

Patrimonio Estrategias Inmobiliarias

Atención al retorno por flujo

Valor Justo:
COP 104,300
 Comprar

Potencial: 112% Riesgo: Alto Cierre: 49,200

INFORMACIÓN DE LA ACCIÓN

Capitalización bursátil (COP Bn)	2,106.3
Flujo anual 2024E (COP)	4,795
Retorno por flujo:	9.75%
% MSCI COLCAP:	N.A.
# títulos	42.8 mm
Descuento vs NAV actual:	-64.9%

Aunque en lo corrido del 2023 los títulos del PEI han mostrado una valorización importante, el precio de mercado todavía representa un excesivo descuento (67%) frente al avalúo de sus activos y frente a nuestra estimación de valor justo; incluso considerando los riesgos inherentes al vehículo y el sector.

El PEI logrará mantener una dinámica positiva en márgenes operativos, gracias al componente de indexación que tienen sus ingresos, la calidad de sus activos, el equilibrio de los niveles de ocupación, entre otros, que siguen soportando nuestra visión optimista sobre el desempeño del activo en resultados financieros y en el mercado.

> ¿POR QUÉ COMPRAR?

Esperamos que el descuento se siga disminuyendo a raíz de importantes catalizadores positivos en el corto y mediano plazo cómo lo son la disminución gradual de las tasas de interés y la materialización de desinversiones que impulsarán el flujo de caja distribuable; y el cambio a un esquema de comisiones más alineado con el desempeño operativo del vehículo.

Autores

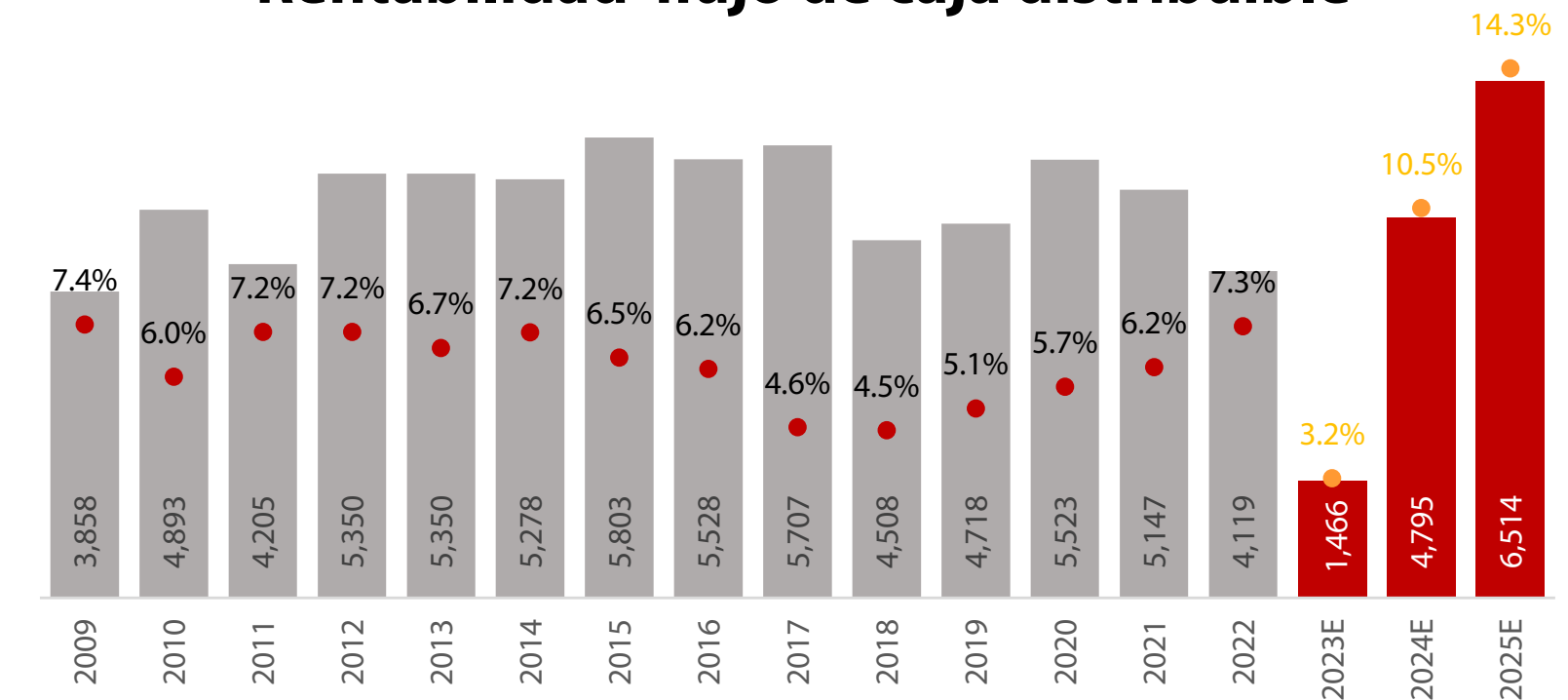
Katherine Ortiz
 Analista Líder Acciones
 kortiz@corredores.com

> TESIS DE INVERSIÓN

Cambio de tendencia en tasas de interés será un catalizador para el activo. El acelerado incremento de la inflación y de las tasas de interés llevó a que PEI, contrario a su historia, evidenciará una fuerte caída del flujo de caja distribuible y, por lo tanto, de su rentabilidad. Al incorporar nuestra expectativa de que las tasas de interés en Colombia, y en el mundo deberían entrar en una senda de reducción en los próximos meses o a partir de 2024, consideramos que el atractivo que tienen activos de renta variable como PEI, bien sea por su alto descuento, pero también por el retorno que podría ofrecer vía flujo distribuible, sería un factor que debería contribuir a un mejor desempeño hacia adelante.

Ahora bien, al incorporar nuestros pronósticos de desempeño operacional y de variables macro, la rentabilidad vía flujo de caja distribuible al precio actual de mercado pasaría de 3% en 2023 a 10.7% en 2024 y 15% en 2025. Esto sin tener en cuenta distribuciones adicionales producto de las desinversiones.

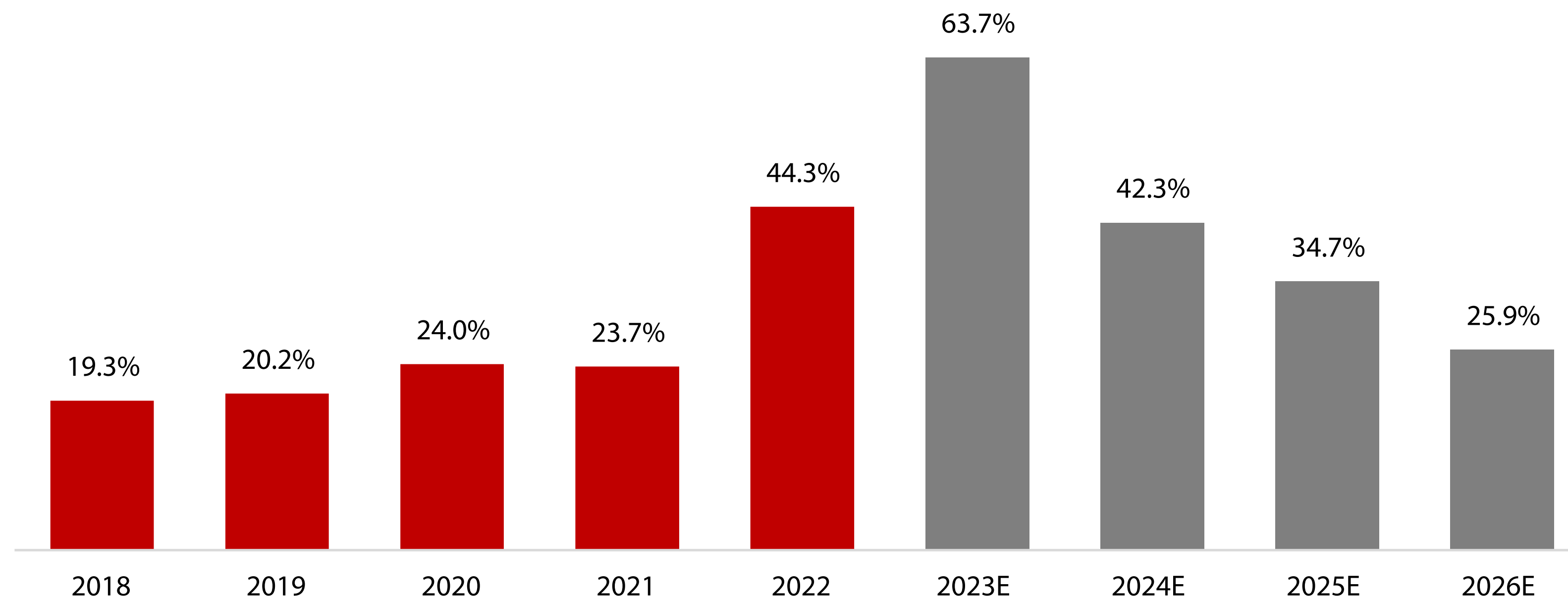
Rentabilidad flujo de caja distribuible



Fuente: PEI | Cálculos Davivienda Corredores

Rentabilidad vía Flujo de Caja distribuible superaría 10% en 2024

Gastos financieros como proporción de los ingresos



Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

> TESIS DE INVERSIÓN

El precio de mercado equivale a un precio por metro cuadrado del portafolio de COP 4.6 millones: El PEI no solo es el vehículo inmobiliario más grande por tamaño de activos bajo administración del país (COP 9.7 bn) sino que cuenta con una base de activos difícilmente replicable por su ubicación geográfica, calidad del activo y arrendatarios de primer nivel. No obstante, si a manera de ejercicio tomamos como base el precio de mercado para calcular el valor por metro cuadrado que este incorpora, nos encontramos con un número bastante alejado de la realidad del mercado inmobiliario colombiano. Actualmente, el precio de mercado del vehículo equivale a un valor por m2 de COP 3.7 millones, cifra que no se compara siquiera con el valor actual por metro cuadrado de una vivienda de interés social en Bogotá (COP 4.6 millones).

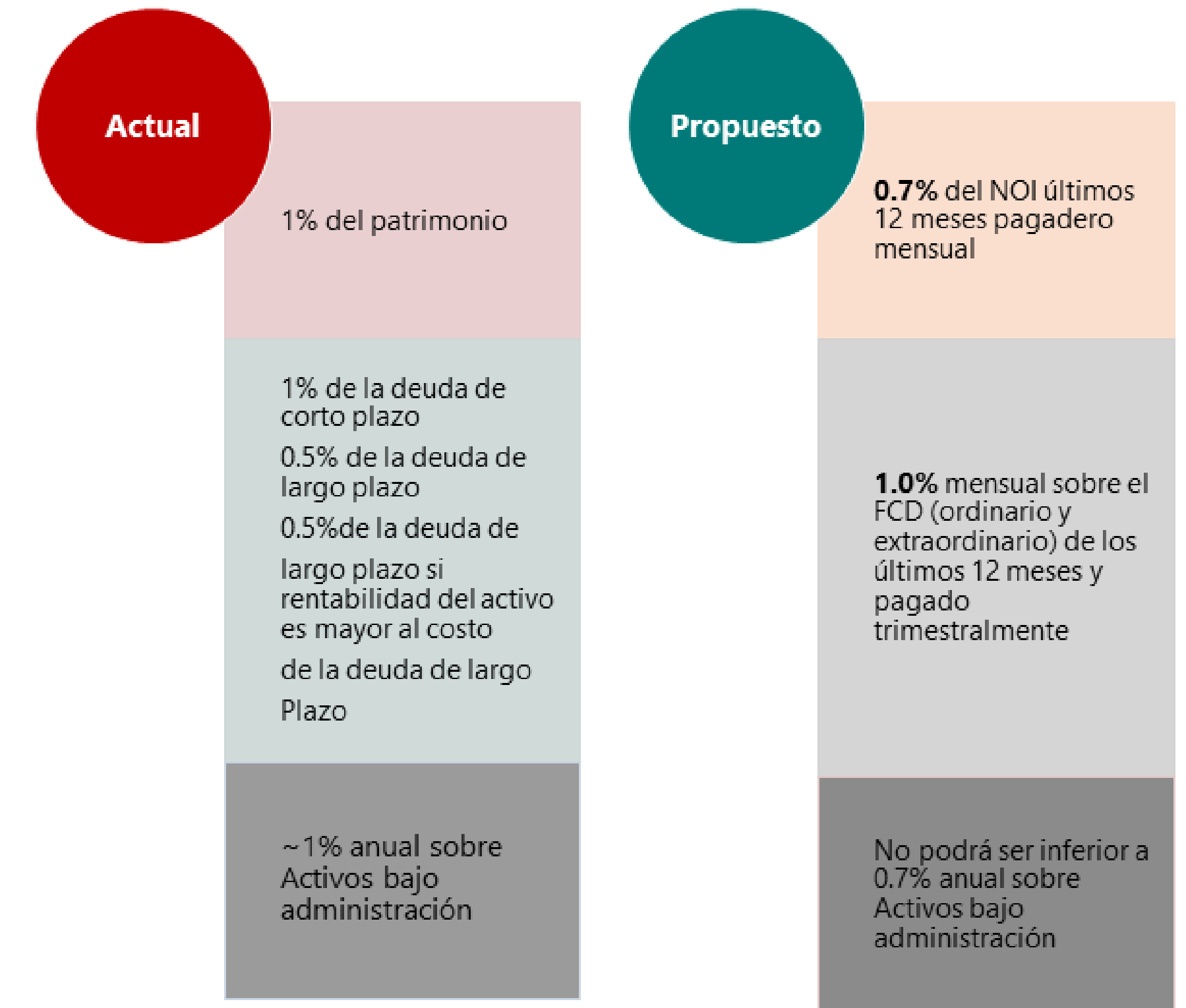
PORTAFOLIO	Según avalúos		Según precio de mercado		Valor de reposición	
	Valor COP billones	Valor m2 millones	Valor COP billones	Valor m2 millones	Valor COP billones	Valor m2 millones
Corporativo	3.1	9.8	1.5	4.7	3.2	10.0
Centros comerciales	3.4	11.3	1.6	5.4	3.7	12.5
Logísticos	1.4	3.2	0.65	1.5	1.6	3.8
PORTAFOLIO TOTAL	8.8	7.7	4.2	3.7	9.6	8.4

> TESIS DE INVERSIÓN

Llegaría el esperado cambio en el esquema de comisiones. Uno de los principales temas de interés de los inversionistas es el esquema de comisiones del administrador inmobiliario, puesto que actualmente depende principalmente del patrimonio y la deuda, y no captura cambios asociados a los resultados operativos y financieros del vehículo. El PEI dio a conocer a sus accionistas la propuesta de un nuevo esquema que incorpora factores más alineados con el desempeño operativo y financiero así:

- **% NOI:** Permite capturar impacto en ingresos de niveles de vacancia y evolución de los cánones de arrendamiento, e incentiva al administrador a lograr eficiencias en costos y gastos de la operación.
- **% del Flujo de Caja Distribuible:** Al depender de las distribuciones a los inversionistas incentiva a mantener ratios de apalancamiento adecuados y bajos gastos financieros.

Aunque esta propuesta no es la versión definitiva, y seguramente, será objeto de cambios una vez se incorporen las observaciones de los tenedores de títulos, vemos positivo un cambio que permita una mayor alineación con el interés de los inversionistas, e incentive al administrador a un crecimiento o decrecimiento ordenado y rentable. Así mismo, en la medida que el esquema se ajuste mucho más a los estándares internacionales, es posible que el vehículo gane atractivo para inversionistas extranjeros. El PEI avanza en la propuesta final que será puesta a consideración de la Asamblea de Accionistas este año según ha mencionado la administración.



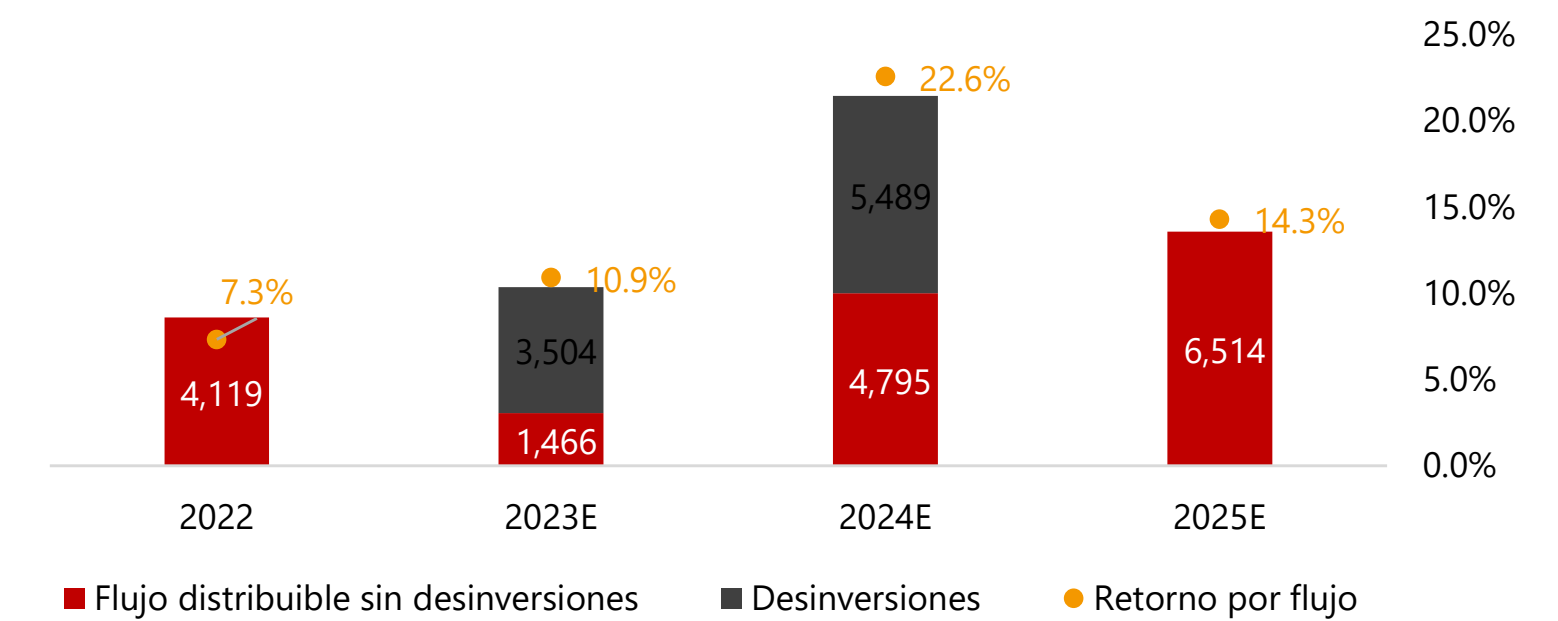
> TESIS DE INVERSIÓN

Desinversiones de activos están próximas a iniciar: El plan de desinversión de activos alcanza un monto de ~ COP 900 mil mm, dónde actualmente cuenta con 4 procesos activos por valor de COP 770 mil mm. De los procesos activos, dos corresponden a activos comerciales por valor de COP 420 mil mm, un proceso en activos de uso mixto por COP 50 mil mm y un proceso de un portafolio de inmuebles de uso corporativo por un valor de COP 300 mil mm. De hecho, para este mismo año el PEI se propone desinvertir COP 400 mil millones.

El uso de los recursos provenientes de desinversiones será para: reducir niveles de endeudamiento, aumentar la distribución de flujo de caja, y llevar a cabo el proceso de recompra de TEIS. En cualquiera de los casos esto representará una mayor rentabilidad vía flujo de caja distribuable para los inversionistas durante los próximos 12 meses, lo que además podría impulsar la recuperación del valor del título en el mercado. A continuación, dos escenarios de lo que esto podría significar:

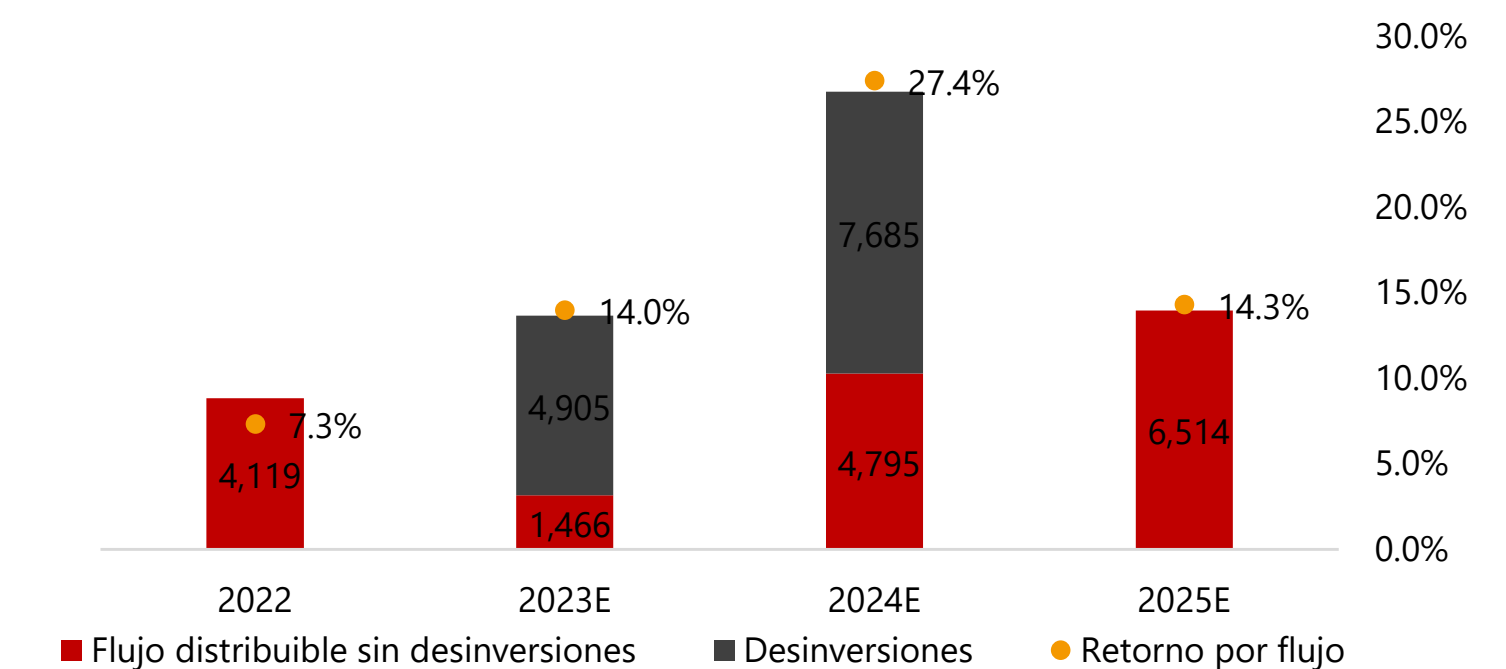
Año	Desinversiones (COP mil mm)	Desapalancamiento -Flujo	
		Escenario 1	Escenario 2
2023	300	50%-50%	30% -70%
2024	470	50%-50%	30% -70%

Retorno Flujo distribuable incluyendo desinversiones (escenario 1)



Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

Retorno Flujo distribuable incluyendo desinversiones (escenario 2)

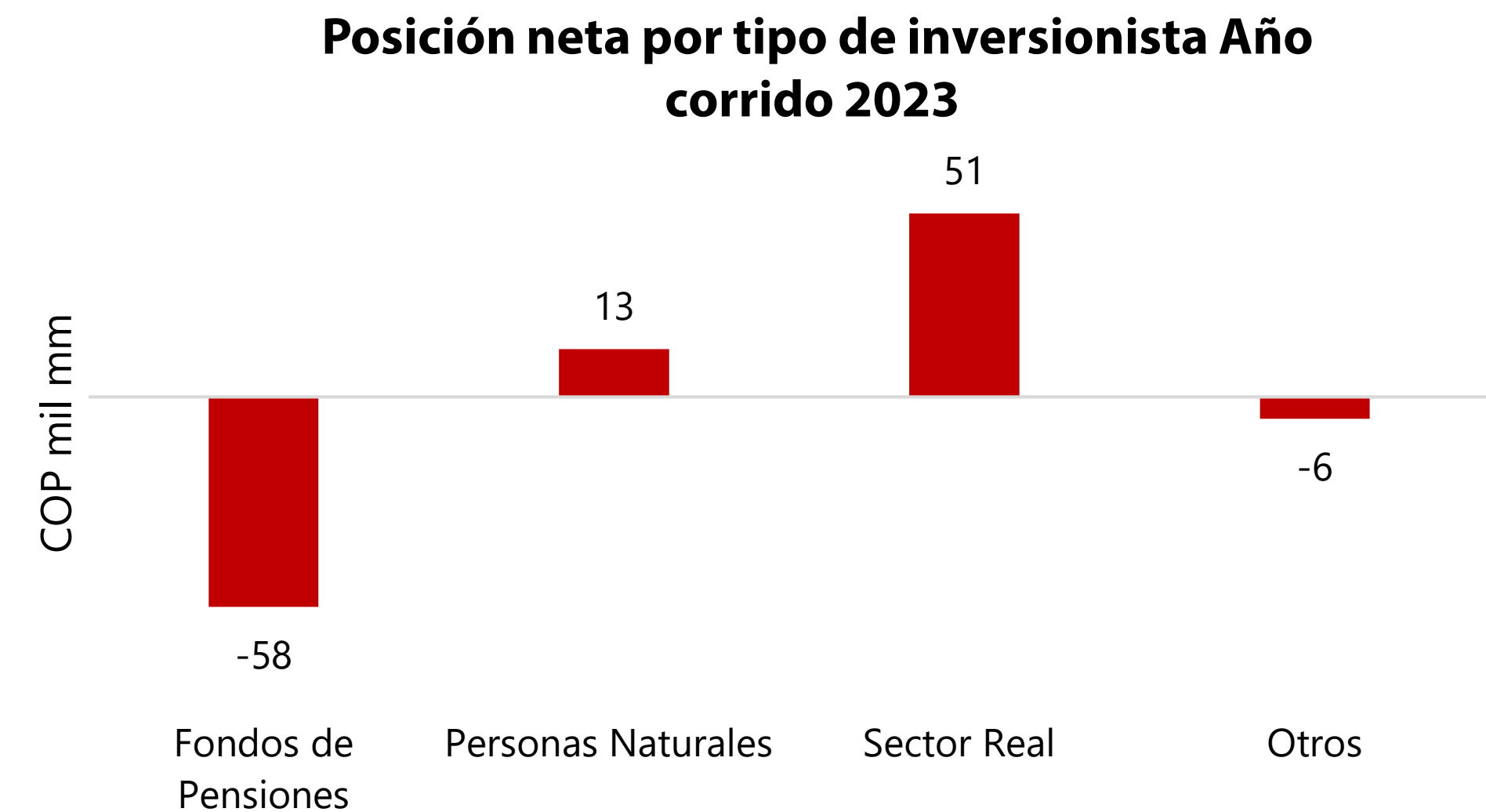


Fuente: Cálculos Davivienda Corredores

> R I E S G O S

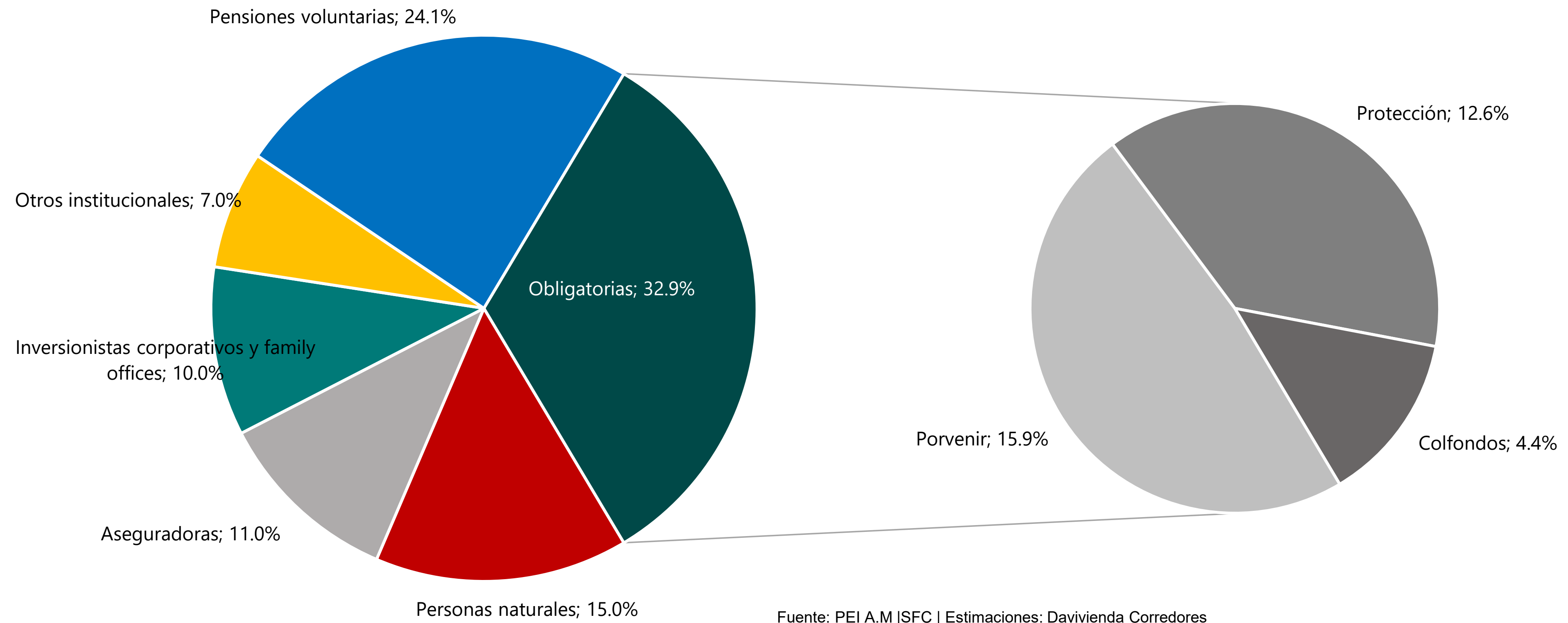
Posición neta vendedora de los Fondos de Pensiones sigue generando presión. La composición de inversionistas de PEI muestra que el 58% de los títulos del vehículo está en manos de fondos de pensiones, los cuales desde hace 12 meses mantienen una posición vendedora de títulos. De hecho, en lo corrido del año las ventas alcanzan COP 58 mil mm y en el último año COP 71 mil mm. En particular, las ventas siguen viniendo de los Fondos Voluntarios de Pensión que acumulan solicitudes de sus clientes producto de las fuertes desvalorizaciones que iniciaron con la pandemia desde marzo de 2020.

Estimamos que las pensiones voluntarias controlan cerca del 26% de PEI, lo cual implica que el impacto de una mayor salida de este tipo de portafolios pueda resultar en un limitante para la valorización del título en el mercado secundario.



Fuente: Bolsa de valores de Colombia

Inversionistas PEI



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

> R I E S G O S

Deterioro de las condiciones macroeconómicas podría impactar la vacancia. Contrario a nuestra expectativa, la recuperación después de la pandemia se dio rápidamente, al ritmo del positivo dinamismo de la economía colombiana la vacancia del PEI que alcanzó a aumentar hasta 13.4% ahora se encuentra en 7.57%. Sin embargo, eso ha venido cambiando y paulatinamente los indicadores macroeconómicos muestran una marcada desaceleración de la economía. Después de un crecimiento del PIB de 7.3% en 2022, estimamos que en 2023 la economía crezca 1.1% y en 2024 1.4%. Con esto, el consumo de los hogares crecería tan solo 1.3% en 2024. Este menor dinamismo podría significar aumentos de la vacancia del vehículo, en especial en el segmento comercial que representa el 46% de los ingresos.

Descuento podría mantenerse alto por baja liquidez. En un contexto donde la liquidez del mercado local se ha reducido de forma importante, el PEI no se ha quedado atrás y desde el 2021 vio caer los volúmenes diarios de negociación a una cuarta parte de lo que negociaba el título en años previos al inicio de la pandemia. Este ha sido uno de los principales factores que acentuó el impacto negativo en precio que ha presentado la unidad de PEI. Vale la pena mencionar que el administrador ha diseñado estrategias para mitigar este hecho, como es el caso de la recompra de títulos y el programa de formador de liquidez, con lo cual el volumen promedio negociado, aunque se mantiene bajo, ha venido mejorando gradualmente en lo corrido del año pasando de COP 330 millones diarios en el primer trimestre a COP 894 millones recientemente.

> Patrimonio Estrategias Inmobiliarias - PEI

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. 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

Balance General Consolidado

COP mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Activos	7,605,743	8,551,921	9,560,502	10,585,152	11,289,294
Pasivos	2,865,612	3,242,260	3,263,292	3,271,738	3,277,457
Patrimonio	4,740,131	5,309,661	6,297,210	7,313,414	8,011,837
Deuda Total/Patrimonio	57.7%	57.9%	48.8%	41.9%	38.1%
Deuda Neta/EBITDA	8.7x	7.6x	6.2x	5.8x	5.4x
Total Deuda	2,734,692	3,071,940	3,071,175	3,063,803	3,055,361
Deuda Neta	2,700,154	3,053,841	3,036,526	3,025,279	3,014,214
Loan-to-value	36.1%	36.3%	32.3%	29.0%	27.1%

Estado de Resultados Consolidado

COP mm	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Ingresos operacionales	492,721	609,979	694,593	772,263	824,854
Gastos operacionales	90,226	107,012	122,383	132,460	141,481
Utilidad operativa neta (NOI)	402,494	502,967	572,210	639,803	683,373
Gastos administrativos	92,060	103,649	80,157	118,899	129,187
EBITDA	310,434	399,318	492,052	520,904	554,186
Gastos financieros netos	116,882	270,492	442,112	326,887	286,388
Flujo de operación	193,552	128,827	49,940	194,017	267,798
Flujo de caja distribuible	232,584	124,964	62,755	205,264	278,863
Margen NOI	82%	82%	82%	83%	83%
Margen EBITDA	63%	65%	71%	67%	67%

> PEI

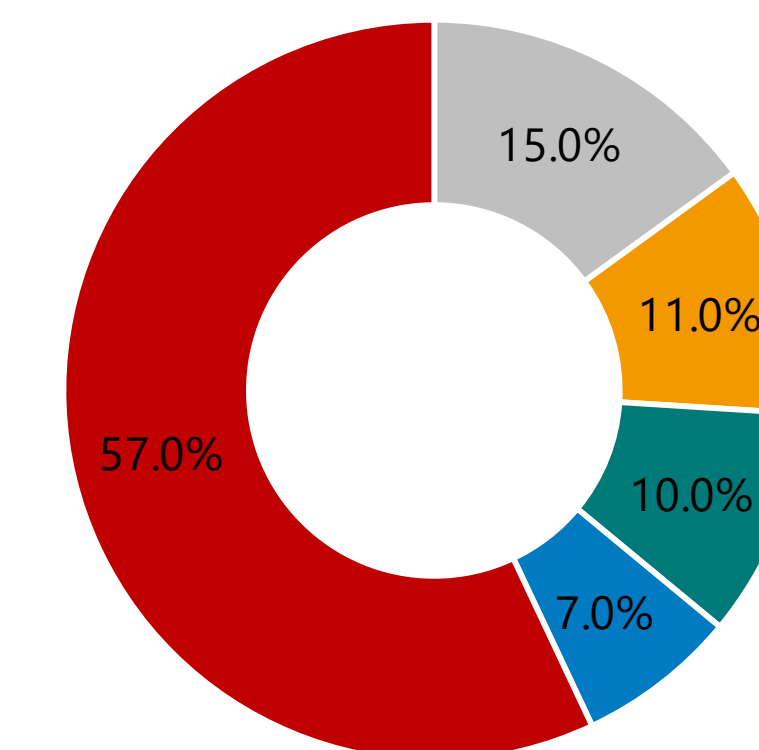
Ficha técnica

Resumen	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
COP mm					
TEIS en circulación ajustados por split	43,142,200	42,810,749	42,810,749	42,810,749	42,810,749
Cap. Bursátil	3,465,157	1,531,769	2,106,289	2,106,289	2,106,289
EV	6,165,311	4,585,609	5,142,815	5,131,568	5,120,503
AUMs	8,551,921	9,560,502	10,585,152	11,289,294	11,840,468
VL (COP/TEI)	109,872	124,026	147,094	167,687	184,456
Precio mercado @63% (COP/TEI) ajustado por split	80,319	35,780	49,200	49,200	49,200
Flujos distribuibles (COP/TEI)	5,391	2,919	1,466	4,795	6,255
Retorno por flujos (NAV)	4.9%	2.4%	1.0%	2.9%	3.4%
Retorno por flujos (mercado)	6.7%	8.2%	3.0%	9.7%	12.7%
Cap rate a NAV	5.7%	6.3%	6.4%	6.5%	6.3%
EV/NOI	15.3x	9.1x	9.0x	8.0x	7.5x
EV/EBITDA	19.9x	11.5x	10.5x	9.9x	9.2x
P/VL	0.7x	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x
P/ventas	7.0x	2.5x	3.0x	2.7x	2.6x
P/FFO	17.9x	11.9x	42.2x	10.9x	7.9x
GLA (m ²)	1,127,266	1,142,834	1,151,709	1,151,709	1,151,709
Vacancia física	8.9%	6.0%	6.0%	6.2%	6.0%
Vacancia económica	12.2%	8.3%	7.4%	7.7%	7.6%

*Precio cierre del 22 de septiembre para 2023e, 2024e y 2025e

Composición inversionistas

Composición inversionistas



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

> 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 10.9%, 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 para 2024 de COP 104,300/ TEI. Mantenemos nuestra recomendación de COMPRAR.

Metodología	Peso %	Precio
FCL	40%	113,451
DDM	40%	100,223
Múltiplos	20%	94,067
Valor Justo		104,300
NAV (22/09/2023)	COP	140,011
Mercado vs NAV	%	184.6%
Precio de mercado	COP	49,200
Potencial vs. NAV	%	35.1%
Potencial vs. Mercado	%	112.0%
Flujo distribuible por título 2024	COP	4,795
Retorno por flujo vs NAV	%	3.4%
Retorno por flujo vs mercado	%	9.7%
Retorno por flujo vs P.O.	%	4.6%
Retorno total a mercado		121.7%

**Potencial
de Valorización 112%**