



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS S.A.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 31 de mayo de 2018

Contacto:

(511) 616 0400

Carmen Alvarado

Analista

calvarado@equilibrium.com.pe

Jaime Tarazona

Analista Asociado

jtazona@equilibrium.com.pe

Instrumento

Clasificación*

Bonos Corporativos

B.pe

**Para mayor información sobre la definición de la categoría otorgada remitirse al Anexo I.*

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2014, 2015(Reexpresados), 2016 y 2017 de Ciudadaris Promotores Inmobiliarios S.A. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/2017.

Fundamento: Luego de la evaluación realizada, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría B.pe a la Primera Emisión de Bonos Corporativos emitidos por Ciudadaris Consultores Inmobiliarios S.A. (en adelante, Ciudadaris o La Compañía).

La clasificación asignada recoge la capacidad de pago de la Compañía, toda vez que, al corte de análisis, el repago de los Bonos depende fundamentalmente de la generación de caja de esta última. Cabe recordar que Ciudadaris mantiene como *core* de negocio el desarrollo de proyectos inmobiliarios ubicados principalmente en Lima, contando a su vez con dos empresas vinculadas (Plusvalía y Conssolida) con las cuales genera diversas sinergias. Asimismo, al corte de análisis, Ciudadaris registra tres proyectos inmobiliarios en cartera, de los cuales uno de ellos, Proyecto Like en Jesús María, se encuentra en etapa de ejecución, mientras que Ser-k Segunda Etapa y Shine se encuentran todavía en fase de preventa, no alcanzando aún el número de minutas necesarias para activar el crédito promotor. Al mismo tiempo, Ciudadaris registra dos proyectos, Santa Elvira (Chiclayo) y Liberpark (San Miguel), cuya etapa de construcción se encuentra finalizada pero cuyos departamentos no se han vendido en su totalidad (46 departamentos por vender en los dos proyectos al 30 de abril de 2018, de un total de 187). Es importante mencionar que, al analizar la viabilidad de los proyectos, todos serían rentables para la Compañía, a excepción de Santa Elvira, en vista de una demanda judicial sobre el terreno adquirido en donde se desarrollaron dos etapas de dicho proyecto.

Con relación a la evaluación anterior, Equilibrium ya no considera dentro de los sustentos de la clasificación asignada la estructura misma del Bono Corporativo, la misma que estipula la constitución de un Fideicomiso a fin de recibir los flujos dinerarios producto de las utilidades a obtenerse por la ejecución y desarrollo del Proyecto Like,

estando condicionado el Fideicomiso al pago previo de todas las obligaciones que mantiene Ciudadaris con la entidad financiera que le brindó el fondeo para la ejecución de dicho Proyecto, así como la terminación completa de la obra, validado en el informe de supervisión respectivo. El hecho que Equilibrium ya no pondere la estructura dentro de las fortalezas del instrumento financiero clasificado guarda relación con la demora en el desembolso del crédito promotor por parte de la entidad financiera, el mismo que si bien se activó en el mes de marzo del presente ejercicio, constituye una desviación importante respecto a las proyecciones de ventas armadas por Ciudadaris al momento de estructurar las dos Series de Bonos Corporativos dentro de la Primera Emisión, situación que guarda relación con la desaceleración exhibida en el sector. Lo anterior ha conllevado a que Ciudadaris presente nuevas proyecciones, las mismas que varían respecto a las analizadas por Equilibrium en el mes de noviembre de 2017, conllevando a que la culminación y entrega del Proyecto Like supere la fecha de redención de las Series A y B de Bonos Corporativos, con lo cual, por los desfases en los tiempos, no se estaría constituyendo el Fideicomiso. Esto último, ha conllevado a que el Comité de Clasificación de Equilibrium ponga la categoría B.pe asignada a la Primera Emisión de Bonos Corporativos de Ciudadaris bajo presión. La permanencia de la clasificación dependerá del plan de contingencia que la Compañía viene gestionando, toda vez se encuentra negociando un prepago parcial de los Bonos Corporativos por aproximadamente US\$500 mil, fondeo que busca obtener a través de terceros (*Friends and Family*, un fondo de inversión o de inversionistas que acepten garantías de bienes futuros). Posteriormente, en una segunda etapa, previo a la redención de las Series A y B de Bonos Corporativos, Ciudadaris estaría negociando, en función de los fondos con los que cuente el Proyecto Like y, habiendo pagado a la

entidad financiera el fondeo para el Proyecto, la liberación anticipada de recursos por parte del Banco Sponsor. Pondera igualmente de forma negativa hacia la categoría de riesgo asignada el hecho de encontrarse Ciudaris registrada en las centrales de riesgo como CPP (con Problemas Potenciales), calificación asignada por el Banco de Crédito del Perú que viene financiando el Proyecto Santa Elvira, en línea con las reprogramaciones en la cancelación de los créditos promotores de dicho proyecto. Finalmente, a la fecha Ciudaris mantiene como principal reto lograr una estructura financiera que calce con la gene-

ración de ingresos, toda vez que, si bien a la fecha mantiene diversos proyectos inmobiliarios que en su mayoría proyectan ser rentables, mantiene un descalce importante respecto a los flujos del Proyecto Like y a las amortizaciones de las series A y B de Bonos Corporativos, lo cual afectará la constitución del Fideicomiso para el repago de las Series mencionadas. En línea con lo anterior, Equilibrium se mantendrá atento a las acciones que tome Ciudaris en los siguientes meses a fin de hacer frente a este descalce, comunicando al mercado, de manera oportuna, cualquier cambio en la categoría de riesgo asignada.

Factores Críticos que Podrían Llevar a un Aumento en la Clasificación:

- Reconocimiento de ingresos producto de los proyectos que se encuentran en ejecución que deriven en la reversión del EBITDA y patrimonio negativos, mostrando consistencia en el tiempo.
- Aporte patrimonial del accionista que contribuya a mejorar los indicadores de solvencia de Ciudaris.
- Indicadores de cobertura de gastos financieros y servicio de deuda por parte del Emisor por encima de 100%, sumado al cambio en la calificación de riesgo CPP en las centrales de riesgo a Normal.
- Constitución de garantías adicionales que respalden la Primera Emisión de Bonos Corporativos de Ciudaris.

Factores Críticos que Podrían Llevar a una Disminución en la Clasificación:

- Menor velocidad de ventas del Proyecto Like que no permita cumplir con lo establecido en el nuevo modelo financiero proporcionado por la Compañía, generando un riesgo hacia el repago de las obligaciones de la Primera Emisión de Bonos Corporativos.
- El no definir un Plan de Contingencia con fechas y acciones específicas que permitan hacer frente al descalce de plazos de los flujos del Proyecto Like y las fechas de amortización de las Series A y B contempladas en la Primera Emisión de Bonos Corporativos.
- Cualquier evento de riesgo relacionado a la etapa de construcción del Proyecto Like que no permita cumplir con los avances de obra en los tiempos estimados de acuerdo a la última valorización.

Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:

- Ninguna.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

Ciudaris inició sus operaciones en Lima el 7 de setiembre de 1999, dedicándose al desarrollo de proyectos inmobiliarios, presentando a su vez servicios relacionados a las profesiones de arquitectura, ingeniería y derecho, como consultores, asesores, proyectistas y constructores, según lo establece su estatuto social. La Compañía, a través de su Grupo Económico, se encuentra integrada en toda la cadena del negocio que va desde el diseño del proyecto, la venta, el gerenciamiento, la construcción y la post venta. En su calidad de desarrolladora inmobiliaria, Ciudaris adquiere terrenos, posteriormente gestiona el saneamiento del mismo, instala servicios básicos y realiza la construcción.

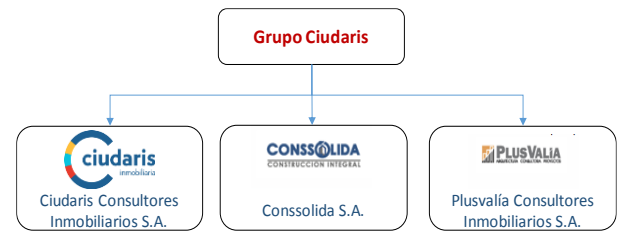
A lo largo de su vida operativa, la Compañía ha desarrollado y entregado 23 proyectos inmobiliarios propios en Lima, así como 15 proyectos para terceros, los cuales incluyen el servicio de la construcción. Del total de los proyectos desarrollados por Ciudaris, la mayor parte corresponde a unidades de vivienda, mientras que, en el mercado de oficinas, destacan dos edificios ubicados en los distritos de Surco y San Isidro.

Como hecho de importancia del periodo, la Compañía realizó el pago de la segunda cuota de intereses anuales de la Serie A de la Primera Emisión de Bonos Corporativos por US\$1.150 millones.

Otro hecho de relevancia lo constituye el avance del Proyecto Like, toda vez que, en el mes de marzo de 2018, se cumplió con el número de preventas en minutas de acuerdo a lo acordado con el Banco Promotor (BBVA Banco Continental), aunque desfasado respecto a las proyecciones de la Compañía producto de la desaceleración misma del sector. En línea con lo anterior, según informe de valorización N° 2, la construcción tiene un atraso de 0.07%, teniendo un avance programado de 3.43% frente al ejecutado de 3.36%, de acuerdo al nuevo cronograma. En este sentido, resulta importante señalar que la fecha estimada de culminación de la obra pasó de 12 a 14 meses, según lo mencionado en el informe de valorización, manteniendo como nueva fecha de culminación del Proyecto Like el mes de febrero de 2019. Este nuevo cronograma no permitirá a Ciudaris disponer de los fondos del Proyecto Like en el plazo en el que se deberán amortizar las Series A y B de los Bonos Corporativos emitidos. En este sentido, a la fecha Ciudaris se encuentra definiendo diversas alternativas a fin de mitigar dicho riesgo, entre ellas realizar un prepagó parcial, aunque a la fecha no dispone de la caja suficiente, estando esto último condicionado a través de la obtención de fondeo con terceros.

Grupo Económico

Ciudaris forma parte de un grupo de tres empresas, cuyo fundador y accionista principal ocupa también la Gerencia General.



Fuente: Ciudaris

Las empresas que forman parte del Grupo Económico se detallan a continuación:

- **Conssolida S.A.**

Es la empresa constructora del Grupo. Se constituyó en el 2013, brindando servicio de construcción tanto a Ciudaris como a terceros. Mantiene como accionista a Ricardo Arbulú Soto con 99.00%. Cuenta para el desarrollo de sus operaciones con el ISO 9001 en construcción de obras civiles, edificios multifamiliares, oficinas e infraestructura educativa y comercial.

Al 31 de diciembre de 2017, la constructora registra activos por S/12.26 millones, ingresos por S/36.94 millones y una pérdida neta de S/524 mil. Asimismo, registra resultados acumulados por S/1.11 millones (incluye la utilidad del 2017).

- **Plusvalía Consultores Inmobiliarios S.A.**

Se constituyó en el 2008 para dedicarse a la asesoría y desarrollo de proyectos de inversión inmobiliaria, con experiencia en proyectos de vivienda multifamiliar y oficinas. Realiza estudios de factibilidad y proyectos arquitectónicos a empresas promotoras, constructoras, entidades financieras y personas naturales. Plusvalía es accionista de Ciudaris con 51.42% de participación y a la vez es subsidiaria directa de esta última.

Composición Accionaria, Directorio y Plana Gerencial

El Accionariado, Directorio y Plana Gerencial de la Compañía se presentan en el Anexo II del presente informe.

Cabe señalar que la estructura de Ciudaris corresponde a una empresa familiar, careciendo de políticas establecidas a fin de cumplir con estándares de Buen Gobierno Corporativo, a pesar de los avances realizados en los últimos periodos en esta materia. A la fecha de análisis, la Compañía cuenta con un Director Independiente, de acuerdo a lo señalado por la Gerencia de la Compañía.

Proyectos Inmobiliarios

A lo largo de su vida operativa, Ciudaris ha terminado y entregados 23 proyectos propios, los mismos que se detallan en el Anexo III del presente informe.

Al 31 de diciembre de 2017, Ciudaris registra tres proyectos en desarrollo, los mismos que están dirigidos principalmente a un Nivel Socioeconómico B de la población, habiéndose culminado dos proyectos respecto al análisis anterior. En este sentido, es preciso indicar que la Compañía ha ido adecuando su oferta a la evolución del mercado inmobiliario, desarrollando actualmente sus principales proyectos en Lima en los distritos de Jesús María y

San Miguel, en la zona denominada Lima Moderna y en Barranco.

Por el lado de los proyectos de Ciudadaris, Liberpark y Santa Elvira II culminaron obra en diciembre 2017 y en el mes de enero de 2018, respectivamente, mientras que el Proyecto Like inició la etapa de construcción en el mes de setiembre de 2017, según lo comunicado por la Compañía a nivel de obras menores, mientras que Ser-K II y Shine se encuentran en preventa y esperan iniciar construcción en el presente ejercicio. A continuación, se describen los proyectos señalados anteriormente:

Proyecto Santa Elvira – Segunda Etapa

La Segunda Etapa del Proyecto, ubicado en el departamento de Lambayeque, se encuentra situada en la Urbanización Patazca, sobre el conjunto Residencial Santa Elvira. Este Proyecto formaba parte inicialmente de un desarrollo inmobiliario de Cuatro Etapas; sin embargo, la Compañía decidió proceder con la venta de los terrenos correspondientes a la Tercera y Cuarta Etapa. La Segunda Etapa se culminó en el mes de enero del presente ejercicio. El Proyecto consta de 108 departamentos (32 en la primera etapa y 76 en la segunda) con un precio de venta que va desde S/150,000, habiéndose vendido 32 departamentos en la Primera Etapa y 46 en la Segunda Etapa al 30 de abril del presente ejercicio.

La inversión para el desarrollo de la Segunda Etapa del Proyecto es de US\$4.28 millones, la misma que viene desarrollándose a través de una Asociación en Participación con los Fondos de Inversión Terranum Perú IV LP (58.12% de participación) y Terranum Capital Colombia I S.A.S. (8.51%), siendo financiado por el Banco de Crédito del Perú (Banco Sponsor). Con este fin, se ha constituido un fideicomiso en administración y garantía, siendo los bienes fideicometidos los terrenos sobre los cuales se desarrollan los proyectos, obras de habilitación urbana, el proyecto, unidades inmobiliarias, estacionamientos, áreas comunes, pólizas de seguro e intangibles.

Es importante mencionar que, el 10 mayo de 2016, la Compañía fue notificada de una demanda de nulidad de acto jurídico por parte de la Beneficencia Pública de Chiclayo respecto de la compraventa del terreno donde se desarrolla el proyecto. Según la opinión de los abogados de Ciudadaris, dicha demanda sería desestimada por el Poder Judicial, pues el inmueble no mostraba problemas judiciales en Registros Públicos al momento de su adquisición, siendo la Compañía tercero de buena fe. Adicionalmente, la demanda habría sido presentada de forma extemporánea, habiéndose cumplido el plazo de prescripción el 10 de junio de 2017. A la fecha del presente informe, el proceso se encuentra en etapa postulatoria.

En línea con la lentitud en la velocidad de ventas de dicho Proyecto, la Compañía fue calificada en las centrales de riesgo como CPP (Con Problemas Potenciales) por parte del Banco de Crédito del Perú. En este sentido, según lo señalado por la Gerencia de Ciudadaris, ya no desarrollarán la Tercera y Cuarta etapa del Proyecto, sino que venderán el terreno que queda, lo cual esperan se concrete en el transcurso del presente ejercicio. Con los recursos provenientes de la venta se cancelaría el préstamo con el Banco de Crédito del Perú.

Liberpark

Dicho Proyecto, ubicado en el distrito de San Miguel, se culminó en el mes de diciembre de 2017. El mismo consta de 20 pisos y dos sótanos con 78 departamentos, con precios desde S/296,500. Al 30 de abril de 2018, han vendido 65 unidades, considerando tanto minutas como arras. El Proyecto, cuya inversión asciende a US\$2.93 millones, está siendo financiado por el BBVA Banco Continental y se desarrolla bajo un contrato de Asociación en Participación con Inmobiliaria Italia, quien participa con 40% de aporte y 30% de utilidades.

Proyecto Ser-K – Segunda Etapa

Este proyecto está ubicado en el Distrito de Barranco. La Segunda Etapa se encuentra actualmente en preventa, estimándose que la etapa de construcción se inicie en el mes de junio de 2018, según información proporcionada por la Gerencia. El mismo consta de dos torres de 14 y 20 pisos, con un total de 193 departamentos y precios desde S/236,000. Al 30 de abril de 2018, han vendido 25 unidades. Cabe mencionar que, dentro de la Primera Etapa ya culminada, han vendido los 136 departamentos del proyecto.

La inversión en la Segunda Etapa de Ser-K asciende a US\$18.4 millones y se está financiado con el Banco Internacional del Perú. Al igual que en la Segunda Etapa de Santa Elvira, el Proyecto se desarrolla en Asociación en Participación con Terranum Perú IV LP y Terranum Capital Colombia I S.A.S. con participaciones de 58.12% y 8.51%, respectivamente. Para este fin, se ha constituido un fideicomiso en administración y garantía, siendo los bienes fideicometidos los terrenos, intangibles y obras de habilitación urbana.

Proyecto Shine

El Proyecto se encuentra ubicado en el distrito de San Miguel, cerca del Centro Comercial Plaza San Miguel y del Open Plaza, de diversas instituciones educativas (PUCP, UPC, Zegel IPAE, entre otras), de zonas de entretenimiento como el Parque de las Leyendas y cerca además del Aeropuerto Internacional Jorge Chávez. Actualmente se encuentra en etapa de preventa (desde mayo de 2017), estimándose el inicio de la obra, cuya inversión es de US\$11.99 millones, para el mes de julio de 2018, según información proporcionada por la Gerencia.

El proyecto consta de una torre de 20 pisos con 148 departamentos, con un precio que va desde S/203,500. Al 30 de abril de 2018, se tienen preventas por 31 departamentos. La institución financiera que acompañará el proyecto es el BBVA Banco Continental.

Proyecto Like

El Proyecto está ubicado en el distrito de Jesús María, en Jirón Miller 1000, esquina con la avenida Cuba. Inició construcción en el mes de setiembre de 2017. El Proyecto consta de 17 pisos, con un total de 133 departamentos, una inversión total estimada de US\$12.54 millones y precios que van desde S/235,500. Durante el mes de octubre de 2017, se firmó el contrato con el BBVA Banco Continental como Banco Sponsor del Proyecto. Lo anterior incluye una línea promotora que se activó en el mes de marzo de 2018, una vez se cumplió con varios requisitos, entre los que se encuentran un nivel mínimo de pre-

ventas de 39 unidades por un total de S/14.42 millones, lo que permitió un primer desembolso producto de preventas. Se debe mencionar que, la fecha estimada de culminación de la obra es febrero de 2019, mientras que, la fecha de entrega se proyecta para el mes de marzo de 2019, ambas desfasadas respecto a las proyecciones recibidas por Equilibrium en el mes de noviembre de 2017.

Mercado y Competencia

El mercado al que se dirige Ciudadaris, y en el que están ubicados la mayor parte de sus proyectos vigentes (Like, Shine y Serk II), así como los ya entregados, es el denominado mercado habitacional de Lima Moderna¹, el mismo que está conformada por los distritos de Jesús María, Lince, Magdalena del Mar, Pueblo Libre, San Miguel y Surquillo, lo cual guarda relación con el Nivel Socio Económico B al que se dirige la Compañía. En este sentido, los proyectos en desarrollo de Ciudadaris están localizados en Jesús María, San Miguel ubicados en Lima Moderna y en Barranco.

Durante el ejercicio 2017, según el Informe de Situación Inmobiliaria 2017 del BBVA Research Perú, el mayor número de unidades vendidas se dio en el segmento de precios medios y en los distritos de la zona norte de Lima, Jesús María, Callao, Chorrillos y Barranco. Asimismo, cabe destacar que Jesús María es el distrito que tuvo una mayor variación, pasando el metro cuadrado de costar US\$1,517 a US\$1,615, lo cual representa un aumento de 6.5%.

Por el lado de los proyectos más destacados en el mercado de vivienda en el Distrito de Jesús María, se encuentran Nesta, Level, Like, Edificio Parque Alameda, Emotions, Casa Blanca, Zentro, Centris, entre otros.

ANÁLISIS FINANCIERO

Resulta importante señalar que, en el ejercicio 2016, Ciudadaris aplicó por primera vez las Normas NIIF, generando un ajuste en los Estados Financieros correspondiente al ejercicio 2015. De esta manera, el patrimonio se ajustó de S/4.72 millones a S/2.56 millones, los activos de S/72.91 millones a S/70.99 millones, mientras que, por el lado de resultados, la pérdida neta aumentó al pasar de S/4.26 millones desde S/4.52 millones registrados anteriormente.

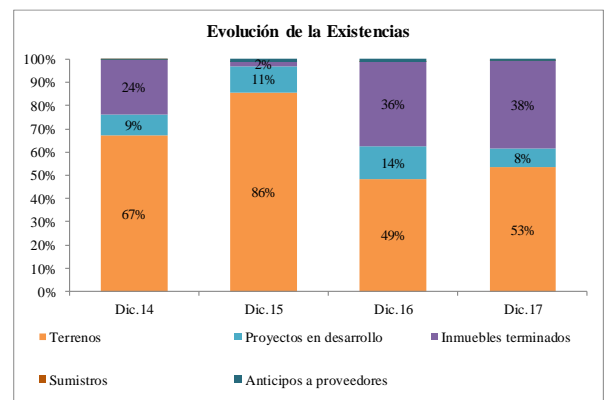
Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2017, los activos de Ciudadaris ascienden a S/92.39 millones, exhibiendo una disminución a lo largo del ejercicio 2017 de 12.46%.

El activo corriente concentra el 77.91% del total al cierre de 2017, registrando una contracción de 15.26% producto principalmente del menor saldo de Existencias (-13.18%), así como los menores Fondos Restringidos (-27.94%) y en Caja y Bancos (-65.06%).

Las Existencias representan la partida más importante dentro del activo (65.91% del total), ascendiendo a S/60.89 millones al 31 de diciembre de 2017, la misma

que comprende terrenos, proyectos en desarrollo, inmuebles terminados, suministros y anticipos a proveedores. En ese sentido, se reduce proyectos en desarrollo, al culminarse Liberpark y ante la proximidad de la culminación de Santa Elvira Segunda Etapa, que concluyó en enero de 2018, a pesar del incremento en obras de los Proyectos Like gastos preoperativos en Shine. Asimismo, se reduce inmuebles terminados principalmente por el registro en ventas del Proyecto Ser K – Etapa I, a pesar del mayor saldo en Liberpark y en Santa Elvira. Cabe mencionar que se consideran terrenos a aquellos que serán utilizados en el curso corriente de las operaciones, los proyectos en desarrollo son aquellos que se espera concluir en los próximos 12 meses, mientras que los inmuebles terminados corresponden a aquellos con habilitación urbana disponibles para la venta y entrega.



Fuente: Ciudadaris/ Elaboración: Equilibrium

El saldo de Caja disminuye en 65.06% a lo largo del ejercicio 2017 al situarse en S/860 mil, tras utilizar parte de la misma en inversiones inmobiliarias. Por otro lado, forman igualmente parte del saldo de Efectivo y Equivalente, los fondos restringidos (S/6.46 millones) que corresponden a cuentas donde se depositan los flujos de efectivo recibidos de clientes a través del financiamiento bancario, los mismos que se van liberando a medida que avanza la obra, así como los fondos provenientes de fideicomisos de garantía y administración. En este sentido, los mismos se ajustan en el periodo de análisis en 27.94%, en razón de la culminación de obras en Liberpark, lo que permitió liberar recursos del Banco. Cabe destacar que, al primer trimestre del presente ejercicio, el efectivo y equivalente se incrementa hasta S/16.0 millones, de los cuales S/15.4 millones corresponden a fondos restringidos por preventas en Like, Shine y Serk II.

Por otro lado, las Otras Cuentas por Cobrar (3.30% del activo) se sitúan en S/3.05 millones, partida que registra impuestos por recuperar correspondientes al crédito fiscal por IGV y anticipo a proveedores, entre otros. Esta partida se incrementa en 27.55% a lo largo de 2017, como consecuencia del mayor crédito fiscal por los proyectos en desarrollo.

El activo no corriente concentra el 22.09% de los activos, registrando una reducción de 0.88% en el 2017, explicado principalmente por el menor saldo en propiedades de inversión que refleja una pérdida por valor razonable en los tres inmuebles que alquila la Compañía y por la menor atribución de pérdidas en el contrato en asociación con Inmobiliaria Italia por el Proyecto Liberpark que se

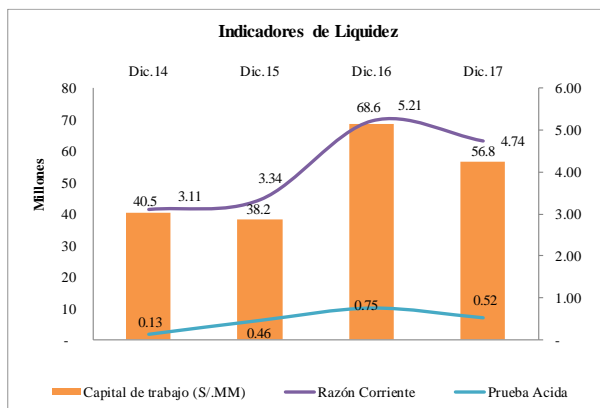
¹ Denominado así por la Cámara Peruana de la Construcción – CAPECO.

registran en Otras Cuentas por Cobrar (-0.35%), explicado por el reconocimiento de ingresos.

La segunda partida más importante dentro del activo corresponde a las Cuentas por Cobrar de Largo Plazo (10.39% del activo) al totalizar S/9.60 millones al 31 de diciembre de 2017, conformado principalmente por el saldo con relacionadas por S/8.96 millones asociado a cuentas por cobrar a Perú Ventures V Ltda. por S/8.77 millones e incluye principalmente la atribución de pérdidas generadas en los contratos de Asociación en Participación de los proyectos Santa Elvira (Chiclayo) y Ser-K (Barranco), mientras que S/189.40 mil corresponde a la atribución de pérdidas generadas en el contrato de Asociación en Participación por el proyecto Liberpark (San Miguel). Cabe mencionar que esta partida incluye igualmente un préstamo al accionista por S/645.88 mil.

Es relevante mencionar que la Compañía tiene una participación del 99.59% en Plusvalía Consultores Inmobiliarios, la misma que asciende a S/2.04 millones a la fecha de análisis.

En línea con la evolución de las cuentas del activo circulante, los ratios de liquidez se reducen durante el periodo de análisis, lo cual se refleja en la liquidez corriente que pasa de 5.21 en el 2016 a 4.74 veces al cierre de 2017. Sin embargo, considerando la liquidez ácida esta se reduce desde 0.75 a 0.52 veces, mientras que, de no considerar los fondos restringidos, la misma se ajusta al pasar de 0.20 a 0.09 veces a lo largo del ejercicio 2017.



Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

Cabe mencionar que el ciclo de conversión del efectivo mejora a la fecha de análisis, alcanzando 604 días, afectado por la menor rotación en días de los Inventarios en los últimos 12 meses, según se muestra en los indicadores financieros detallados al final del presente informe.

Estructura Financiera y Solvencia

Al 31 de diciembre de 2017, los pasivos de la Compañía superan los activos, lo cual se plasma en un patrimonio negativo que se encuentra presionado por las pérdidas netas registradas tanto al corte de análisis como en algunos ejercicios anteriores. En este sentido, al 31 de diciembre de 2017, Ciudadaris registra pasivos por S/98.31 millones, los cuales muestran una disminución de 8.02% en el ejercicio evaluado.

En línea con lo anterior, al 31 de diciembre de 2017, el pasivo corriente representa el 16.45% de los activos,

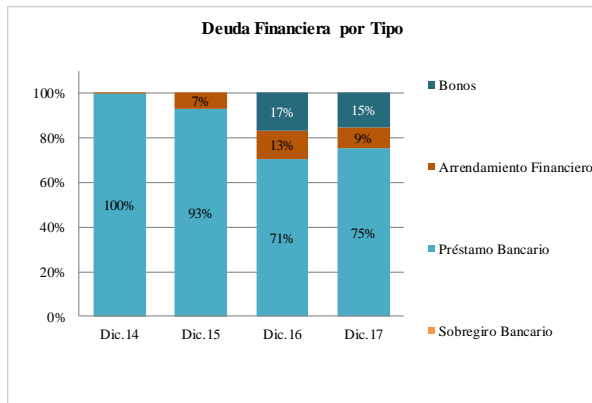
mostrando un retroceso de 6.76% en el 2017, la misma que se explica principalmente porque no se registran préstamos bancarios de corto plazo, a diferencia del ejercicio 2016, al activarse el crédito promotor del proyecto Like, pasando de corto a largo plazo con vencimiento en el año 2020. Asimismo, influye el menor saldo en Cuentas por Pagar Comerciales y Relacionadas (-26.41%) en línea con la culminación de la Primera Etapa del Proyecto Ser-K en Barranco, así como de Liberpark. No obstante lo anterior, crecen Otras Cuentas por Pagar a Terceros (+69.69%), producto de la toma de mayor fondeo con estos últimos.

Por el lado del pasivo no corriente, el mismo concentra las partidas más importantes del pasivo como son las Otras Cuentas por Pagar por Operaciones Conjuntas, Obligaciones Financieras y Anticipo de Clientes. La variación en el ejercicio 2017, se explica principalmente por el menor saldo en Anticipos de Clientes (-63.07%), variación que fue compensada parcialmente por el crecimiento en Obligaciones Financieras (+16.48%), así como en Otras Cuentas por Pagar a Terceros (+85.38%), partidas que registran principalmente préstamos a través de la modalidad *Friends and Family*, cuyos vencimientos van desde el mes de junio de 2018 a noviembre de 2019, estando garantizados con un pagaré.

Las Obligaciones Financieras se constituyen como la partida más significativa dentro del pasivo (38.09% del activo), alcanzando los S/35.19 millones al 31 de diciembre de 2017, seguida de Otras Cuentas por pagar por Operaciones Conjuntas con una participación de 34.83%, las mismas ascienden a S/32.18 millones y corresponden a una cuenta por pagar a Perú Ventures V Ltda y a Inmobiliaria Italia. Cabe mencionar que la devolución de los aportes en las Asociaciones en Participación derivará de los resultados de cada proyecto, independientemente del patrimonio de la empresa. Se suma a las partidas anteriores, Otras Cuentas por Pagar a Terceros con una participación de 14.17%, registrando un saldo de S/13.09 millones, de los cuales S/9.64 millones corresponden a préstamos *Friends and Family* (S/3.80 millones en el 2016).

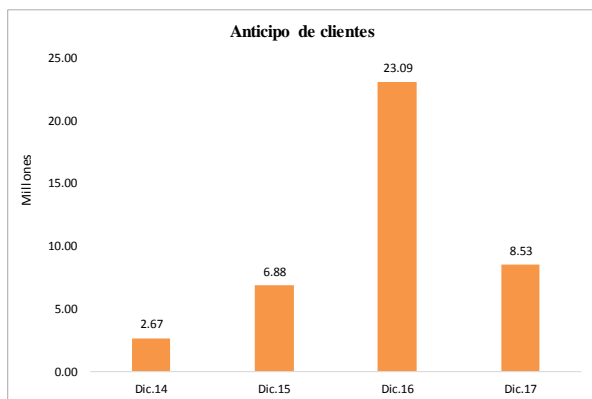
Por tipo de obligación, S/26.50 millones corresponde a financiamientos bancarios, S/5.40 millones a la Primera Emisión de Bonos Corporativos y S/3.30 millones a arrendamientos financieros. En este sentido, cabe mencionar que los préstamos bancarios para financiamiento de proyectos se encuentran garantizados mediante garantía hipotecaria sobre los terrenos de los proyectos en desarrollo.

Según lo indicado por la Gerencia, durante el presente ejercicio se ha cancelado la totalidad de la deuda bancaria que mantenían por el Proyecto Liberpark -culminado en diciembre de 2017- por un monto de S/5.09 millones y la totalidad de la deuda del terreno de Santa Elvira por un saldo de S/1.2 millones. Lo anterior ha permitido bajar la deuda bancaria que al 30 de abril de 2018 se sitúa en S/18.19 millones (S/26.50 millones en el 2017), mientras que los préstamos *Friends & Family* ascienden a S/10.53 millones. En esta línea, las obligaciones financieras (por financiamientos bancarios, leasing y bonos) se sitúan en S/26.11 millones al mes de abril del presente ejercicio (S/35.19 millones al cierre del ejercicio 2017).



Fuente: Ciudadaris/ Elaboración: Equilibrium

Los Anticipos de Clientes registran un saldo de S/8.53 millones y corresponden a los pagos recibidos de clientes durante el periodo de habilitación antes de la entrega del bien. Una vez entregado el inmueble, se procede a reconocer los Anticipos como ventas. En este sentido, al 31 de diciembre de 2017, dicha partida se reduce en 63.07% respecto al 2016, puesto que empezaron a reconocerse ingresos de la Primera Etapa del Proyecto Ser-K, de Santa Elvira Primera Etapa y de Liberpark, esto último a pesar del incremento en los Proyectos Shine y Like.



Fuente: Ciudadaris/ Elaboración: Equilibrium

Por el lado del patrimonio, al 31 de diciembre de 2017, el mismo registra un saldo negativo neto de S/5.92 millones, el mismo que se acentúa respecto al cierre de 2016, toda vez que se incorpora la pérdida neta del ejercicio 2017 de S/4.63 millones, lo cual se sustenta en los gastos incurridos asociados a los Proyectos Liberpark, Segunda Etapa Santa Elvira y Like, así como la etapa de preventas en los Proyectos Segunda Etapa Ser-K y Shine, cuyos ingresos y costos asociados a los Proyectos serán reconocidos una vez obtenida la conformidad de la obra respectiva y se vayan realizando las entregas de las unidades vendidas. Cabe precisar que los accionistas de la Compañía realizaron el último fortalecimiento del capital social en el ejercicio 2015, con la capitalización de los resultados del 2014 por S/1.00 millón.

Al corte de análisis, el patrimonio se ha reducido en una cantidad inferior a la tercera parte del capital pagado, siendo ésta una causal de disolución de acuerdo al Artículo N° 407 de la Ley General de Sociedades. No obstante, y de acuerdo a lo manifestado por la Gerencia de Ciudadaris, a la fecha cuenta con diversos proyectos en cartera que le permitirían reconocer ingresos en el 2018 y durante

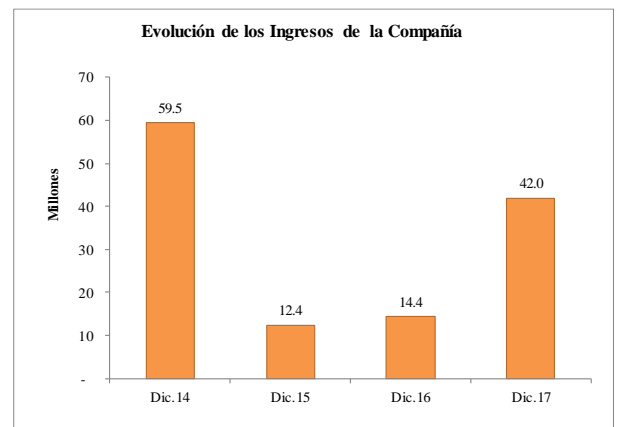
el 2019, proyectando revertir las pérdidas acumuladas en ese mismo año.

Respecto a los indicadores de solvencia de la Compañía, la palanca contable (pasivo / patrimonio) se ha mantenido históricamente alta producto de la necesidad de financiamiento de sus proyectos. Caso similar resulta al evaluar la palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA). No obstante, al corte de análisis, por presentar patrimonio y EBITDA negativos, contablemente tanto el pasivo como puntualmente la deuda financiera no cuentan con ninguna cobertura. Resulta relevante indicar nuevamente que en este tipo de negocio los ingresos por la venta de inmuebles se reconocen en el ejercicio en que se transfiere al comprador los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad mediante el acta de entrega. Asimismo, el costo de ventas de los inmuebles corresponde al costo de adquisición de los terrenos más los costos incurridos en la ejecución del proyecto inmobiliario y se reconocerán simultáneamente con el reconocimiento del ingreso. Lo anterior conlleva a que contablemente los resultados se vean ajustados en la medida que los inmuebles no se entreguen, toda vez que los gastos asociados a los proyectos se reconocen a medida que devengan y se registran en los periodos con los cuales se relacionan.

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

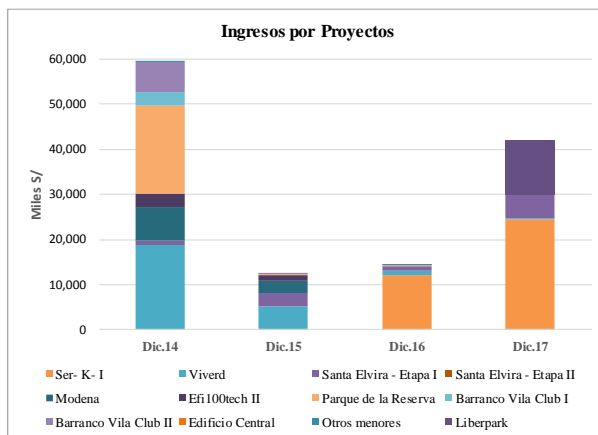
Al 31 de diciembre de 2017, Ciudadaris registra ingresos por S/41.95 millones, exhibiendo un incremento importante respecto al mismo periodo de 2016 (+191.24%), dado el reconocimiento de la venta de las unidades inmobiliarias de la Primera Etapa del Proyecto Ser-K (S/24.57 millones), Liberpark (S/12.00 millones) y Santa Elvira Primera Etapa (S/5.10 millones).

Lo señalado anteriormente se recoge en el margen bruto del negocio, el mismo que en términos absolutos se sitúa en S/7.80 millones (S/3.25 millones en el 2016), aunque, como proporción de las ventas netas, el mismo se ajusta al pasar de 22.56% a 18.59% entre ejercicios. Durante el 2018 se estarían reconociendo ingresos correspondientes a Santa Elvira Segunda Etapa que se concluyó en enero del presente ejercicio, adicionalmente a los ingresos que se generarán por otros proyectos terminados como Liberpark, Santa Elvira Primera Etapa y Serk Primera Etapa por un monto aproximado de S/24 millones, mientras que, en el 2019, se estarían reconociendo ingresos por S/90.00 millones, según estimaciones de la Compañía.



Fuente: Ciudadaris/ Elaboración: Equilibrium

Los ingresos por proyecto se detallan a continuación:



Fuente: Ciudadaris/ Elaboración: Equilibrium

En relación a los gastos de administración, al 31 de diciembre de 2017, los mismos se incrementan en 2.13%, mientras que los gastos de ventas se incrementan en 28.37% en relación al mismo periodo del ejercicio 2016. Respecto a los gastos de administración, los mismos se incrementan producto de un mayor pago de servicios prestados por terceros, tributos y depreciación, mientras que los gastos de ventas presentan un incremento debido al inicio de la etapa de preventas en tres proyectos Segunda Etapa Ser-K, Like y Shine, que incluyen gastos por el lanzamiento de las campañas publicitarias para lograr las preventas exigidas por el Banco Sponsor de los proyectos. De este modo, al 31 de diciembre de 2017, si bien el resultado operativo todavía arroja pérdidas, la misma se reduce respecto al mismo periodo de 2016 al pasar de S/6.18 millones a S/2.86 millones.

Al 31 de diciembre de 2017, los gastos financieros de Ciudadaris alcanzan S/1.41 millones, de los cuales los intereses de obligaciones financieras ascendieron a S/1.08 millones, entre otros, reflejando a nivel agregado un retroceso de 2.38% al pasar de S/1.44 millones a S/1.41 millones, lo que se explica en la cancelación de la deuda generada por la Primera Etapa del Proyecto Ser-K, así como por la menor deuda del proyecto Santa Elvira al cancelarse la alícuota del terreno por la Tercera Etapa del Proyecto. Asimismo, cabe destacar que, en aplicación de las Normas NIIF a partir del ejercicio 2016, mientras los proyectos se encuentran en desarrollo se registra en la partida Existencias intereses capitalizables, como es el caso del Proyecto Like. En este sentido, los intereses capitalizados ascendieron a S/4.74 millones en el 2017 (S/2.82 millones en el 2016).

Por el lado del resultado por valor razonable de propiedades de inversión, estos alcanzan un ajuste negativo de S/231.0 miles a diferencia del año 2016, en que la cuenta alcanza S/1.50 millones. En esa misma línea también se ajusta la partida atribución de resultados en Asociación en Participación que alcanza una pérdida de S/72.82 miles a diferencia de una utilidad de S/1.09 millones en el año 2016.

La Compañía registra igualmente Otros Ingresos por S/1.02 millones, los mismos que corresponden a las rentas provenientes de los alquileres de tres oficinas administrativas por S/335.19 miles, recupero de siniestros por

S/542.79 miles e ingresos por servicios de administración por S/144.62 miles. Por el lado de los gastos diversos se registran penalidades y desvalorización de existencias por el terreno de Santa Elvira por S/1.58 millones.

Al incorporar a la pérdida operativa los gastos financieros, otros ingresos diversos (neto) y la atribución de resultados de las Asociaciones en Participación, entre otros menores, Ciudadaris registra una pérdida de S/4.63 millones.

En cuanto a la generación de la Compañía, medida a través del EBITDA, la misma se ubica en terreno negativo con S/2.71 millones, aunque menor al EBITDA negativo de S/6.04 millones registrado al cierre del ejercicio 2016. Se debe indicar que los proyectos de habilitación urbana y de vivienda están sujetos a altas necesidades de capital de trabajo. En este sentido, por el lado del Flujo de Caja Operativo, el mismo resulta igualmente negativo en S/5.31 millones al 31 de diciembre de 2017 (negativo en S/7.12 millones en el mismo periodo de 2016).

PRIMER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS CIUDARIS

En Junta General de Accionistas de fecha 12 de octubre de 2015, se aprobó la toma de financiamiento a través del Mercado Alternativo de Valores, para lo cual se gestionaría la inscripción de un Primer Programa de Bonos Corporativos de hasta S/20.0 millones, el mismo que contaría con un Fideicomiso de Administración y Garantía en respaldo de las obligaciones contraídas en virtud de cada una de las emisiones por realizar.

En relación con la estructura del Fideicomiso (ver detalle en el Anexo V del presente informe), se trata de un Fideicomiso Condicionado de Flujos, en el cual los ingresos destinados al pago de los Bonos Corporativos estarán conformados por los flujos dinerarios del Proyecto luego de liquidar los adeudos al Banco Sponsor establecidos en el Convenio Marco². De esta manera, los importes que se obtengan en la ejecución y desarrollo de los proyectos serán destinados en primer orden al pago del financiamiento que otorgue el Banco Sponsor del Proyecto, encontrándose el pago de los Bonos subordinado a dichos financiamientos.

Por el lado de la administración de los recursos del Fideicomiso, el contrato establece que, una vez abierta la Cuenta Recaudadora, del 100% de los flujos dinerarios o remanentes de hipotecas transferidas a dicha cuenta, se debía destinar el 60% a la Cuenta Pagadora hasta cubrir la Cuota para el pago de los Bonos Corporativos, mientras que el 40% restante sería utilizado para cubrir el pago de los tributos que se adeuden en relación a los Bienes Fideicomitados, los costos y gastos que se generen como consecuencia de la constitución, administración y defensa del Fideicomiso para cubrir la retribución que pudiera estar adeudando al Fiduciario, mientras que el remanente se depositaría en la Cuenta Destino Fideicomitante. No obstante, de no acreditarse en la Cuenta Pagadora el mon-

²Lo cual será comunicado por el Fiduciario al Banco Sponsor, según términos del Anexo 4 del Contrato de Fideicomiso en Administración y Garantía.

to correspondiente al servicio de deuda de los Bonos Corporativos, seis meses antes el íntegro de los flujos sería transferido a la Cuenta Recolectora.

Primera Emisión de Bonos Corporativos

Como parte del acuerdo antes descrito, se inscribió y colocó durante el ejercicio 2016 la Primera Emisión de Bonos Corporativos por un total de US\$1.569 millones, correspondientes a las Series A y B (ver Anexo IV del presente informe para mayor información), la misma que se encuentra garantizada por un Fideicomiso de Flujos del Proyecto Inmobiliario Like, una vez que se hayan cancelado las obligaciones a favor del Banco Sponsor, de acuerdo a lo manifestado en la sección anterior.

El 09 de octubre de 2017, Ciudadaris comunicó al mercado, a través de un Hecho de Importancia, la firma del Contrato Marco Operativo con el BBVA Continental para el financiamiento del Proyecto Like. Se encuentra pendiente la suscripción del Documento Complementario del Fideicomiso, con lo cual recién podrá hacerse efectiva la transferencia fiduciaria al Fideicomiso. Por tanto, a la fecha del presente informe, el Fiduciario no ostenta la titularidad de los Bienes Fideicometidos, y el patrimonio del Fideicomiso no cuenta con flujos dinerarios, toda vez que estos entrarán al fideicomiso una vez haya concluido la obra y no haya acreencias con el Banco Sponsor según la estructura financiera de la emisión.

Desarrollo del Proyecto Like

Los flujos dinerarios de este proyecto servirán para pagar las dos Series de Bonos Corporativos emitidas bajo el marco del Primer Programa. La etapa de construcción asociado a este Proyecto se inició el 25 de setiembre de 2017, estimando que la misma culmine en setiembre de 2018, según hecho de importancia comunicado por la Empresa. No obstante, dicho Proyecto viene sufriendo varias ampliaciones señaladas en los Informes de Supervisión. En así que, en los últimos meses del ejercicio 2017, solo se avanzó con obras menores, habiéndose iniciado la etapa de construcción formalmente en el mes de enero de 2018, estimando la culminación en diciembre del presente ejercicio, según Informe de Supervisión N° 1 a cargo de la Empresa AENOR. No obstante, posteriormente el cronograma de obras se amplía a 14 meses en vez de 12, según Informe de Supervisión N° 2, siendo la nueva fecha de culminación de la obra febrero de 2018.

El Proyecto Like se encuentra ubicado en el distrito de Jesús María, en Jirón Miller 1000, esquina con Avenida Cuba, siendo positivo el hecho que se encuentre cerca de centros comerciales, supermercados, instituciones educativas, parques, zonas de entretenimiento, avenidas principales y a pocos minutos del Centro Financiero de San Isidro. No obstante, también es una zona que alberga oferta por parte de otros proyectos similares.

Las principales características del Proyecto se detallan a continuación:

Características Generales del Proyecto Like	
Área del Terreno	1,050 m ²
Ubicación	Av. Cuba N° 221,227,231,237 Esquina Jr. Mariscal Miller N° 1000,1030, MZ 27, LT 1, Urbanización Escuela de Agricultura distrito de Jesús María
Pisos	17
Departamentos	133
Estacionamiento	88

Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

El Proyecto tuvo un retraso en el inicio de obras, lapso en el cual se fue modificando el proyecto, incorporando dos pisos adicionales y reduciendo el área promedio por departamento, lo cual ha permitido aumentar el número de departamentos a ofertar al mercado. Los ingresos estimados del proyecto alcanzarían S/52.58 millones, monto de la garantía hipotecaria otorgada al BBVA Banco Continental para el otorgamiento de la Línea Promotora. El detalle del tipo de departamentos que ofrece el Proyecto, así como el área y precio promedio se muestra en el siguiente cuadro:

Características Departamentos Proyecto Like				
Tipo	Dormitorios	Dptos.	Área Promedio	Precio Promedio (*)
Flat	3	45	75.69 m ²	S/375,153
Flat	2	65	70.17 m ²	S/379,362
Flat	1	17	40.26 m ²	S/375,901
Duplex	3	3	75.69 m ²	S/454,217
Duplex	2	3	73.04 m ²	S/559,405

(*)No incluye costo de estacionamientos

Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

Por el lado de los costos estimados del Proyecto, los mismos ascenderían a S/41.3 millones, siendo el principal el relacionado a la construcción (S/25.4 millones), seguido del costo del terreno (S/7.7 millones), el cual ha sido financiado en parte con un préstamo bancario otorgado por el BBVA Banco Continental (S/3.5 millones) y el saldo con los recursos obtenidos a través de la colocación de los Bonos Corporativos. La Línea Promotora otorgada por el BBVA Banco Continental es por hasta S/13.2 millones a un plazo de 24 meses, dentro de la cual se establece un límite para la emisión de cartas fianza de hasta S/10.5 millones para garantizar la independización de las unidades inmobiliarias.

La estructura de costos y de financiamiento del Proyecto se muestra en el siguiente cuadro:

Concepto	Inversión (MM)	%	Aporte Ciudadaris	Pre Ventas	BBVA Continental
Terreno	S/7.7	19%	S/4.2	0	S/3.5
Gastos Directos Construcción	S/25.4	61%	S/2.5	S/9.6	S/13.2
Otros gastos	S/8.3	20%	S/3.5	S/4.8	0
Total	S/41.3	100%	S/10.3	S/14.4	S/16.7
			25%	35%	40%

Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

Para el otorgamiento del primer desembolso o activación del Crédito Promotor, se requiere el cumplimiento de

ciertos requisitos mínimos, entre los que se encuentra un nivel mínimo de preventas que debe ser equivalente al 35% de la inversión en el Proyecto (S/14.4 millones). Dicho nivel de ventas se alcanzó en el mes de marzo de 2018 según Informe de Supervisión N° 1, con 39 ventas (minutas), lo cual, sumado a la acreditación del aporte propio de Ciudadaris (S/10.26 millones), la presentación de la licencia de construcción definitiva, la póliza CAR, la póliza de seguro complementario de trabajo y la inscripción de la hipoteca en registros públicos, permitieron la liberaron recursos de las preventas para el avance de la obra, la misma que, al 30 de abril de 2018, presenta un avance de 6.37%, con un retraso de 0.36% respecto a lo programado.

Es importante indicar que, dado el retraso en alcanzar el nivel de preventas a nivel de minutas firmadas según las proyecciones iniciales enviadas por la Compañía, se ha extendido el plazo de culminación de la obra, lo cual no calza con la transferencia de los fondos del Proyecto Like para el pago de la Serie A de la Primera Emisión de Bonos Corporativos el 21 de enero de 2019 y de la Serie B el 12 de febrero de 2019, toda vez que es necesaria la conformidad de obra y cancelar en financiamiento con el Banco Promotor. Cabe indicar que ambas Series son Bullet, es decir se amortizan al final.

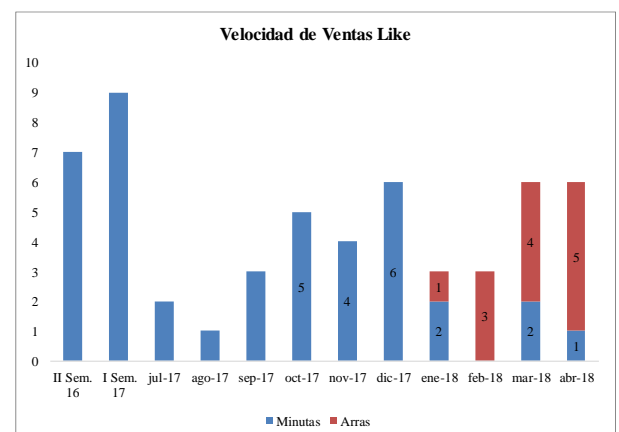
Ante este es escenario, la Compañía ha manifestado su interés en realizar un prepagado de aproximadamente US\$500 mil, para lo cual buscaría obtener financiamiento a través de *Friends and Family*, de un Fondo de Inversión, o de inversionistas que acepten como garantía bienes futuros. En una segunda etapa, en el último trimestre del año, en función de los fondos con los que cuente el Proyecto Like y habiendo pagado al Banco el financiamiento, se estaría solicitando la liberación anticipada de recursos.

Cabe mencionar que al no haberse constituido el Documento Complementario correspondiente a la Emisión de Bonos Corporativos realizada con respaldo del Proyecto Like, conforme al Anexo N° 1 del Contrato de Fideicomiso en Administración y Garantía, no se han establecido Eventos de Incumplimiento. Asimismo, si bien el Contrato hace referencia a una Notificación de Aceleración del Representante de los Obligacionistas al Fiduciario en caso de realice un evento de Incumplimiento, de acuerdo al Formato N° 2 del Contrato, se establece que se transferirían fondos de las cuentas del Fideicomiso, las mismas que no han sido constituidas. No obstante lo anterior, según lo indicado por la Gerencia de la Compañía, el

Documento Complementario se estaría constituyendo en los próximos días. Por otro lado, al primer trimestre de 2018, la Compañía ha cumplido con hacer los pagos anuales de intereses, enviando una declaración jurada de cumplimiento de Obligaciones al Representante de Obligacionistas que es Interbank. Según lo referido por la Compañía, se realizaría una adenda al Anexo N° 4 del Contrato de Fideicomiso, en el que se contemplaría la posibilidad de que el Banco promotor realice una liberación anticipada de fondos sin haberse dado la conformidad de obra, de manera de poder cumplir con las fechas de amortización de los Bonos.

La proyección del Flujo de Caja Operativo actualizado del Proyecto Like establece una velocidad de ventas de cinco unidades por mes hasta la culminación de la etapa de post venta, tanto para un escenario con prepagado como sin prepagado. Según las proyecciones se estaría culminando con la venta de los 133 departamentos en el mes de agosto de 2018 y no en marzo del mismo año, reflejando el sinceramiento en la velocidad de ventas.

Si bien el Proyecto Like proyecta ser rentable, la disponibilidad de los recursos provenientes del mismo para el pago de las Series A y B de Bonos Corporativos dependerá de la velocidad de ventas, la misma que se presenta a continuación, y a la aprobación por parte del Banco Sponsor del Proyecto de la liberación anticipada de los recursos:



Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

Al 30 de abril según Informe de Supervisión N° 3, se han vendido 47 departamentos (minutas), mientras que se cuenta con 8 arras, teniendo una venta total aproximada de 55 departamentos.

CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS S.A.

Re-expresados

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (En miles de Soles)	Dic. 14	Dic. 15	Dic. 16	Dic. 17
Caja Bancos	1,061	1,366	2,462	860
Fondos restringidos	1,248	5,287	8,957	6,455
Cuentas por Cobrar Comerciales	225	821	747	571
Otras Cuentas por Cobrar	2,114	1,216	2,391	3,050
Otras Cuentas por Cobrar Relacionadas	4,606	0	0	0
Existencias	50,245	45,624	70,131	60,889
Gastos Pagados por Anticipado	174	222	254	153
Total Activo Corriente	59,673	54,536	84,942	71,978
Otras cuentas por cobrar	489	8,254	9,635	9,601
Inversión en Subsidiaria	1,228	1,589	1,982	2,040
Propiedades de Inversión	2,135	4,038	5,539	5,308
Propiedades, Planta y Equipo	2,229	2,435	3,323	3,371
Intangibles	158	135	112	89
Total Activo No Corriente	6,239	16,451	20,591	20,408
TOTAL ACTIVOS	65,913	70,987	105,533	92,387
Sobregiros y préstamos de corto plazo	11,342	10,165	3,455	0
Cuentas por Pagar Comerciales	2,888	2,748	6,752	5,975
Otras Cuentas por Pagar	4,591	2,383	4,986	7,896
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	365	1,017	1,109	1,329
Total Pasivo Corriente	19,185	16,313	16,303	15,200
Obligaciones Financieras	10,351	11,648	29,074	33,865
Otras cuentas por pagar	25,937	32,417	36,452	38,809
Anticipo de Clientes	2,666	6,885	23,088	8,525
Pasivo diferido por imp. Ganacias	0	1,163	1,961	1,907
Total Pasivo no Corriente	38,953	52,113	90,574	83,106
TOTAL PASIVO	58,139	68,426	106,877	98,306
Capital social	3,512	4,512	4,512	4,512
Excedente de Revaluación	880	1,137	1,814	1,866
Reserva Legal	112	702	702	702
Resultados Acumulados	-3,763	466	-3,790	-8,372
Resultado del Ejercicio	7,033	-4,256	-4,582	-4,627
TOTAL PATRIMONIO NETO	7,774	2,561	-1,345	-5,919
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	65,913	70,987	105,533	92,387

ESTADO DE RESULTADOS (En miles de Soles)	Dic. 14	Dic. 15	Dic. 16	Dic. 17
Ventas Netas	59,475	12,429	14,405	41,952
Costo de Ventas	-39,189	-9,729	-11,155	-34,152
Utilidad Bruta	20,285	2,700	3,250	7,799
Gastos de Administración	-6,695	-5,622	-5,519	-5,637
Gastos de Venta	-2,833	-4,101	-3,906	-5,014
Utilidad de Operación	10,758	-7,023	-6,176	-2,852
Ingresos Financieros	49	63	82	44
Gastos Financieros	-3,184	-1,346	-1,440	-1,406
Resultado por valor razonable de prop. Inv.	1,119	284	1,501	-231
Atribución de Resultados en asoc. en part.	-1,453	3,090	1,095	-73
Resultado por valor de part. patrimonial	0	-381	393	57
Otros Ingresos (Gastos) Neto	482	1,138	645	-556
Utilidad antes de Diferencia en Cambio	7,771	-4,175	-3,901	-5,017
Diferencia en cambio	-392	-8	-199	396
Utilidad antes de Impuesto a la Renta	7,378	-4,183	-4,100	-4,621
Impuesto a la Renta	-345	-73	-481	-6
Utilidad Neta	7,033	-4,256	-4,582	-4,627

CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS S.A.

Indicadores Financieros	Dic. 14	Dic. 15	Dic. 16	Dic. 17
SOLVENCIA				
Pasivo / Patrimonio Neto	7.48	26.72	N.A.	N.A.
Pasivo / Activo	0.88	0.96	1.01	1.06
Deuda Financiera Total / Pasivo	0.38	0.33	0.31	0.36
Deuda Financiera Total / Patrimonio	2.84	8.92	N.A.	N.A.
Pasivo Corriente / Pasivo	0.33	0.24	0.15	0.15
Pasivo No Corriente/ Pasivo	0.67	0.76	0.85	0.85
Deuda Financiera / EBITDA LTM	1.96	N.A.	N.A.	N.A.
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente (veces)	3.11	3.34	5.21	4.74
Prueba Ácida (veces)	0.13	0.46	0.75	0.52
Prueba Ácida Operativa (veces)	0.07	0.13	0.20	0.09
Activo Corriente / Pasivo	1.03	0.80	0.79	0.73
Liquidez Absoluta	0.06	0.08	0.15	0.06
Capital de Trabajo	40,488	38,223	68,639	56,778
GESTIÓN				
Gastos Operativos / Ventas	16.02%	78.23%	65.44%	25.39%
Gastos Financieros / Ventas	5.35%	10.83%	10.00%	3.35%
Rotación de Cuentas por Cobrar promedio (días)	2	15	20	6
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	54	199	48	92
Rotación de Inventarios (días)	553	1774	1868	691
Ciclo de Conversión de Efectivo (días)	501	1590	1840	604
RENTABILIDAD				
Margen Bruto	34.1%	21.7%	22.6%	18.6%
Margen Neto	11.82%	-34.24%	-31.81%	-11.03%
Margen Operativo	18.09%	-56.51%	-42.88%	-6.80%
ROAE *	232.70%	-82.36%	-753.47%	127.40%
ROAA *	9.45%	-6.22%	-5.19%	-4.68%
GENERACIÓN				
FCO	-16,847	2,371	-7,116	-5,312
FCO anualizado	-16,847	2,371	-7,116	-5,312
EBITDA	11,261	-6,852	-6,040	-2,708
EBITDA anualizado	11,261	-6,852	-6,040	-2,708
EBITDA anualizado ajustado ***	N.A.	N.A.	-5,465	-1,067
Margen EBITDA	18.93%	-55.13%	-41.93%	-6.46%
COBERTURAS				
EBITDA LTM / Gastos financieros	3.54	N.A.	N.A.	N.A.
EBITDA LTM / Servicio de deuda**	3.17	N.A.	N.A.	N.A.
FCO LTM/ Gastos financieros	N.A.	1.8	N.A.	N.A.
FCO LTM/ Servicio de deuda **	N.A.	1.0	N.A.	N.A.

* Indicadores Anualizados

**El Servicio de Deuda incluye la parte corriente de la deuda de largo plazo + los gastos financieros LTM

*** A partir del cierre del ejercicio 2016, los Estados Financieros se presentan de acuerdo a normas NIIF, conllevando a que se tengan que realizar ajustes al EBITDA y a los gastos financieros.

ANEXO I
HISTORIA DE CLASIFICACIÓN – CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS S.A.

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 30.06.17)*	Clasificación Actual (Al 31.12.17 y 31.0318)	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos Primera Emisión (Hasta por US\$2.0 millones)	B.pe	B.pe	Poseen capacidad de pago del capital e intereses en los términos y condiciones pactados, pero ésta es más variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios adversos en las condiciones económicas que la categoría inmediata superior.

*Sesión de Comité del 17 de noviembre de 2017.

** El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas cinco evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>

ANEXO II
ACCIONARIADO, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIA

Accionistas al 31.03.2018

Accionistas	Participación
Plusvalía S.A.	51.42%
Ricardo Arbulú Soto	48.09%
Felipe Echevarría Beteta	0.49%
Total	100%

Fuente: Ciudadaris

Directorio al 31.03.2018

Directorio	
Ricardo Arbulú Soto	Presidente
Lourdes del Pilar NuñezDanjoy	Director
Rocío Herrera Catalán	Director

Fuente: Ciudadaris

Plana Gerencial al 31.03.2018

Nombre	Cargo
Ricardo Arbulú Soto	Gerencia General
Rodolfo Namuche Reyes	Gerencia de Planeamiento y Control
Mariella Carillo Menendez	Gerente Comercial
Pilar NuñezDanjoy	Gerencia de Marketing
Natalie Hiyagon Hiraoka	Gerencia Legal
Jorge Cárdenas Zevallos	Gerencia de Operaciones

Fuente: Ciudadaris

ANEXO III
PROYECTOS EJECUTADOS Y TERMINADOS POR CIUDARIS

	Nombre Proyecto	Distrito	Tipo de Desarrollo	Inicio – Fin de la Obra	Monto de la Inversión US\$
1	Atahualpa	Miraflores	Departamentos	2002	232,389
2	Inclan	Miraflores	Departamentos	2002-2003	251,089
3	San Martin	Miraflores	Departamentos	2004	615,000
4	Vivenza	Miraflores	Departamentos	2004-2005	717,075
5	Dos de Mayo	Miraflores	Departamentos	2005-2006	940,326
6	Buena Vista I	Jesús María	Departamentos	2006-2007	1,295,784
7	San Felipe	Jesús María	Departamentos	2007-2008	3,160,064
8	Olavegoya	Jesús María	Departamentos	2008	2,121,386
9	Santa Cruz	Jesús María	Departamentos	2008-2009	3,614,026
10	Buena Vista II	Jesús María	Departamentos	2008-2009	4,943,530
11	Efi100tech I	Surco	Oficinas	2009-2010	1,677,240
12	Club House Castilla	Lince	Departamentos	2009-2010	6,065,906
13	Parque Ruiz	Breña	Departamentos	2010-2011	3,083,001
14	Central	San Isidro	Departamentos	2011	2,334,883
15	Barranco Villa Club	Barranco	Departamentos	2011-2013	10,771,268
16	Parque de la Reserva	Cercado	Departamentos	2013	5,177,010
17	Efi100tech II	San Isidro	Oficinas	2012-2013	3,768,359
18	Viverd	Pueblo libre	Departamentos	2013-2014	6,536,521
19	Modena	Barranco	Departamentos	2013-2014	3,349,255
20	Santa Elvira – Etapa I	Chiclayo	Departamentos	2014-2015	4,036,000
21	Ser K – Etapa 1	Barranco	Departamentos	2015-2016	12, 510,993
22	Liberpark	San Miguel	Departamentos	2017	6,888,852
23	Santa Elvira –Etapa II	Chiclayo	Departamentos	2016-2017	4'282,000

Fuente: Ciudadaris

ANEXO IV
RESUMEN DEL PRIMER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS CIUDARIS

Monto del Programa:	Hasta un monto máximo de S/20.0 millones o su equivalente en Soles
Fecha de Inscripción:	31 de diciembre de 2015
Plazo:	Hasta por seis años
Representante de los Obligacionistas:	Interbank
Monto Inscrito Primera Emisión:	Hasta por US\$2.0 millones
Monto Inscrito Segunda Emisión:	Hasta por S/6.0 millones
Garantías:	Se cuenta con una garantía genérica sobre el patrimonio y adicionalmente con una garantía específica. Los derechos de cobro y flujos dinerarios de titularidad de la empresa (una vez que se hayan cancelado las obligaciones a favor del Banco Promotor) derivados de las utilidades obtenidas en virtud del desarrollo de un determinado proyecto inmobiliario. Los derechos de cobro y flujo serán transferidos a un Fideicomiso de Administración y Garantía (Ver Anexo V).
Monto en Circulación:	US\$1.569 millones.

Fuente: SMV

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS

	Primera Emisión – Serie A	Primera Emisión - Serie B
Fecha de Inscripción:	19 de agosto de 2016	19 agosto de 2016
Monto Colocado:	US\$1.15 millones	US\$0.419 millones
Fecha de Colocación:	18 de enero de 2016	25 de agosto de 2016
Plazo:	3 años	900 días
Tasa:	7.50% fija anual	6.90620% fija anual
Pago de Intereses:	Anual	Anual
Amortización:	Al vencimiento (<i>bullet</i>)	Al vencimiento (<i>bullet</i>)
Fecha de Vencimiento	21 de enero de 2019	12 de febrero de 2019

Fuente: SMV

ANEXO V
RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DEL FIDEICOMISO

Fideicomitente	Ciudaris (i) Derechos Cobro. (ii) Flujos Dinerarios. (iii) Remanentes de Ejecución de Hipoteca. Los derechos de cobro son aquellos derechos de crédito consistentes en exigir, demandar y recibir el pago de todos los importes que le correspondan a Ciudaris por la ejecución y desarrollo de cada Proyecto luego que hayan cumplido las condiciones previstas en el respectivo Convenio Marco.
Bienes Fideicometidos:	Los Flujos Dinerarios, de acuerdo a lo indicado en el numeral 7.2 del Contrato de Fideicomiso, son aquellos que derivan de los remanentes del Proyecto conforme a la siguiente fórmula: $\text{Flujos Dinerarios} = 100\% \text{ Ingresos} - (\text{Inversión en Obra} + \text{Pago Financiamiento Banco Sponsor})$.
Convenio Marco:	Convenio Marco Operativo, Otorgamiento de Facilidades Crediticias y Constitución de Hipoteca, que deberá ser comunicado en el Documento Complementario, cuyo formato consta en el Anexo 1 del Contrato de Fideicomiso y en virtud del cual se determinarán los términos y alcances de cada Emisión respecto al Contrato de Fideicomiso
Proyecto:	Es cada uno de los proyectos inmobiliarios correspondientes a cada Emisión, de conformidad con lo establecido en el Documentos Complementario.
Documento Complementario	Es el documento en que se delinearán los términos y condiciones de cada emisión de acuerdo al contrato, cumpliendo con el Anexo 1 del contrato de Fideicomiso. En este sentido, la formalización de cada bien fideicometido se dará con ocasión de la suscripción del Documento Complementario correspondiente
Cuentas del Fideicomiso	Cuenta Recolectora y Cuenta Pagadora. El 100% de los Flujos Dinerarios o de los Remanentes de Ejecución de Hipoteca, según corresponda, deberán ser depositados o transferidos a la Cuenta Recolectora de acuerdo a cada Documento Complementario. Posteriormente, el Fiduciario destinará los fondos acreditados en dicha Cuenta Recolectora de la siguiente manera: <ul style="list-style-type: none"> • El 60% de los flujos acreditados en la Cuenta Recolectora serán transferidos a la Cuenta Pagadora hasta cubrir la Cuota Bonos (que de acuerdo con la cláusula segunda del Contrato de Fideicomiso es el monto que será determinado en el Documento Complementario que corresponda). • El 40% de los flujos acreditados en la Cuenta Recolectora serán utilizados para: cubrir los tributos que se adeuden en relación a los Bienes Fideicometidos; para cubrir los gastos y costos que se generen como consecuencia de la constitución, administración y defensa del Fideicomiso; para cubrir la retribución que pudiera estar adeudando al Fiduciario conforme al Convenio de Prestaciones; y el remanente, a la Cuenta Destino Fideicomitente. El numeral 9.1.3 de la cláusula décimo novena del Contrato de Fideicomiso señala que en caso no se acredite en la Cuenta Pagadora el monto de la Cuota Bonos seis (6) meses antes de la fecha de pago de la Cuota Bonos correspondiente a la respectiva Emisión, el íntegro de los Flujos Dinerarios y Remanentes de Ejecución de Hipoteca sean transferidos a la Cuenta Recolectora.
Evento de Incumplimiento	Son hechos, circunstancias o eventos que ocasionen las obligaciones garantizadas de acuerdo al Documento Complementario respectivo.
Depositario	Señor Ricardo Arbulú Soto. Es la persona con rango gerencial o directivo que a título gratuito- solidariamente con el Fideicomitente- custodia los bienes y derechos que conforman el Patrimonio Fideicometido.
Fideicomisarios	Los bonistas.
Fiduciario del Fideicomiso de Titulización:	Interbank.

Fuente: Ciudaris

© 2018 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecencial o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.