTIR





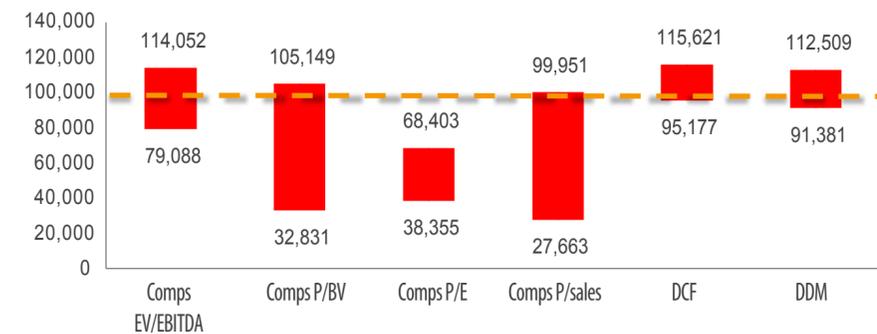
# VALORACIÓN

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

En conclusión, nuestro ejercicio de valoración resulta en un valor justo de COP 96,300/ TEI. Mantenemos nuestra recomendación de Comprar. Además, nuestra expectativa es que incluso si el nivel de descuento actual del vehículo se mantiene (~65%), en un horizonte de corto y mediano plazo, los títulos de PEI ofrecerían una rentabilidad de IPC+8%.

Metodología	Peso %	Precio
FCL	40%	104,930
MDD	40%	101,023
Múltiplos	20%	69,411
<b>Precio objetivo</b>		<b>96,263</b>
NAV		120,804
Mercado vs NAV		37%
Precio de mercado		44,100
Potencial vs. NAV		173.9%
Potencial vs. Mercado		118.3%
Flujo distribuible por título		3,522
Retorno por flujo vs NAV		2.9%
Retorno por flujo vs mercado		8.0%
Retorno por flujo vs P.O.		3.7%
<b>Retorno total a mercado</b>		<b>126.3%</b>

Football pitch - Precio Objetivo PEI (COP)



COMPARTIR





# SENSIBILIDAD

**Rentabilidad esperada en un horizonte de inversión a tres años:** Es imposible determinar si el mercado le seguirá asignando un descuento a los TEIS frente al NAV y reconocemos que esta es el mayor reto que enfrenta nuestra tesis de inversión. Sin embargo, basados en nuestras estimaciones de valor justo para los próximos tres años, en conjunto con algunos supuestos, evaluamos la

rentabilidad nominal anual esperada que podría entregar una inversión en PEI, dependiendo del periodo de inversión, el descuento o prima pagado al comprar y vender la unidad. Es importante resaltar que estos resultados deben ser analizados con cautela, dado que la sensibilidad está construida a partir de estimaciones y supuestos, que podrían diferir de los resultados entregados por el vehículo durante los próximos años.

Años de inversión		Precio venta vs. NAV								
3		20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
Precio compra vs. NAV	100%	-29.6%	-21.8%	-15.4%	-9.8%	-4.9%	-0.4%	3.7%	7.4%	11.0%
	90%	-26.9%	-18.8%	-12.2%	-6.4%	-1.3%	3.3%	7.5%	11.4%	15.1%
	80%	-23.8%	-15.4%	-8.5%	-2.5%	2.8%	7.6%	12.0%	16.1%	19.8%
	70%	-20.0%	-11.3%	-4.1%	2.2%	7.7%	12.7%	17.3%	21.6%	25.5%
	60%	-15.5%	-6.3%	1.3%	7.9%	13.7%	19.0%	23.8%	28.3%	32.4%
	50%	-9.7%	0.0%	8.1%	15.1%	21.2%	26.8%	32.0%	36.7%	41.1%
	40%	-2.0%	8.4%	17.1%	24.6%	31.2%	37.2%	42.7%	47.8%	52.6%
30%	9.0%	20.5%	29.9%	38.2%	45.5%	52.1%	58.1%	63.7%	68.9%	
20%	27.1%	40.1%	50.9%	60.2%	68.6%	76.1%	83.0%	89.4%	95.3%	



COMPARTIR

- 👍
- ✉️
- 🐦
- f
- 🗣️