



# Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

## CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS S.A.

Lima, Perú

### Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 17 de noviembre de 2017

#### Contacto:

(511) 616 0400

Carmen Alvarado

Analista

[calvarado@equilibrium.com.pe](mailto:calvarado@equilibrium.com.pe)

Erika Salazar

Analista Asociado

[esalazar@equilibrium.com.pe](mailto:esalazar@equilibrium.com.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 2013, 2014, 2015 y 2016 de Ciudadaris Promotores Inmobiliarios S.A., así como Estados Financieros No Auditados al 30 de junio de 2016 y 2017. 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 otorgar 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 se sustenta en la estructura misma del Bono Corporativo, la cual estipula la creación de un Fideicomiso que percibirá los flujos dinerarios derivados de las utilidades a obtenerse por la ejecución y desarrollo del Proyecto Inmobiliario denominado Like (en adelante, Proyecto Like). Sobre este punto, es importante señalar que dicho fideicomiso se encuentra condicionado al pago previo de todas las obligaciones de Ciudadaris con la entidad financiera que le brindó el fondeo para el desarrollo del Proyecto mencionado anteriormente, así como la terminación completa de la obra validado en el informe de supervisión respectivo. Dentro del análisis realizado, tomó especial relevancia el calce en plazos entre las obligaciones contraídas y el desarrollo del Proyecto Like. En este sentido, cabe mencionar que la ejecución de dicho Proyecto se encuentra retrasada respecto a los tiempos estimados al momento de la colocación de las dos Series de Bonos Corporativos contempladas dentro de la Primera Emisión (enero y agosto de 2016), situación que se sustenta en la desaceleración del sector inmobiliario, plasmada en una menor velocidad de ventas respecto a ejercicios anteriores, a lo cual se suma la oferta existente de otros proyectos inmobiliarios en la misma zona y la demora en la obtención de ciertos permisos Municipales. Lo señalado anteriormente conllevó a que recién en el mes de setiembre del

### Instrumento

Bonos Corporativos

### Clasificación\*

(nueva)  
B.pe

presente ejercicio se dé inicio a la etapa de construcción, de acuerdo a lo manifestado por Ciudadaris mediante Hecho de Importancia, lo cual va de la mano con el aumento en el número de minutas firmadas (29, correspondiente a S/10.84 millones a la fecha de presente informe) y reservas efectuadas por compradores potenciales (12 arras por S/4.54 millones), esperando que esto último le permita alcanzar un nivel de preventa de S/14.42 millones (a través de minutas) que es el mínimo exigido por el Banco Sponsor (BBVA Continental) para realizar el primer desembolso para la ejecución del Proyecto, el mismo que, según las proyecciones remitidas por la Compañía, se tiene estimado se concrete en el presente mes de noviembre. De cumplirse lo anterior, y suponiendo una velocidad de preventas determinada establecida por Ciudadaris que aumenta una vez se inician las obras, permitiría -según las proyecciones analizadas- cumplir con las amortizaciones de las dos Series de Bonos Corporativos emitidas (vencimientos en enero y febrero de 2019) dentro del plazo estimado inicialmente.

Se ponderó igualmente dentro de la clasificación asignada la capacidad de Ciudadaris para hacer frente a sus obligaciones financieras en un escenario sensibilizado en donde los flujos estimados del Proyecto Like no calcen con los vencimientos de las Series de Bonos Corporativos emitidos. En este sentido, a la fecha de análisis el soporte que le otorga la Compañía es débil, toda vez que la misma registra indicadores financieros ajustados e inclusive el patrimonio neto y el EBITDA son negativos. Esto último recoge el hecho que a la fecha Ciudadaris mantiene cinco proyectos inmobiliarios en cartera, de los cuales dos se encuen-

tran en etapa de ejecución: Santa Elvira Segunda Etapa (Chiclayo) y Liberpark (San Miguel), los mismos que iniciaron construcción en el mes de enero de 2017 y se esperaba que terminen obras hacia fines de año. Asimismo, el Proyecto Like (Jesús María) acaba de iniciar la etapa de construcción, mientras que Ser-k Segunda Etapa y Shine se encuentran en preventas. Asimismo, cuenta con Ser-k Primera Etapa, obra ya terminada y en etapa de postventa (departamentos con entrega inmediata). Cabe indicar que los proyectos señalados anteriormente vienen con una velocidad de ventas más baja al esperado producto de la desaceleración misma del sector, aunque se espera que permitan a la Compañía reconocer ingresos a partir del cierre del presente ejercicios en adelante. Es importante mencionar que, al analizar la viabilidad de los mismos, todos proyectan ser rentables a excepción de uno de ellos que a la fecha mantiene una demanda judicial sobre el terreno adquirido. Es importante tomar en consideración igualmente que en una empresa inmobiliaria contablemente los ingresos y costos asociados a las ventas de inmuebles se reconocen recién en el ejercicio en el que se transfiere al comprador los riesgos y beneficios inherente a la propiedad mediante el acta de entrega, mientras que los gastos asociados se reconocen a medida que devengan, lo cual impacta a este tipo de compañías en la medida que la velocidad de ventas se contraiga. Respecto al soporte otorgado por la Compañía, se ponderó igualmente el *expertise* que mantiene la Plana Gerencial en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, contando Ciudadaris con 18 años de operaciones principalmente en el desarrollo de proyectos en la Ciudad de Lima, generando sinergias con sus empresas vinculadas Plusvalía y Consolida, que completan la cadena de valor desde el diseño hasta la postventa. A la fecha, limita que la Primera Emisión de Bonos Corporativos de Ciudadaris pueda contar con una mayor clasificación, los ajustados indicadores financieros que registra la Compañía, toda vez que esta última reporta pérdidas desde el ejercicio 2015, conllevando a que el patrimonio neto se sitúe en terreno negativo desde el 2016 no habiendo con-

templado el accionista realizar un aporte de capital a fin de revertir esta situación, la misma que se genera producto de los desfases en los tiempos de entrega de los proyectos que vienen ejecutando. Limita igualmente a la Compañía el hecho de encontrarse registrada en las centrales de riesgo como CPP (con Problemas Potenciales), calificación asignada por el banco que viene financiando el Proyecto Santa Elvira, en línea con los retrasos en la cancelación de los créditos promotores de dicho proyecto. Se toma en cuenta igualmente como limitante de cara a la clasificación asignada a la Primera Emisión de Bonos Corporativos el hecho que si bien se incorpora un Fideicomiso de Flujos que respaldará el pago de las dos Series, se trata de un fideicomiso condicionado, toda vez que, si bien los bienes fideicometidos corresponden a cuentas por cobrar, flujos dinerarios y remanentes de ejecución de hipoteca (de ser el caso) provenientes del Proyecto Like, los mismos serán destinados en primer orden al pago del financiamiento bancario otorgado para la ejecución del proyecto como se mencionó anteriormente; es decir, mantiene la condición de subordinación. A su vez, el status del avance del Proyecto Like conlleva a que todavía no se concrete la constitución e inscripción del Contrato Complementario del Fideicomiso, a lo cual se suma que el mismo recién contará con los flujos dinerarios una vez que se finalice la construcción del Proyecto Like.

Finalmente, a la fecha Ciudadaris mantiene como principal reto lograr una velocidad de ventas determinada en el Proyecto Like a fin de que los flujos calcen con los vencimientos de las obligaciones financieras contraídas a través de la colocación de la Primera Emisión de Bonos Corporativos. En este sentido, y de cara a mantener la clasificación de riesgo B.pe asignada a los valores señalados anteriormente, resulta relevante que se logre la cuota mínima de preventas durante el presente mes de noviembre a fin de que los desembolsos por parte del Banco Sponsor sean posibles y de esta manera se cumpla igualmente con lo señalado por parte del Emisor en el modelo financiero remitido y evaluado por Equilibrium.

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

- El 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 Ciudadaris.
- Indicadores de cobertura de gastos financieros y servicio de deuda por parte del Emisor por encima de la unidad, sumado al cambio en la calificación de riesgo CPP en las centrales de riesgo a Normal.
- Cumplimiento de la Etapa de Construcción del Proyecto Like en los tiempos estimados por el Emisor.
- Constitución de garantías adicionales que respalden la Primera Emisión de Bonos Corporativos de Ciudadaris.

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

- No lograr la cuota mínima de preventas (minutas) durante el presente mes de noviembre, impidiendo que el Banco Sponsor pueda dar inicio a los desembolsos para la construcción del Proyecto Like.
- Menor velocidad de ventas del Proyecto Like que no permita cumplir con lo establecido en el modelo financiero proporcionado por la Compañía, generando un riesgo hacia el repago de las obligaciones de 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.

#### **Limitaciones Encontradas Durante el Proceso de Evaluación:**

- Ninguna.

## DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

### Desarrollos Recientes y Hechos de Importancia

Ciudaris inició sus operaciones en Lima el 07 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.

Al inicio de sus operaciones en el año 1999, Ciudaris se encargaba de realizar estudios de factibilidad de proyectos de inversión inmobiliaria para entidades financieras y otras instituciones privadas; asimismo, organizaba seminarios de desarrollo de Proyectos Mivivienda. En el 2004 ejecutó su primer proyecto inmobiliario en el distrito de Miraflores, como promotor inmobiliario de viviendas. Posteriormente, en el 2008 inicia operaciones Plusvalía S.A., encargándose del negocio de supervisión y evaluación de proyectos, que realizaba la Compañía desde sus inicios; iniciándose a su vez en la construcción de proyectos para terceros. En el 2012 incorpora como fuente de financiamiento de sus proyectos a Fondos de Inversión, obteniendo ese mismo año la Certificación ISO 9001 en el desarrollo de proyectos de vivienda multifamiliar, comercio y oficinas en las etapas de venta inmobiliaria, gerenciamiento y servicio al cliente. En el 2013 se constituye Conssolida S.A., empresa a cargo del negocio de la construcción. Como parte de su estrategia de diversificación de fuentes de fondeo, en el 2016 la Compañía accede al Mercado de Valores Alternativos con la emisión de dos Series de Bonos Corporativos contempladas dentro de una Primera Emisión.

A lo largo de su vida operativa, la Compañía ha desarrollado y entregado 21 proyectos inmobiliarios propios en Lima, en los distritos de Jesús María, Lince, Breña, Barranco, Miraflores, Pueblo Libre, Santa Beatriz, Cercado y San Isidro, 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.

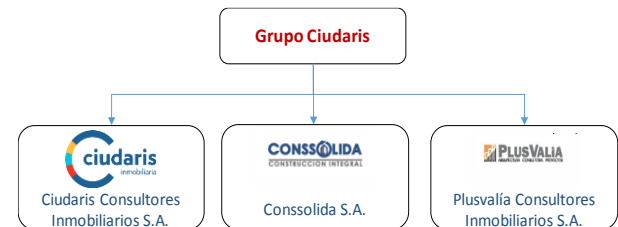
Al 30 de setiembre de 2017, Ciudaris registra cinco proyectos en desarrollo, los mismos que están dirigidos principalmente a un Nivel Socioeconómico B de la población. En este sentido, es preciso indicar que la Compañía ha ido adecuando su oferta a la evolución del mercado inmobiliario, desarrollando actualmente sus principales proyectos en Lima en los distritos de Jesús María y San Miguel, en la zona denominada Lima Moderna.

Cabe mencionar que, dentro del gremio empresarial de desarrolladores inmobiliarios, Ciudaris integra el Comité de Promotores de Vivienda de CAPECO y es socio de la Asociación de Empresas Inmobiliarias del Perú ASEI que

agrupa a 80 empresas del sector. Asimismo, el Gerente General, es Presidente del Instituto de Construcción y Desarrollo de CAPECO.

### Grupo Económico

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



Fuente: Ciudaris

Las principales empresas 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. A la fecha de análisis, Conssolida, tiene dentro de su *Backlog* los siguientes proyectos con Ciudaris: Like, Shine y Ser-K (por desarrollar) y Santa Elvira y Liberpark (en ejecución), mientras que, por el lado de terceros, registra dos proyectos en ejecución, uno con Armas Doomo e IDAT (UTP) y uno por desarrollar con Inmobiliaria Italia.

Al 30 de junio de 2017, la constructora registra activos por S/17.86 millones, ingresos por S/15.06 millones y una pérdida neta de S/424.74 miles. Asimismo, registra resultados acumulados por S/2.65 millones.

- **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 indicar que el Directorio está conformado por tres miembros elegidos por un periodo de tres años. En este sentido, el 31 de diciembre de 2015, la Junta General de Accionistas designó como miembros del Directorio a Ricardo Arbulú Soto y Lourdes del Pilar Nuñez Danjoy, mientras que Rocío Hermelinda Herrera Catalán fue designada el 19 de febrero de 2016.

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. En ese sentido, si bien a la fecha la Compañía cuenta con un Director Independiente, de acuerdo a lo señalado por la Gerencia de la Compañía, se estarían sumando en el transcurso del 2018 dos nuevos Directores Independientes. A esto último se sumaría la conformación de un área especializada dedicada a la relación con inversionistas.

### **Proyectos Inmobiliarios**

A lo largo de su vida operativa, Ciudaris ha terminado y entregados 21 proyectos propios, los mismos que se detallan en el Anexo III del presente informe.

Dado el contexto macroeconómico de los últimos años, el periodo de inversión inmobiliario se ha vuelto más largo, habiéndose incrementado la etapa de preventas en promedio de nueve a 14 meses. En ese sentido, la estrategia de los últimos años de Ciudaris ha sido reducir la oferta de departamentos por proyecto, con un máximo promedio de 120 departamentos. En adelante, según lo indicado por parte de la Gerencia de la Compañía, se estarán desarrollando proyectos de menor tamaño en un rango de 40 a 60 departamentos a fin de facilitar la activación de los mismos.

Por el lado de los proyectos en desarrollo de Ciudaris, Santa Elvira II y Liberpark se encuentran en proceso de construcción, Like inició construcción en el mes de setiembre de 2017, mientras que Ser-K II y Shine se encuentran en preventa. 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 encuentra en fase de construcción, con un grado de avance de obra de 94% al 31 de julio de 2017, estimándose como fecha de culminación de la obra el mes de diciembre próximo. El proyecto consta de 76 departamentos (32 entregados en la Primera Etapa), con un precio de venta que va desde S/150,000, habiéndose vendido 35 unidades al 31 de julio del presente ejercicio.

La inversión para el desarrollo de la Segunda Etapa del Proyecto es de a 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 Ciudaris, 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 del presente ejercicio. 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 ha sido 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 la Compañía, ya no se desarrollaría la Tercera y Cuarta etapa del Proyecto sino que se vendería el terreno, lo cual esperan se concrete en lo que resta 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 encuentra en etapa de construcción, siendo el avance de obra de 59% al mes de julio de 2017. Consta de 20 pisos y dos sótanos con 72 departamentos, con precios desde S/296,500. Al 31 de julio, han vendido 43 unidades, siendo la fecha estimada de entrega de la obra el mes de diciembre de 2017.

El Proyecto, cuya inversión asciende a US\$2.93 millones, está siendo financiado por el BBVA Continental y se desarrolla bajo un contrato de Asociación en Participación con Inmobiliaria Italia, quien participa con 40%.

#### 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 abril de 2018. Consta de dos torres de 14 y 20 pisos, con un total de 193 departamentos y precios desde S/236,000. Al 31 de julio de 2017, han vendido 10 unidades. Cabe mencionar que, dentro de la Primera Etapa ya culminada, se han entregado 120 departamentos de un total de 136 a esa misma fecha.

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 abril de 2018.

El proyecto consta de una torre de 20 pisos con 148 departamentos, con un precio que va desde S/203,500. Al 31 de julio de 2017, se tienen preventas por 10 departamentos. Actualmente, la Gerencia viene evaluando la incorporación de un socio, así como la institución financiera que acompañará el proyecto.

#### Proyecto Like

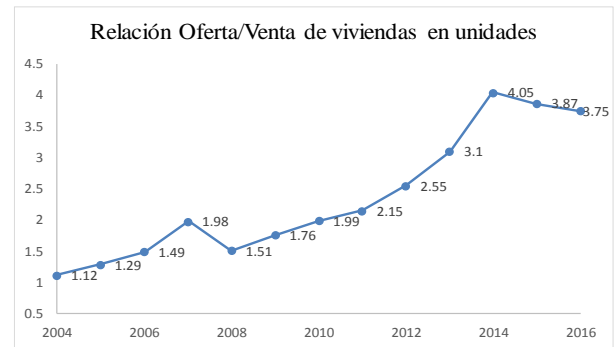
El Proyecto está ubicado en el distrito de Jesús María, en Jirón Miller 1000, esquina con la avenida Cuba. Inició construcción en el mes de setiembre de 2017 y se proyecta culmine en setiembre de 2018. El Proyecto consta de 17 pisos, con un total de 133 departamentos, una inversión total estimada de 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 Continental como Banco Sponsor del Proyecto. Lo anterior incluye una línea promotora que se activará una vez se cumpla con varios requisitos, entre los que se encuentran un nivel mínimo de preventas de 45 unidades por un total de S/14.42 millones. De acuerdo a lo señalado por la Compañía, al 07 de noviembre de 2017, se cuenta con minutas por un total de S/10.84 millones y arras que suman S/4.54 millones. Se espera que en las siguientes semanas dichas arras se conviertan en minutas a fin de alcanzar el monto mínimo solicitado por el Banco Sponsor y así activar el crédito.

#### **Mercado y Competencia<sup>1</sup>**

Durante el ejercicio 2016, las ventas de departamentos en Lima retrocedieron en 12% según el Informe Situación Inmobiliaria al 31 de diciembre de 2016 del BBVA Research. Para el presente ejercicio, se proyecta que las ventas crecerán a una tasa moderada de 6%.

El mercado al que se dirige Ciudadaris, y en el que están ubicados la mayor parte de sus proyectos vigentes (Liberpark, Like y Shine), así como los ya entregados, es el denominado mercado habitacional de Lima Moderna<sup>2</sup>, la misma 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, es de señalar que, de cada 100 hogares que viven en Lima Moderna, 12 pertenecen al Nivel Socio Económico A, 53 al B, 26 al C, 8 al D y sólo 1 se encuentra en el Nivel Socio Económico E.

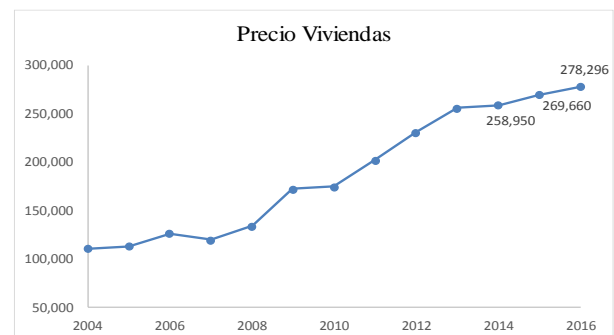
En cuanto a la oferta y demanda de viviendas, se puede apreciar que mientras que la oferta se ha incrementado en los últimos años, la velocidad de ventas se ha reducido, mostrando la tendencia registrada en todo Lima Metropolitana, según se muestra en el siguiente gráfico:



Fuente: Capeco / Elaboración: Equilibrium

La participación de la venta de viviendas en Lima Moderna sobre el total de viviendas de Lima Metropolitana alcanza el 30% en promedio en los tres últimos años. A nivel de distrito, considerando el periodo 2004-2016, se vendieron 48,263 viviendas en Lima Moderna, de las cuales el 25% se localizaron en San Miguel, 20% en Jesús María, 19% en Magdalena del Mar, 17% en Pueblo Libre, 12% en Surquillo y 7% en Lince.

Por el lado de los precios de las viviendas a valores monetarios constantes, si bien la tendencia creciente se mantiene, la tasa de crecimiento es menor a la observada en el periodo 2004-2013. En relación a lo anterior, se debe mencionar que en los últimos años se han consolidado Jesús María, Lince y Magdalena como los distritos con los precios más elevados. Si se tiene en cuenta los precios por metro cuadrado, los más altos se encuentran en Jesús María, Lince, Magdalena y Surquillo.



Fuente: Capeco / Elaboración: Equilibrium

Según Reporte Estadístico al 31 de julio de 2017 de la Asociación de Empresas Inmobiliarias del Perú – ASEI, los distritos con mayores ventas por unidades fueron San Miguel, Miraflores, Jesús María, Breña, Lince, Barranco y Pueblo Libre.

Por el lado de los proyectos más destacados en el mercado de vivienda en el Distrito de Jesús María, se encuentran Nesta, Level, Residencial Garzón, Tradizione, Like, Edificio Parque Alameda, Terraza 20, Edificio Arnaldo Márquez, Sentia Condominio, Life, entre otros. Por el lado de las empresas inmobiliarias con proyectos en Jesús María, se encuentran Urbana Perú, Edifica, Armas Doomo, Abril Grupo Inmobiliario, Paz Centenario, Actual, Ciudadaris, Madrid Ingenieros, Mirano y Avenir, entre otras.

<sup>1</sup>Para la elaboración de esta sección, se ha utilizado el Informe Económico de la Construcción N° 14 de julio de 2017 de la Cámara Peruana de la Construcción – CAPECO.

<sup>2</sup> Denominado así por la Cámara Peruana de la Construcción – CAPECO.

## ANÁLISIS FINANCIERO

Se debe mencionar 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 se ajustó a S/4.26 millones desde S/4.52 millones registrados anteriormente.

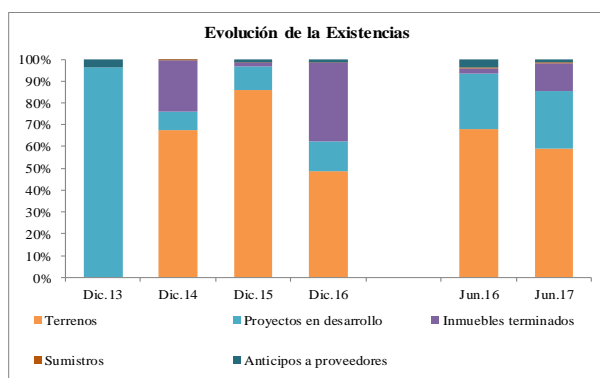
### Activos y Liquidez

Al 30 de junio de 2017 los activos de Ciudadaris ascienden a S/100.52 millones, exhibiendo una disminución a lo largo del primer semestre de 4.75%; no obstante, a nivel interanual se registra un incremento de 10.38%.

El activo corriente concentra el 80.72% del total al corte de análisis, registrando una contracción de 4.47% en el semestre (-2.80% interanual), explicado principalmente por los menores Fondos Restringidos (-39.38%), lo cual fue contrarrestado por el crecimiento en Otras Cuentas por Cobrar (+60.99%).

Las Existencias representan la partida más importante dentro del activo (69.27% del total), ascendiendo a S/69.64 millones al 30 de junio de 2017, la misma que comprende terrenos, proyectos en desarrollo, inmuebles terminados, suministros y anticipos a proveedores, ajustándose en 0.71% en el semestre (+1.50% interanual). En ese sentido, si bien, en el semestre se incrementan los terrenos por la incorporación del proyecto Shine y los proyectos en desarrollo por Liberpark y la etapa dos de Santa Elvira, se reducen inmuebles terminados (Santa Elvira Primera Etapa, Ser-K Primera Etapa y Viverd) por registro en ventas. En términos interanuales, se muestra un incremento en inmuebles terminados y una reducción en terrenos, ambas variaciones relacionadas con la incorporación de Ser-K Primera Etapa a inmuebles terminados en el mes de diciembre de 2016.

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 24.95% a lo largo del primer semestre de 2017 (-18.07% interanual) al situarse en S/1.85 millones, tras utilizar parte de la misma en inver-

siones inmobiliarias. Por otro lado, forman igualmente parte del saldo de Efectivo y Equivalente, los fondos restringidos (S/5.43 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 a lo largo del primer semestre en 39.38% (+193.18% interanual), en razón del avance de obra de Liberpark, lo que ha permitido liberar recursos del Banco.

Las Cuentas por Cobrar Comerciales (S/134 mil) registran saldos con las empresas relacionadas Plusvalía Consultores Inmobiliarios y con Conssolida. En este sentido, Ciudadaris recibe ingresos por el arrendamiento de una oficina en el Edificio Efi100tech I ubicado en la Avenida La Encalada en Surco, a Conssolida. Asimismo, recibe ingresos de sus empresas relacionadas por concepto de supervisión administrativa.

Por otro lado, las Otras Cuentas por Cobrar (3.83% del activo) se sitúan en S/3.85 millones, partida que registra impuestos por recuperar correspondiente al crédito fiscal por IGV, así como anticipo a proveedores. Esta partida se incrementa en 60.99% a lo largo del primer semestre del año (+150.90% interanual), como consecuencia del mayor crédito fiscal por los proyectos en desarrollo.

El activo no corriente, concentra el 19.28% de los activos, registrando una reducción de 5.88% en el semestre (+155.41% a nivel interanual), explicado principalmente por la menor atribución de pérdidas en los contratos en asociación que se registran en Otras Cuentas por Cobrar (-11.58%).

La segunda partida más importante dentro del activo corresponde a las Cuentas por Cobrar de Largo Plazo (8.48% del activo) al totalizar S/8.52 millones al 30 de junio de 2017, conformado principalmente por saldo con relacionadas por S/7.9 millones asociado a cuentas por cobrar a Perú Ventures V Ltda. por S/7.06 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/853 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/607 mil. A lo largo del primer semestre de 2017, se registra una disminución en dicha partida explicado por el reconocimiento de ingresos en el Proyecto Ser-K Primera Etapa, reduciendo la atribución de pérdidas acumuladas en el periodo de desarrollo de los proyectos.

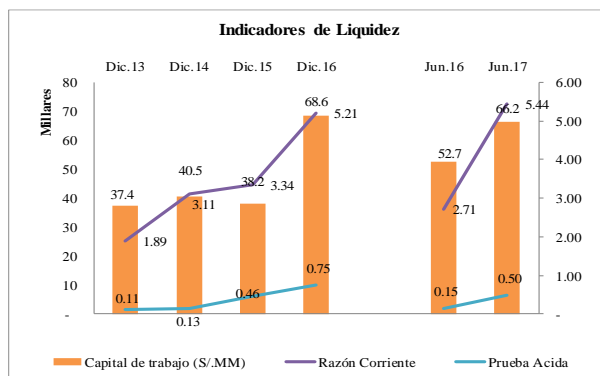
Al 30 de junio de 2017, las Propiedades de Inversión suman S/5.54 millones, participando con el 5.51% del total de activos, no registrando mayor variación respecto al cierre del ejercicio 2016 (+175.68% interanual). Esta partida está conformada por terrenos (S/1.20 millones) y edificaciones (S/4.34 millones), estas últimas correspondientes a tres oficinas que Ciudadaris alquila.

Por el lado de las Propiedades, Planta y Equipo, al corte de análisis las mismas ascienden a S/3.20 millones, estando

conformadas principalmente por las oficinas corporativas de Ciudadaris.

Es relevante mencionar que, la Compañía tiene una participación del 99.59% en Plusvalía Consultores Inmobiliarios, la misma que asciende a S/2.02 millones a la fecha de análisis.

En línea con la evolución de las cuentas del activo circulante, los ratios de liquidez se incrementan ligeramente durante el semestre de análisis, lo cual se refleja en la liquidez corriente que pasa de 5.21 en el 2016 a 5.44 veces al 30 de junio de 2017. Sin embargo, considerando la liquidez ácida esta se reduce desde 0.75 a 0.50 veces, mientras que, de no considerar los fondos restringidos, la misma se ajusta al pasar de 0.20 a 0.13 veces a lo largo del primer semestre del año. Es preciso destacar que, de considerarse dentro del cálculo de la prueba ácida los inmuebles terminados como parte del activo corriente, la prueba ácida alcanzaría 2.31 veces en el ejercicio 2016 y 1.10 veces al 30 de junio de 2017, respectivamente.



Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

Cabe mencionar que el ciclo de conversión del efectivo mejora tanto en términos semestrales como interanuales a la fecha de análisis, alcanzando 660 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

La Compañía utiliza para el financiamiento de sus proyectos préstamos bancarios que se inician financiando usualmente parte del terreno y, posteriormente, las instituciones financieras les otorgan una línea promotora que incluye el préstamo del terreno, la cual les ayuda a financiar los costos de la construcción si el ritmo de los ingresos por las preventas no acompaña las necesidades de capital. Una vez activada la línea y cumplido el nivel de preventas con el Banco, se procede al primer desembolso y, posteriormente, de acuerdo a las valorizaciones mensuales de la obra evaluando el grado de avance, se van haciendo nuevos desembolsos. Es preciso mencionar que Ciudadaris otorga financiamiento directo en una proporción muy reducida, para lo cual se debe pagar el 30% del departamento a la firma de la minuta y el saldo hasta antes de la terminación del proyecto en cuotas iguales o crecientes, no pudiendo ser la última cuota mayor al 10% del valor del inmueble.

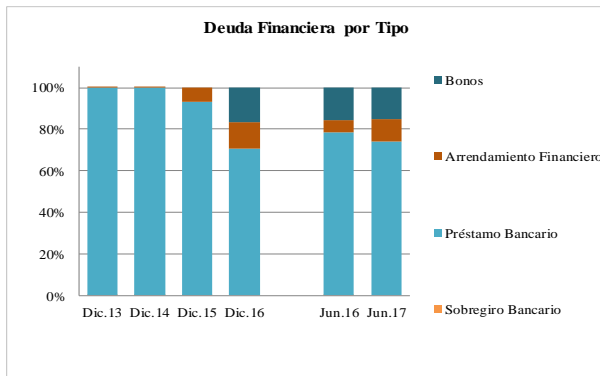
Al 30 de junio de 2017, los pasivos de la Compañía superan los activos, lo cual se plasma en un patrimonio negativo que se encuentra presionado por las pérdidas netas

registradas tanto al corte de análisis como en algunos ejercicios anteriores. En este sentido, al 30 de junio de 2017 Ciudadaris registra pasivos por S/103.7 millones, los cuales muestran una ligera disminución en el semestre (-2.98%), pero un aumento de 15.70% de tomar los últimos 12 meses.

En línea con lo anterior, al 30 de junio de 2017 el pasivo corriente representa el 14.84% de los activos, mostrando un retroceso de 8.49% en el semestre (-51.50% en términos interanuales), la misma que se explica principalmente por el menor saldo en Cuentas por Pagar Comerciales a Relacionadas (-23.66%) en línea con la culminación de la Primera Etapa del Proyecto Ser-K en Barranco.

Por el lado del pasivo no corriente, el mismo concentra las partidas más importantes del pasivo como son las Otras Cuentas por Pagar a Relacionadas (operaciones conjuntas) y a Terceros, Obligaciones Financieras y Anticipo de Clientes. La variación en el semestre se explica principalmente por el menor saldo en Anticipo de Clientes (-33.16%) en línea con el reconocimiento de ingresos de la Primera Etapa del Proyecto Ser-K, variación que fue compensada parcialmente por el crecimiento en Otras Cuentas por Pagar a Terceros (+182.27%), partida que registran principalmente préstamos a través de la modalidad *Friends and Family*, cuyos vencimientos van desde el mes de agosto de 2017 a noviembre de 2020, estando garantizados con un pagaré. En este sentido, dicha partida la más significativa dentro del pasivo (46.11%), alcanza los S/46.35 millones al 30 de junio de 2017. Dentro de esta estructura, Otras Cuentas por Pagar a Terceros registra un saldo de S/12.96 millones, de los cuales S/9.36 millones corresponden a préstamos *Friends and Family*, mientras que, por el lado de las operaciones conjuntas, las mismas ascienden a S/32.49 millones y corresponden a una cuenta por pagar a Perú Ventures V Ltda. 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.

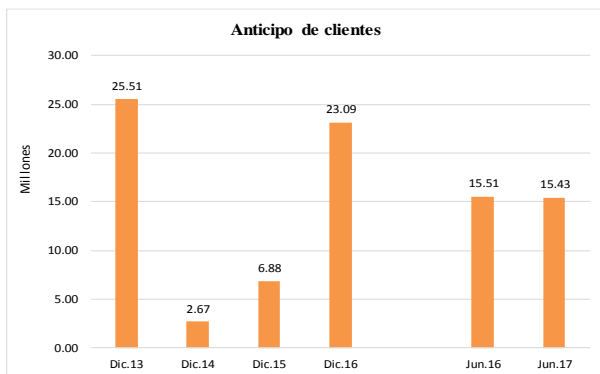
Por su parte, las Obligaciones Financieras (S/34.7 millones) participan con el 34.52% del total del activo, de las cuales S/4.60 millones corresponden a obligaciones corrientes. Por tipo de obligaciones, S/25.65 millones son financiamientos bancarios, S/5.31 millones están asociados a la Primera Emisión de Bonos Corporativos y S/3.74 millones son 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, mientras que, por el lado de las operaciones de arrendamiento financiero, se cuenta con dos préstamos *leasebacks* por los terrenos en los que se encuentran los edificios de oficinas en las avenidas Camelias y La Encalada, ubicadas en los distritos de San Isidro y Surco, respectivamente.



Fuente: Ciudaris / Elaboración: Equilibrium

Cabe mencionar que, en lo que va del presente ejercicio, se pagaron intereses correspondientes a la Serie A de la Primera Emisión de Bonos Corporativos y en agosto de 2017, correspondientes a la Serie B por US\$284,625 y US\$94,684, respectivamente.

Los Anticipos de Clientes registran un saldo de S/15.43 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 30 de junio de 2017, dicha partida se reduce en 33.16% respecto del cierre de 2016, puesto que empezaron a reconocerse ingresos de la Primera Etapa del Proyecto Ser-K.



Fuente: Ciudaris / Elaboración: Equilibrium

Por el lado del patrimonio, al 30 de junio de 2017 el mismo registra un saldo negativo neto de S/3.17 millones, el mismo que se acentúa respecto al cierre de 2016, toda vez que se incorpora la pérdida neta del semestre de S/1.78 millones, lo cual se sustenta en los gastos incurridos asociados a los Proyectos Liberpark y Segunda Etapa Santa Elvira, así como al inicio de la etapa de preventas en los Proyectos Segunda Etapa Ser-K, Shine y Like, cuyos ingresos y costos asociados a los Proyectos serán reconocidos una vez obtenida la conformidad de la obra respectiva. 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 Ciudaris, a la fecha cuenta con diversos proyectos en cartera que le

permitirían reconocer ingresos hacia fines del 2017 y durante el 2018, proyectando revertir las pérdidas acumuladas en el 2019.

Es preciso mencionar que la política actual de dividendos de la Compañía fue aprobada en Junta General de Accionistas de fecha 12 de octubre de 2015, estableciéndose un pago máximo del 35% de la utilidad neta. Esta política se encuentra vigente hasta por un plazo de seis años contados desde la fecha del acuerdo o hasta que se hayan cancelado todas las obligaciones del Programa de Bonos Corporativos, lo que ocurra primero.

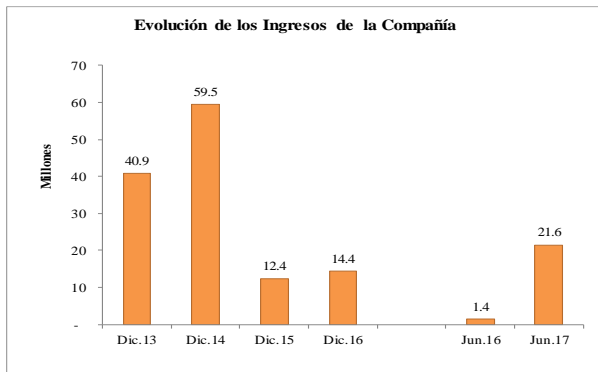
Respecto a los indicadores contables de apalancamiento de la Compañía, la palanca contable (pasivo / patrimonio) se ha mantenido históricamente alta producto de la necesidad de financiamiento de sus proyectos. Caso similar resulta al evaluar la palanca financiera (deuda financiera total / EBITDA). No 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. En línea con lo anterior, al evaluar el modelo financiero de la Compañía, los flujos estimados a generarse en lo que resta del 2017 en adelante serían suficientes para cubrir el servicio de deuda, aunque todo dependerá de la velocidad de ventas de los proyectos. 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 30 de junio de 2017, Ciudaris registra ingresos por S/21.6 millones, exhibiendo un incremento importante respecto al mismo periodo de 2016 (S/1.4 millones), dado el reconocimiento de la venta de las unidades inmobiliarias de la Primera Etapa del Proyecto Ser-K (S/21.10 millones), mientras que a junio de 2016 se registraban saldos en las ventas de los Proyectos Viverd y Parque de la Reserva, cuyos mayores ingresos se registraron en el 2014.

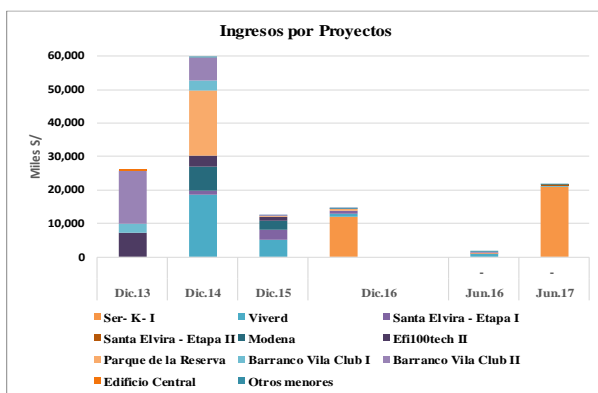
Lo señalado anteriormente se recoge en el margen bruto del negocio, el mismo que en términos absolutos se sitúa en S/4.0 millones (S/913 mil a junio de 2016), aunque como proporción de las ventas netas, el mismo se ajusta al pasar de 35.87% a 18.57% entre ejercicios. Durante el 2017 se estarían reconociendo ingresos correspondientes a Likerpark en el mes de diciembre, según estimaciones de la Compañía.





Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

Cabe recordar que en el ejercicio 2013, Conssolida asume el negocio de la construcción; sin embargo, para el mencionado ejercicio Ciudadaris aún registra ingresos por proyectos a terceros.



Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

En relación a los gastos de administración, al 30 de junio de 2017, los mismos se ajustan en 20.49%, mientras que los gastos de ventas se incrementan en 135.79% en relación al mismo periodo del ejercicio anterior. Respecto a los gastos de administración, los mismos se reducen producto de un menor pago de tributos, servicios prestados por terceros 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 30 de junio de 2017, si bien el resultado operativo todavía arroja pérdidas, la misma se reduce respecto al mismo periodo de 2016 al pasar de S/3.72 millones a S/762 mil.

Al 30 de junio de 2017, los gastos financieros de Ciudadaris alcanzan S/708.24 mil, de los cuales los intereses de obligaciones financieras ascendieron a S/594.92 mil, las comisiones de cartas fianza a S/92.10 mil y otros gastos financieros a S/22.43 mil, reflejando a nivel agregado un retroceso de 34.96% al pasar de S/1.09 millones a S/708.24 mil, lo que se explica en la cancelación de la deuda generada por la Primera Etapa del Proyecto Ser-K (S/2.87 millones), 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 que empezaron a aplicarse en la Compañía en el ejercicio 2016, mientras los proyectos se encuentran en desarrollo se registra en la partida Existencias

intereses capitalizables, los mismos que a la fecha de análisis ascienden a S/1.13 millones.

La Compañía registra igualmente Otros Ingresos por S/535 mil, los mismos que corresponden a las rentas provenientes de los alquileres de tres oficinas administrativas por S/171.13 mil, recupero de siniestros por S/414.99 mil e ingresos por servicios de administración por S/75.34 mil. Por el lado de los gastos diversos se registran penalidades y multas por S/131.78 mil.

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/1.78 millones.

En cuanto a la generación de la Compañía, medida a través del EBITDA, la misma se ubica en terreno negativo con S/631 mil, aunque menor al EBITDA negativo de S/3.35 millones registrado a junio de 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/4.95 millones al 30 de junio de 2017 (negativo en S/5.01 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 a 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 Marco<sup>3</sup>. 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 deberá destinar el 60% a la Cuenta Pagadora hasta cubrir la Cuota para el pago de los Bonos Corporativos, mientras que el 40% restante será utilizado para cubrir el pago de los tributos que se adeuden en relación a los Bienes Fideicometidos, los costos y gastos que se generen como consecuencia

<sup>3</sup>Lo cual será comunicado por el Fiduciario al Banco Sponsor, según términos del Anexo 4 del Contrato de Fideicomiso en Administración y Garantía.

de la constitución, administración y defensa del Fideicomiso para cubrir la retribución que pudiera estar adeudando al Fiduciario, mientras que el remanente se depositará en la Cuenta Destino Fideicomitente. No obstante, de no acreditarse en la Cuenta Pagadora el monto correspondiente al servicio de deuda de los Bonos Corporativos, seis meses antes el íntegro de los flujos será transferido a la Cuenta Recolectora.

### Primera Emisión de Bonos Corporativos de Ciudadaris S.A.

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, correspondiente 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, estimado que la misma culmine en setiembre de 2018. En ese sentido al 15 de noviembre de 2017, se alcanza un avance de obra del 7%.

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 <sup>2</sup>
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 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	Departamentos	Área Promedio	Precio Promedio (*)
Flat	3	45	75.69 m <sup>2</sup>	S/375,153
Flat	2	65	70.17 m <sup>2</sup>	S/379,362
Flat	1	17	40.26 m <sup>2</sup>	S/375,901
Duplex	3	3	75.69 m <sup>2</sup>	S/454,217
Duplex	2	3	73.04 m <sup>2</sup>	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 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 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%

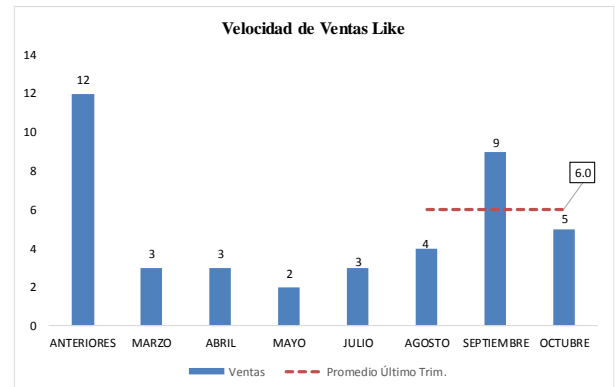
Fuente: Ciudadaris / Elaboración: Equilibrium

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), lo cual significa una preventa de 45 departamentos, la misma que a la fecha del presente informe aún no ha sido alcanzadas a nivel de minutas como es requerido, aunque de concretarse las arras que se mantienen al 07 de noviembre se alcanzaría el monto solicitado por el Banco. Asimismo, se deberá acreditar el aporte propio de Ciudaris (S/10.26 millones), monto que será validado por una empresa evaluadora. Cumplidos estos requisitos, adicionalmente a 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, se liberarían los recursos de las preventas y, de acuerdo al avance de obra, se liberarían recursos en la medida que se avance con las valorizaciones.

Es importante indicar que la proyección del Flujo de Caja Operativo del Proyecto Like establece una velocidad de ventas de cinco unidades por mes en lo que resta del 2017 y seis unidades por mes en el 2018. De cumplirse lo anterior, se estaría realizando la transferencia de fondos a la Fiduciaria en el mes de noviembre de 2018, toda vez que a dicho corte se habrían alcanzado ventas por 112 unidades. En este sentido, según las proyecciones del Emisor, en el mes de noviembre de 2018 se transferirían los fondos para el pago de la Serie A de la Primera Emisión de Bonos Corporativos, mientras que los fondos para el pago de la Serie B se canalizarían en el mes de diciembre de 2018. Cabe indicar que ambas series fueron Bullet, siendo el vencimiento de la Serie A el 21 de enero de 2019, mientras que la Serie B redime el 12 de febrero del mismo año. De acuerdo a lo manifestado por Ciudaris, de no cumplirse con la tenencia de los fondos en la fecha estimada, se solicitaría al Banco Promotor una extensión de línea por tres o cuatro meses o se recurriría a financiamiento a través de *Friends and Family*, para cubrir el pago de ambas Series.

Si bien el Proyecto Like proyecta ser rentable, la disponibilidad de los recursos provenientes del mismo para el pago de las Series de Bonos Corporativos dependerá de la velocidad de ventas, la misma que se presenta a continuación:



Fuente: Ciudaris / Elaboración: Equilibrium

## ACTIVIDADES COMPLEMENTARIAS

De acuerdo a lo establecido en el Anexo 5 del Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo (Resolución SMV N° 032-2015-SMV/01), si la Clasificadora en el año en que se realizó la clasificación recibió ingresos del Emisor por Actividades Complementarias (clasificación de instrumentos que no están contemplados dentro de los valores representativos de deuda de oferta pública), deberá revelar la proporción de los mismos en relación a sus ingresos totales. En este sentido, Equilibrium comunica que, a la fecha de emisión del presente informe, los ingresos percibidos por Ciudaris Consultores Inmobiliarios correspondientes a Actividades Complementarias representan el 0.39% de sus ingresos totales.

**Ciudaris Consultores Inmobiliarios S.A.****ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

(En miles de Soles)

	PCGA	PCGA	NIIF	PCGA	NIIF	NIIF
	Dic. 13 S/.	Dic. 14	Dic. 15	Jun. 16	Dic. 16	Jun. 17
Re-expresados						
<b>ACTIVOS</b>						
<b>Activo Corriente</b>						
Caja Bancos	2,245	1,061	1,366	2,256	2,462	1,848
Fondos restringidos	1,865	1,248	5,287	1,852	8,957	5,430
Cuentas por Cobrar Comerciales	538	225	821	559	747	134
Terceros	538	88	741	110	447	124
Relacionados	0	137	80	449	300	10
Otras Cuentas por Cobrar	3,151	2,114	1,216	1,535	2,391	3,850
Otras Cuentas por Cobrar Relacionadas	1,688	4,606	0	8,570	0	0
Existencias	70,050	50,245	45,624	68,608	70,131	69,635
Gastos Pagados por Anticipado	128	174	222	100	254	244
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>79,666</b>	<b>59,673</b>	<b>54,536</b>	<b>83,479</b>	<b>84,942</b>	<b>81,141</b>
Otras cuentas por cobrar	0	489	8,254	568	9,635	8,519
Terceros	0	489	568	568	607	607
Relacionados	0	0	7,687	-	9,028	7,912
Inversión en Subsidiaria	1,228	1,228	1,589	1,228	1,982	2,019
Propiedades de Inversión	0	2,135	4,038	2,009	5,539	5,539
Propiedades, Planta y Equipo	1,792	2,229	2,435	3,660	3,323	3,203
Intangibles	182	158	135	123	112	100
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>3,203</b>	<b>6,239</b>	<b>16,451</b>	<b>7,588</b>	<b>20,591</b>	<b>19,380</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>82,869</b>	<b>65,913</b>	<b>70,987</b>	<b>91,067</b>	<b>105,533</b>	<b>100,521</b>
<b>PASIVOS</b>						
<b>Pasivo Corriente</b>						
Sobregiros y préstamos de corto plazo	17,550	11,342	10,165	6,679	3,455	3,469
Cuentas por Pagar Comerciales	2,962	2,888	2,748	6,764	6,752	5,242
Terceros	2,961	1,609	1,422	892	1,590	1,302
Relacionados	1	1,279	1,325	5,872	5,162	3,941
Otras Cuentas por Pagar	21,748	4,591	2,383	16,252	4,986	5,050
Terceros	20,841	2,253	2,164	8,213	4,653	5,050
Relacionadas	907	2,338	219	8,039	333	0
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	365	365	1,017	1,063	1,109	1,158
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>42,625</b>	<b>19,185</b>	<b>16,313</b>	<b>30,759</b>	<b>16,303</b>	<b>14,919</b>
Obligaciones Financieras	534	10,351	11,648	17,836	29,074	30,073
Otras cuentas por pagar	16,298	25,937	32,417	24,585	36,452	41,304
Relacionados	16,298	25,937	32,417	24,585	33,649	33,392
A terceros	0	0	0	-	2,803	7,912
Anticipo de Clientes	25,507	2,666	6,885	15,509	23,088	15,431
Pasivo diferido por imp. Ganacias	0	0	1,163	926	1,961	1,961
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	<b>42,339</b>	<b>38,953</b>	<b>52,113</b>	<b>58,856</b>	<b>90,574</b>	<b>88,769</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>84,963</b>	<b>58,139</b>	<b>68,426</b>	<b>89,615</b>	<b>106,877</b>	<b>103,688</b>
Capital social	3,512	3,512	4,512	4,512	4,512	4,512
Excedente de Revaluación	0	880	1,137	2,426	1,814	1,814
Reserva Legal	112	112	702	702	702	702
Resultados Acumulados	-2,260	-3,763	466	-2,874	-3,790	-8,412
Resultado del Ejercicio	-3,093	7,033	-4,256	-3,313	-4,582	-1,783
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO</b>	<b>-1,729</b>	<b>7,774</b>	<b>2,561</b>	<b>1,453</b>	<b>-1,345</b>	<b>-3,167</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>83,234</b>	<b>65,913</b>	<b>70,987</b>	<b>91,067</b>	<b>105,533</b>	<b>100,521</b>

**ESTADO DE RESULTADOS**

(En miles de Soles)

	PCGA	PCGA	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Jun. 16	Dic. 16	Jun. 17
Ventas Netas	40,868	59,475	12,429	1,430	14,405	21,551
Costo de Ventas	-33,715	-39,189	-9,729	-917	-11,155	-17,550
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>7,153</b>	<b>20,285</b>	<b>2,700</b>	<b>513</b>	<b>3,250</b>	<b>4,002</b>
Gastos de Administración	-7,440	-6,695	-5,622	-3,337	-5,519	-2,653
Gastos de Venta	-3,005	-2,833	-4,101	-895	-3,906	-2,111
<b>Utilidad de Operación</b>	<b>-3,292</b>	<b>10,758</b>	<b>-7,023</b>	<b>-3,719</b>	<b>-6,176</b>	<b>-762</b>
Ingresos Financieros	4,266	49	63	1	82	1
Gastos Financieros	-6,164	-3,184	-1,346	-1,091	-1,440	-709
Resultado por valor razonable de prop. Inv.	0	1,119	284	0	1,501	0
Atribución de Resultados en asoc. en part.	0	-1,453	3,090	1,114	1,095	-1,115
Resultado por valor de part. patrimonial	0	0	-381	0	393	37
Otros Ingresos (Gastos) Neto	2,097	482	1,138	319	645	535
<b>Utilidad antes de Diferencia en Cambio</b>	<b>-3,093</b>	<b>7,771</b>	<b>-4,175</b>	<b>-3,376</b>	<b>-3,901</b>	<b>-2,014</b>
Diferencia en cambio		-392	-8	63	-199	231
<b>Utilidad antes de Impuesto a la Renta</b>	<b>-3,093</b>	<b>7,378</b>	<b>-4,183</b>	<b>-3,313</b>	<b>-4,100</b>	<b>-1,783</b>
Impuesto a la Renta		-345	-73	0	-481	0
<b>Utilidad Neta</b>	<b>-3,093</b>	<b>7,033</b>	<b>-4,256</b>	<b>-3,313</b>	<b>-4,582</b>	<b>-1,783</b>

## Ciudaris Consultores Inmobiliarios

Indicadores Financieros	Dic. 13	Dic. 14	Dic. 15	Jun. 16	Dic. 16	Jun. 17
<b>Solvencia</b>						
Pasivo / Patrimonio Neto	N.A.	7.48	26.72	61.68	N.A.	N.A.
Pasivo / Capital Social	24.20	16.56	15.17	19.86	23.69	22.98
Pasivo / Activo	1.03	0.88	0.96	0.98	1.01	1.03
Deuda Financiera Total / Pasivo	0.22	0.38	0.33	0.29	0.31	0.33
Deuda Largo Plazo / Patrimonio	N.A.	1.33	4.55	12.28	N.A.	N.A.
Pasivo Corriente / Pasivo	0.50	0.33	0.24	0.34	0.15	0.14
Resultados Acumulados / Capital Social	N.A.	0.93	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
<b>Liquidez</b>						
Liquidez Corriente (veces)	1.87	3.11	3.34	2.71	5.21	5.44
Prueba Ácida (veces)	0.11	0.13	0.46	0.15	0.75	0.50
Prueba Ácida Operativa (veces)	0.07	0.07	0.13	0.09	0.20	0.13
Activo Corriente / Pasivo	0.94	1.03	0.80	0.93	0.79	0.78
Capital de Trabajo	37,042	40,488	38,223	52,721	68,639	66,222
<b>Generación</b>						
EBITDA	-2,810	11,261	-6,852	-3,321	-6,040	-631
EBITDA LTM	-2,810	11,261	-6,852	-7,854	-6,040	-3,350
EBITDA LTM (ajustado)**	-	-	-	-	-5,465	-3,350
Margen EBITDA	-6.88%	18.93%	-55.13%	-232.17%	-41.93%	-2.93%
EBITDA / Gastos Financieros	N.A.	3.54	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
EBITDA LTM / Servicio de Deuda***	-0.43	3.17	-2.90	-3.59	-2.37	-1.51
EBITDA / Gastos Financieros (Ajustado)**	-	-	-	-	N.A.	N.A.
EBITDA LTM / Servicio de Deuda (Ajustado)**	-	-	-	-	N.A.	N.A.
Deuda Financiera / EBITDA LTM	N.A.	1.96	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Deuda Financiera / EBITDA Anualizado (ajustado) **	-	-	-	-	-6.15	N.A.
FCO del Periodo (S/)	-27,834	-16,847	2,371	-5,095	-10,000	-4,949
FCO LTM (S/)	-27,834	-16,847	2,371	-4,246	-10,000	-9,853
FCO / Gastos Financieros	N.A.	N.A.	1.8	N.A.	N.A.	N.A.
FCO LTM / Servicio de Deuda***	N.A.	N.A.	1.0	N.A.	N.A.	N.A.
FCO / Gastos Financieros (Ajustado)**	-	-	-	-	N.A.	N.A.
FCO LTM / Servicio de Deuda*** (Ajustado)**	-	-	-	-	N.A.	N.A.
<b>Gestión</b>						
Gastos Operativos / Ventas	25.56%	16.02%	78.23%	295.87%	65.44%	22.10%
Gastos Financieros / Ventas	15.08%	5.35%	10.83%	76.27%	10.00%	3.29%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	4	1	20	60	16	1
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	15	54	194	51	68	55
Rotación de Inventarios (días)	748	462	1688	13463	2263	714
Ciclo de Conversión de Efectivo (días)	737	409	1515	13471	2211	660
<b>Rentabilidad</b>						
Margen Neto	-7.57%	11.82%	-34.24%	-231.63%	-31.81%	-8.27%
Margen Operativo	-8.05%	18.09%	-56.51%	-260.01%	-42.88%	-3.54%
ROAE *	N.A.	232.70%	-82.36%	N.A.	-753.47%	N.A.
ROAA *	N.A.	9.45%	-6.22%	N.A.	-5.19%	N.A.

\*Indicadores Anualizados

\*\* 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.

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

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

Instrumento	Clasificación Anterior	Clasificación Actual (30.06.2017)	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos Primera Emisión (Hasta por US\$2.0 millones)	-	(nueva) 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.

## ANEXO II

## ACCIONARIADO, DIRECTORIO Y PLANA GERENCIA

## Accionistas al 30.06.2017

Accionistas	Participación
Plusvalía S.A.	51.42%
Ricardo Arbulú Soto	48.09%
Felipe Echevarría Beteta	0.49%
<b>Total</b>	<b>100.00%</b>

Fuente: Ciudadaris

## Directorio al 30.06.2017

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

Fuente: Ciudadaris

## Plana Gerencial al 30.06.2017

Nombre	Cargo
Ricardo Arbulú Soto	Gerencia General
Rodolfo Namuche Reyes	Gerencia de Planeamiento y Control
Mariella Carillo Menendez	Gerente Comercial
Pilar Nuñez Danjoy	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\$
Atahualpa	Miraflores	Departamentos	2002	232,389
Inclan	Miraflores	Departamentos	2002-2003	251,089
San Martín	Miraflores	Departamentos	2004	615,000
Vivenza	Miraflores	Departamentos	2004-2005	717,075
Dos de Mayo	Miraflores	Departamentos	2005-2006	940,326
Buena Vista I	Jesús María	Departamentos	2006-2007	1,295,784
San Felipe	Jesús María	Departamentos	2007-2008	3,160,064
Olavegoya	Jesús María	Departamentos	2008	2,121,386
Santa Cruz	Jesús María	Departamentos	2008-2009	3,614,026
Buena Vista II	Jesús María	Departamentos	2008-2009	4,943,530
Efi100tech I	Surco	Oficinas	2009-2010	1,677,240
Club House Castilla	Lince	Departamentos	2009-2010	6,065,906
Parque Ruiz	Breña	Departamentos	2010-2011	3,083,001
Central	San Isidro	Departamentos	2011	2,334,883
Barranco Villa Club	Barranco	Departamentos	2011-2013	10,771,268

Fuente: Ciudadaris



## ANEXO IV

## RESUMEN DEL PRIMER PROGRAMA DE BONOS CORPORATIVOS CIUDARIS

<b>Monto del Programa:</b>	Hasta un monto máximo de S/20.0 millones o su equivalente en Soles
<b>Fecha de Inscripción:</b>	31 de diciembre de 2015
<b>Plazo:</b>	Hasta por seis años
<b>Representante de los Obligacionistas:</b>	Interbank
<b>Monto Inscrito Primera Emisión:</b>	Hasta por US\$ 2.0 millones
<b>Monto Inscrito Segunda Emisión:</b>	Hasta por S/6.0 millones
<b>Garantías:</b>	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).
<b>Monto en Circulación:</b>	US\$1.569 millones.

Fuente: SMV

## DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS

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

Fuente: SMV

**ANEXO V**  
**RESUMEN DE LA ESTRUCTURA DEL FIDEICOMISO**

<b>Fideicomitente</b>	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.
<b>Bienes Fideicometidos:</b>	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: $\text{Flujos Dinerarios} = 100\% \text{ Ingresos} - (\text{Inversión en Obra} + \text{Pago Financiamiento Banco Sponsor})$ .
<b>Convenio Marco:</b>	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
<b>Proyecto:</b>	Es cada uno de los proyectos inmobiliarios correspondientes a cada Emisión, de conformidad con lo establecido en el Documentos Complementario.
<b>Documento Complementario</b>	Es el documento en que se delinear 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
<b>Cuentas del Fideicomiso</b>	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"> <li>• 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).</li> <li>• 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.</li> </ul> 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.
<b>Evento de Incumplimiento</b>	Son hechos, circunstancias o eventos que ocasionen las obligaciones garantizadas de acuerdo al Documento Complementario respectivo.
<b>Depositario</b>	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.
<b>Fideicomisarios</b>	Los bonistas.
<b>Fiduciario del Fideicomiso de Titulización:</b>	Interbank.

Fuente: Ciudaris

© 2017 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.