

CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS S.A.

Informe con EEFF¹ al 30 de junio de 2017
Periodicidad de actualización: Semestral

Fecha de comité: 30 de noviembre de 2017
Sector Inmobiliario, Perú

Equipo de Análisis

Rocío Zeballos
rzeballos@ratingspcr.com

Emma Álvarez
ealvarez@ratingspcr.com

(511) 208.2530

HISTORIAL DE CLASIFICACIONES

Fecha de información	dic-15	jun-16	jun-16	dic-16	dic-16	jun-17
Fecha de comité	30/05/2016	02/03/2017	14/03/2017	24/05/2017	12/07/2017	30/11/2017
Primera Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos Corporativos Ciudadaris	PEA-	PE	PEBB+	PEE	PECCC	PEB
Perspectivas	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

Significado de la clasificación

PEA: Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados; sin embargo, en periodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.

PEBB: Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Se estima que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.

PEB: Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe mayor riesgo de incumplimiento. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos.

PECCC: Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser sustancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.

PEE: Corresponde a aquellas emisiones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.

Estas categorizaciones podrán ser complementadas si correspondiese, mediante los signos +/- mejorando o desmejorando respectivamente la clasificación alcanzada entre las categorías PEEA y PEB.

“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 por PCR 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 PCR (<http://www.ratingspcr.com/informes-peruacute.html>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.”

Racionalidad

En comité de Clasificación de Riesgo, se decidió subir la calificación de la Primera Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos Corporativos Ciudadaris de PECCC a PEB. La decisión se sustenta en que las obras del Proyecto “Like”, las cuales se encontraban retrasadas y cuyos flujos constituyen el repago de la deuda, han dado inicio de acuerdo al nuevo cronograma reprogramado. Asimismo, ya se cuenta con el banco sponsor y se ha formalizado el crédito aprobado a través de un contrato de financiamiento a la construcción, sin embargo este se encuentra pendiente de activación debido principalmente a que aún no se cumple con el número de ventas mínimo requerido. Se consideran como limitantes, el elevado nivel de apalancamiento, así como los indicadores de cobertura del servicio de deuda por debajo de la unidad que presenta el proyecto. Finalmente, se considera que los factores de protección son escasos, (garantía genérica sobre el patrimonio es negativa y fideicomiso de flujos que aún no cuenta con fondos).

Perspectiva

Estable

¹ EEFF No Auditados

Resumen Ejecutivo

La clasificación de riesgo otorgada al instrumento de Ciudadaris toma en cuenta los siguientes factores:

- **Sensibilidad al ciclo económico:** el sector inmobiliario, en el cual se desenvuelve la empresa, presenta una alta sensibilidad a los ciclos económicos, así, la menor venta de inmuebles proyectada en el 2016 y primer semestre 2017, estaría relacionada al menor dinamismo de la economía. Sin embargo, hacia el segundo semestre se aprecia una recuperación de la misma, con el consecuente incremento en la venta de viviendas, tendencia que se espera se mantenga en el mediano plazo.
- **Inicio de Obras del proyecto “Like”:** Debido a varios factores se generó el retraso de aproximadamente ocho meses en el cronograma inicial del proyecto. El principal motivo de la demora en esta etapa, se debe al retraso del Emisor en la elección del banco sponsor; el cual a la fecha ya se ha definido, quedando pendiente la activación del crédito. Asimismo, en septiembre 2017 se ha iniciado la etapa de construcción, y de acuerdo a lo indicado por la empresa, a la fecha de elaboración del presente informe, se contaría con un avance de obras del 4%.
- **Deterioro significativo del patrimonio causado por los resultados acumulados negativos.** Se observa una reducción significativa en el patrimonio hasta volverse negativo debido a los resultados acumulados negativos que se obtuvieron desde el 2015, ya que en ese periodo los proyectos en su pipeline se encontraban en etapas iniciales (Ser-K, Santa Elvira 2 y Liberpark). Cabe resaltar que el reconocimiento de ingresos se realiza cuando se entrega la unidad inmobiliaria, independientemente de su cobro, lo cual afecta los resultados del periodo y lo cual es propio del ciclo del negocio que abarca más allá de un periodo contable por el tamaño y horizonte de los proyectos inmobiliarios que desarrolla. La empresa proyecta que al cierre del 2019 se revertiría dicha situación. Cabe señalar, que el patrimonio se considera como garantía genérica dentro de la estructura del Programa de Bonos Corporativos y al corte de evaluación, éste es negativo.
- **Estructura de cada emisión se encuentra asociado a un proyecto inmobiliario particular, por lo que su amortización depende del desempeño del mismo.** Los fondos captados en cada una de las emisiones del Programa tendrán como destino el financiamiento de un proyecto particular. Así, el repago del capital e intereses recae en el grado de avance de ventas de los proyectos que permitiría el pago oportuno de su fuente de financiamiento. Los bonos que mantienen en circulación por la primera y segunda emisión fueron destinados a gastos pre-operativos y financiamiento de parte del terreno del Proyecto Like (antes Central 2) y a la fecha se ha cumplido con el pago del primer cupón de ambas series.
- **Resultados del análisis de sensibilidad de flujos proyectados.** El proyecto Central 2 (Like) es sensible a la velocidad de ventas y al precio; se requiere un ritmo mínimo de 5 unidades vendidas al mes desde nov-17 hasta may-18 (4 meses antes de cerrar la etapa de construcción), 6 unidades mensuales a partir de jun-18 en adelante (4 meses de la construcción y durante la fase de posventa)², y mantener el precio a fin de que Ciudadaris pueda cumplir con el repago de los bonos a la fecha de vencimiento. Esta sensibilización no considera los desembolsos del crédito promotor, el cual está pendiente de activación y que la empresa proyecta, podría utilizarse aproximadamente a partir de enero 2018, con lo que la liquidez del proyecto mejoraría. Ello en caso de que las ventas realizadas hasta dicho momento, cumplan con los requisitos del Banco promotor descritos en el cuerpo del informe.
- **La experiencia de la empresa en el desarrollo de proyectos inmobiliarios de vivienda.** Ciudadaris cuenta con una experiencia de 18 años en el desarrollo de edificios residenciales para los sectores AB y B, y la reciente incursión (2009) en el sub mercado de edificios de oficinas. A la fecha mantiene 14 proyectos residenciales culminados entregados e independizados. Además, cuenta con un pipeline de 5 proyectos residenciales, cuyas fechas de entrega estimadas oscilan entre los años 2017 y 2019.
- **Integración vertical de las empresas del grupo económico.** El Grupo Ciudadaris está conformado por las empresas Ciudadaris Consultores Inmobiliarios (inmobiliaria / promotora), Conssolida (constructora) y Plusvalía (diseño). Las tres empresas son complementarias que buscan sinergias en sus operaciones, abarcando toda la cadena de valor del mercado inmobiliario.

Metodología utilizada

La opinión contenida en el informe se ha basado en la aplicación de la metodología de calificación de riesgo de instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, acciones preferentes y emisores (Perú) vigente, el cual fue aprobado en Sesión 01 de Comité de Metodologías con fecha 09 de enero 2017.

Información utilizada para la clasificación

- **Información financiera:** Estados Financieros no auditados correspondientes al 30 de junio de 2017.
- **Riesgo de Liquidez:** Backlog, Flujos de caja proyectados y estructura de financiamiento
- **Riesgo de Solvencia:** Backlog, flujos de caja proyectados.

² Escenario presentado por Ciudadaris, actualizado y ajustado por PCR

Limitaciones y Limitaciones Potenciales para la clasificación

- **Limitaciones encontradas:** no se registraron
- **Limitaciones potenciales:** i) Alto sensibilidad a la velocidad de ventas, en caso ésta evolucione por debajo de lo proyectado, la generación de los flujos del proyecto se vería afectada.

Hechos de Importancia

- El 19 de octubre de 2017, Ciudadaris informó que designó a la firma Santivañez Guarniz & Asociados Sociedad Civil, miembros de BKR Internacional, como auditores externos para el periodo 2017.
- El 09 de octubre de 2017, Ciudadaris informó la firma del Contrato de Financiamiento a la construcción del proyecto Inmobiliario "Like" con el BBVA Banco Continental por la suma de S/ 52,584,894, el mismo que se encuentra asociado a las emisiones de Bonos Corporativos realizadas a través del Mercado Alternativo de Valores.
- El 25 de septiembre de 2017, Ciudadaris informó que inició la construcción del Proyecto Inmobiliario "Like", asociado a las emisiones de Bonos Corporativos en el Mercado Alternativo de Valores. La obra será realizada por la empresa Conssolida S.A. Asimismo, destacan que el inicio de construcción de dicha obra se encuentra dentro de las fechas planificadas y estiman que la construcción culminará a finales de septiembre 2018.
- El 21 de agosto de 2017, se informó la cancelación del primer cupón de intereses anuales de la Primera Emisión – Serie B del Primer Programa de Bonos Corporativos.
- El 27 de julio de 2017, Ciudadaris presentó a la SMV información financiera no auditada a junio 2017.
- El 12 de julio de 2017, se publicó el informe de clasificación de riesgo de PCR a diciembre 2017, cuya nota fue de CCC.
- El 06 de julio de 2017, presentó su apelación a PCR por la clasificación otorgada en el informe con corte de evaluación diciembre 2016 (fecha de comité 30.06.2017), presentando información adicional.
- El 04 de julio, Ciudadaris presentó una carta a la SMV manifestando su desacuerdo con el deterioro de su clasificación de riesgo, según el último comité del 30 de junio de 2017, en el cual PCR lo calificó en CCC. Asimismo, señala que cuentan con 16 minutas de venta y 9 contratos de arras y que tienen estimado iniciar obras en setiembre 2017 con una velocidad de ventas promedio de 4 a 5 unidades mensuales y que estiman cumplir con el repago oportuno de sus bonos.
- El 18 de mayo de 2017 se presentó la información financiera anual auditada 2016 a la SMV.
- El 14 de marzo de 2017, se publica el informe correspondiente a junio 2016, en donde PCR le otorga la calificación de BB+, la cual corresponde a aquellas emisiones situadas por debajo del grado de inversión, estimándose que su flexibilidad financiera pudiera limitar su cumplimiento al vencimiento y la calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia, por lo que se consideran especulativas.
- El 06 de marzo de 2017, Ciudadaris Consultores Inmobiliarios S.A. envía a PCR una solicitud de apelación a la calificación dada al informe con corte junio 2016 otorgada el 02 de marzo de 2017, sustentado en la presentación de información adicional.
- El 02 de marzo de 2017, se publica el informe correspondiente a junio 2016, en donde PCR le otorga la calificación de E, que corresponde a aquellas emisiones que no poseen información suficiente o ésta no es representativa, lo que no permite emitir una opinión sobre su riesgo.
- El 03 de febrero de 2017, la Junta General de Accionistas acordó elegir como auditores externos para el ejercicio 2016 a la firma Santivañez Guarniz & Asociados Sociedad Civil con RUC 20512176241 miembros del BKR Internacional.
- El 27 de enero de 2017, se informa que la designación de la Sociedad Auditora Demichelli, Sarrío y Asociados (Grant Thornton SAC.) que fue comunicada el 30 de junio de 2016, quedó sin efecto.
- El 19 de enero de 2017, se canceló el primer cupón de intereses anuales de la serie A de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos.
- El 31 de agosto de 2016, se designa como sociedad auditora a Grant Thorton SAC., iniciando actividades de auditoría correspondientes al ejercicio 2016 con fecha 01 de noviembre 2016.
- El 25 de agosto de 2016, la Junta General de Accionistas aprueba la emisión de la serie B de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos con fecha de colocación 25 de agosto de 2016 por un valor de US\$ 419,000 con tasa fija de 6.9062%.
- El 22 de agosto de 2016, se emite el aviso de oferta para la serie B de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos por el importe de hasta US\$ 850,000 con vencimiento a 900 días.
- El 19 de agosto de 2016, La Superintendencia de Mercado de Valores (SMV) aprobó las variaciones fundamentales, de los Complementos del Prospecto Marco correspondientes a la Primera Emisión de Bonos Corporativos, cuyo monto máximo se disminuye a US\$ 2,000,000. Para la Segunda Emisión de Primer Programa de Bonos Corporativos, el monto máximo se disminuye a S/ 6,000,000, ambas emisiones por un plazo de tres años.
- El 15 de agosto, se informa sobre la Segunda Actualización del Primer Programa de Emisión de Bonos Corporativos para la Primera y Segunda Emisión del Programa de Bonos Corporativos.
- El 15 de julio de 2016, se comunica a la SMV la decisión de emitir la serie B de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos por el monto de US\$ 850,000 con plazo a 914 días.
- El 13 de julio de 2016, se celebró la Asamblea General Obligacionistas del Programa de Emisión de Bonos Corporativos a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV), en el cual se acordó: Aprobación de la Variación Fundamental en los

montos y plazos de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos a través del MAV.

- El 04 de julio, se informa sobre la Primera Actualización del Primer Programa de Emisión de Bonos Corporativos para la Primera y Segunda Emisión del Programa de Bonos Corporativos.
- El 30 de junio de 2016, la Junta General de Accionistas acordó elegir como auditores externos para el ejercicio 2016 a la firma Grant Thornton SAC.
- El 27 de junio de 2016, se deja sin efecto el Aviso de Oferta de la Segunda Emisión debido a retrasos involuntarios en la publicación del Aviso de Oferta.
- El 23 de junio de 2016, se publica el Aviso de Oferta de la serie A Segunda Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos por el monto de S/ 1,000,000 por el plazo de 914 días.
- El 19 de febrero de 2016, el Sr. Jose Antonio Arbulú Soto es reemplazado por la Sra. Rocío Hermelinda Herrera Catalán como miembro del directorio.
- El 18 de enero de 2016 se coloca la serie A de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos por el monto de US\$ 1,150,000, por el plazo de 3 años y a una tasa de 7.5% anual.
- El 14 de enero de 2016 se emite el Aviso de Oferta de la serie A de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos por el monto de US\$ 1,200,000, con plazo a 3 años.

Contexto Económico

Entorno Macroeconómico

La actividad económica se ha venido desacelerando desde el último trimestre de 2016 por la moderación de la demanda interna, básicamente por la contracción de la inversión privada y pública, tras el impacto de las medidas de consolidación fiscal, de los casos de corrupción asociados a empresas constructoras brasileñas y del Fenómeno El Niño Costero (sobre todo entre febrero y abril de 2017). A partir de mayo se ha observado una recuperación de la demanda interna, en línea con la recuperación de la confianza empresarial y de los términos de intercambio, así como una menor contracción del gasto público, asociada a las medidas del gobierno para destrabar la inversión pública. Asimismo, las exportaciones continuaron siendo la principal fuente de crecimiento del PBI. Con esta evolución, se ha mantenido la proyección del crecimiento del PBI en 2.8% para este año y en 4.2% para 2018, con una recomposición a favor de la demanda interna, principalmente por la revisión al alza del crecimiento del consumo privado (3.3% en comparación al 3.0% del 2T17), el cual estaría asociado a una mayor recuperación del empleo e ingresos, como consecuencia de la expansión del sector construcción; la mejora de los términos de intercambio y el ingreso disponible; y la reversión del efecto riqueza negativo ocasionado por el Fenómeno El Niño Costero. Este nivel de crecimiento se mantendría en 2019, en un contexto de aceleración de la inversión privada y menor crecimiento de la producción minera y la inversión pública³.

PRINCIPALES INDICADORES MACROECONÓMICOS

INDICADORES	ANUAL						PROYECCIÓN ANUAL**	
	2012	2013	2014	2015	2016	jun-2017	2017	2018
PBI (var. %real)	6.00%	5.80%	2.40%	3.30%	3.90%	2.3%	2.8%	4.2%
PBI Electr & Agua	5.80%	5.50%	4.90%	5.90%	7.30%	1.3%	2.2%	4.5%
PBI Minería e Hidrocarb. (var. %real)	2.80%	4.90%	-0.90%	9.50%	16.30%	2.9%	3.5%	5.3%
PBI Construcción (var. %real)	15.10%	8.90%	1.90%	-5.80%	-3.10%	-4.1%	0.9%	8.0%
Remuneración Mínima Vital(S/)	719	750	750	750	850	850	850	850
Inflación (var. % IPC)	0.20%	2.90%	3.20%	4.40%	3.23%	2.73%	2.8% - 3.0%	2.8% - 3.0%
Tipo de cambio promedio (US\$)	2.64	2.7	2.84	3.19	3.38	3.26	3.30	3.40

**BCRP Reporte de Inflación setiembre 2017 y Expectativas Macroeconómicas

Fuente: BCRP, MEF / Elaboración: PCR

Sector Inmobiliario

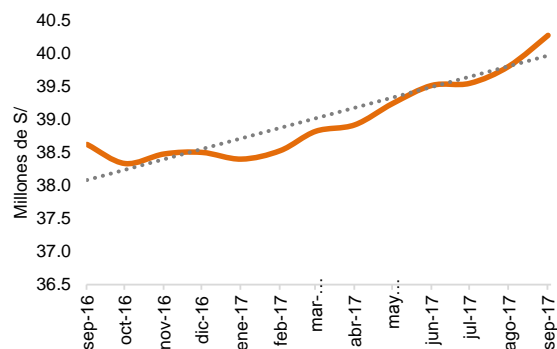
El mercado inmobiliario tiene una alta correlación con el ciclo económico y se encuentra influenciado por variables macroeconómicas como el PBI, empleo, ingresos de las familias, tasas de interés, entre otras. Hasta el 1T17 el mercado inmobiliario mostraba una tendencia de desaceleración por la ralentización del crecimiento económico, sin embargo a partir de dicha fecha se vienen apreciando signos de recuperación. En detalle se tiene que, Durante el 2do trimestre del 2017, en el ámbito de Lima Metropolitana y el Callao se vendieron 2,908 unidades inmobiliarias de vivienda –nueva multifamiliar-. Esta cantidad representa un incremento del 7.0% respecto de las 2,717 unidades vendidas en el 1T17 y del 4.2% respecto a las 2,791 unidades vendidas el 2T16. En cuanto al ritmo de ventas, se tiene que la velocidad de ventas promedio mensual de la ciudad de Lima Metropolitana para el 2T17 fue de 1,018 unidades/mes, cantidad superior en 18.93% respecto de las 856 unidades/mes registradas durante el 1T17. Asimismo, la velocidad de ventas por segmento NSE en la ciudad de Lima fue de: NSE A 148 und/mes; NSE AB 186 und/mes; NSE B 615 und/mes; NSE C 68 und/mes⁴.

Finalmente, se apreciando una evolución de los créditos hipotecarios, los que cerraron setiembre 2017 en S/ 40.27MM, cifra mayor en 4.3% respecto al mismo periodo del año anterior.

³ Fuente: reporte de inflación setiembre 2017 – BCRP

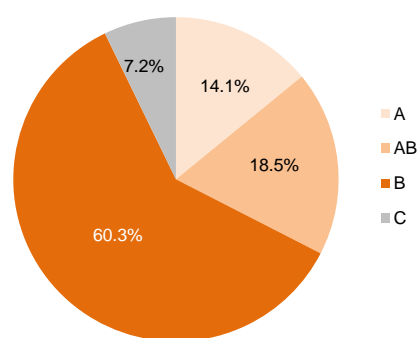
⁴ Informe de coyuntura inmobiliaria 2017 - TINSA

EVOLUCIÓN LOS CRÉDITOS HIPOTECARIOS (BANCA MÚLTIPLE)



Fuente: SBS / Elaboración: PCR

OFERTA POR NIVEL SOCIOECONÓMICO 2T2017 (LIMA METROPOLITANA Y CALLAO)



Fuente: TINSA / Elaboración: PCR

Análisis de la institución

Reseña

Ciudaris Consultores Inmobiliarios S.A. (Ciudaris o La Empresa) fue constituida en setiembre de 1999 e inició operaciones en octubre del mismo año. Esta se dedica a la actividad inmobiliaria, principalmente a la compra de terrenos, diseño, administración, venta y post venta de unidades inmobiliarias. Ciudaris desarrolló actividades de construcción hasta el año 2013, ya que a partir de dicho año se constituyó la empresa Conssolida para dedicarse a esta actividad.

La Empresa cuenta con amplia experiencia en el desarrollo de proyectos inmobiliarios, lo cual se refleja en los 14 proyectos residenciales culminados desde el inicio de sus operaciones; éstos se ubican en distritos de Lima como Miraflores, Jesús María, San Isidro, Lince, Breña y Barranco y se encuentran dirigidos principalmente a los sectores económicos AB y B. A la fecha, dichos proyectos están totalmente entregados e independizados. Adicionalmente, Ciudaris mantiene 5 proyectos residenciales en curso con fechas de entrega estimadas entre los años 2017 y 2019.

Asimismo, la empresa también se desenvuelve en el mercado de oficinas, cuyo primer edificio está ubicado en Surco bajo el nombre de Efi100tech I, entregado al 100%. El segundo desarrollo de un edificio de oficinas (Efi100tech II) se ubica en el distrito de San Isidro que tuvo como fecha final de colocación en junio 2015.

BACKLOG - CIUDARIS A JUNIO 2017 (10 últimos proyectos)

PROYECTO	UBICACIÓN	TIPO	# DEP/OF	AÑOS DE EJECUCIÓN	VENTAS PROM (UNID/MES)	PRECIO PROMEDIO (S/)	INVERSION S/ MM	AVANCE VTAS (%)	STATUS
Parque Ruiz	Breña	Residencial	71	2010-2011	4	158,000	9.05	100%	Finalizado
Central	San Isidro	Residencial	28	2011-2011	3	293,500	7.05	100%	Finalizado
Barranco Villa Club	Barranco	Residencial	208	2011-2014	6	235,000	33.89	100%	Finalizado
Pq. de la Reserva	Cdo de Lima	Residencial	63	2013-2014	3	325,182	15.43	100%	Finalizado
Efi100tech II	San Isidro	Oficinas	9	2013-2014	1	1,398,420	12.61	100%	Finalizado
Viverd	Pueblo Libre	Residencial	96	2013-2014	4	269,790	19.61	100%	Finalizado
Modena	Barranco	Residencial	31	2013-2014	2	353,000	10.05	100%	Finalizado
Rs. Sta Elvira - Etapa 1	Chiclayo	Residencial	32	2013-2014	4	193,600	59.31	100%	Finalizado
Ser-K - Etapa 1	Barranco	Residencial	136	2015-2017	6	330,000	48.59	100%	Finalizado

Fuente: Ciudaris S.A. / Elaboración: PCR

PIPELINE - CIUDARIS A JUNIO 2017 (Proyectos en desarrollo y por desarrollar)

PROYECTO	UBICACIÓN	TIPO	# DEP/OF	AÑOS DE EJECUCIÓN	VENTAS PROM (UNID/MES)	PRECIO PROMEDIO (S/)	INVERSION S/ MM	AVANCE VTAS (%)	STATUS
Rs. Sta Elvira -Etapa2	Chiclayo	Residencial	76	2016-2017	4	193,600	59.31	42%	Construcción
Liberpark	San Miguel	Residencial	78	2016-2017	4	335,000	20.66	40%	Construcción
Like (Ex Central 2)	J. María	Residencial	133	2017-2019	1.5	411,091	41.33	11%	Pre-venta
Ser-K Etapa 2	Barranco	Residencial	193	2017-2019	6	393,782	54.00	2%	Pre-venta
Proyecto Shine Escardo	San Miguel	Residencial	148	2017-2018	4.5	311,000	38.07	0%	Por iniciar
Proyecto 4 - Nuevo	Barranco	Residencial	70	2018-2018	4.5	350,000	29.16	0%	Por iniciar
Proyecto 5 - Nuevo	Por definir	Residencial	90	2018-2019	4.5	350,000	29.16	0%	Por iniciar

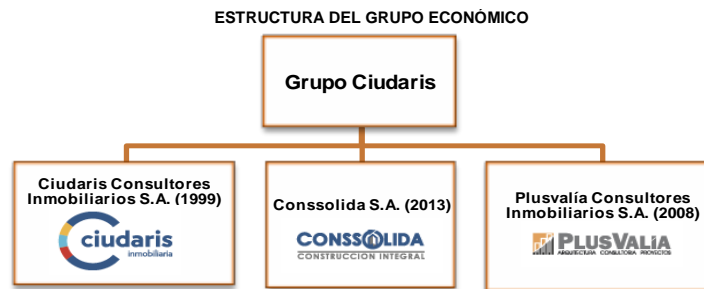
Fuente: Ciudaris S.A. / Elaboración: PCR

Acerca de los proyectos que se encuentran en desarrollo, la empresa tiene en cartera proyectos dirigidos hacia el NSE B en los distritos de San Miguel y Jesús María, los cuales son de mediana envergadura.

Grupo Económico

El Grupo Ciudadaris está conformado por Ciudadaris, Plusvalía y Conssolida. Las tres empresas se administran de manera independiente, pero son negocios complementarios dado que buscan sinergias en sus operaciones, abarcando toda la cadena de valor del mercado inmobiliario.

Plusvalía S.A., creada en el año 2008, es una empresa dedicada a la asesoría y desarrollo de proyectos de inversión inmobiliaria. Su experiencia se concentra tanto en proyectos de vivienda multifamiliar como de oficinas, sumando a la fecha más de 130 proyectos de vivienda diseñados en distintos distritos de Lima y provincias. Esta empresa ofrece especialización en sus trabajos de diseño que le permite aplicar estándares de funcionalidad, economía constructiva, estética y criterios de marketing para asegurar el éxito del proyecto. Entre sus servicios realizan estudios de factibilidad y Proyectos Arquitectónicos completos a empresas promotoras, inmobiliarias, constructoras, entidades financieras y personas naturales.



Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR

Por otro lado, *Conssolida S.A.*, creada en el año 2013, se especializa en la construcción de proyectos de vivienda multifamiliar, edificios de oficinas e infraestructura educativa y comercial. Tiene como objetivo corporativo alcanzar la calidad y cumplimiento de plazos en los proyectos que ejecuta, teniendo como uno de sus pilares la seguridad de obra. Sus servicios de construcción son prestados a Ciudadaris y otras empresas inmobiliarias/promotoras.

En el año 2012, el Grupo obtuvo la certificación ISO 9001 que evalúa los procesos diseño, venta, gerenciamiento (desarrollo del proyecto) y servicio al cliente, posicionándose como una de las pocas empresas en el mercado que cuentan con dicha certificación en tres procesos de relevancia en la cadena de valor del negocio inmobiliario.

Gobierno Corporativo

Producto del análisis efectuado, consideramos que la empresa Ciudadaris Consultores Inmobiliarios S.A. (Ciudadaris o la Empresa en adelante) tiene un nivel de desempeño Regular (Categoría GC5, donde CG1 es la categoría máxima y CG6 es la mínima) respecto a sus prácticas de Gobierno Corporativo. Ciudadaris es una persona jurídica bajo la denominación de Sociedad Anónima, de acuerdo a la Ley General de Sociedades. El Capital Social de la compañía totalmente pagado y suscrito es de S/ 4'511,519 representados por 4'511,519 acciones comunes, con valor nominal de S/ 1.00 cada una, gozando todas de iguales derechos y prerrogativas. A la fecha Ciudadaris tiene 3 accionistas, siendo 2 de ellos personas naturales. La estructura accionaria actual se muestra en la Tabla 1.

TABLA 1

Accionistas	Participación
Plusvalía S.A.	51.43%
Ricardo Javier Arbulú Soto	48.09%
Felipe Echevarría	0.49%

Fuente: Ciudadaris/ Elaboración: PCR.

El Directorio está conformado por tres (3) miembros y no cuenta con comités de apoyo. La Tabla 2 muestra a los miembros actuales del Directorio a junio 2017, elegidos por la Junta General de Accionistas celebrada con fecha 19.02.2016, pudiéndose observar su cargo, formación profesional y su experiencia como directores.

TABLA 2

Directorio			
Nombre	Cargo	Profesión	Experiencia
Ricardo Javier Arbulú Soto	Director	Arquitecto	26 años
Rocío Herrera Catalán	Director	Contadora	22 años
Pilar Nuñez Danjoy	Director	Publicista	25 años

Fuente: SMV / Elaboración: PCR.

La empresa no cuenta con un código de ética. La empresa elabora sus EEFF de acuerdo a las NIIF emitidas por el IASB siendo auditados por una empresa de reconocido prestigio. Por otro lado, la empresa no cuenta con una política de gestión de riesgo ni de información; además no cuenta con un área de Auditoría Interna. Finalmente, la empresa no elabora un informe anual de gobierno corporativo.

Accionariado, Directorio y Plana Gerencial

Respecto a la plana gerencial de Ciudadaris, está conformada por: **i)** el Sr. Ricardo Arbulú Soto, arquitecto egresado de la Universidad Ricardo Palma, Master en Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias en la Universidad Politécnica de Madrid y Master en Dirección de Empresas (PAD) de la Universidad de Piura. Se desempeñó como Presidente del Comité de edificaciones de CAPECO. Actualmente, y desde su fundación, ocupa el cargo de Gerente General de Ciudadaris y Plusvalía, además es Director de la Asociación de Empresas Inmobiliarias del Perú (ASEI); **ii)** el Sr. Rodolfo Namuche Reyes, licenciado en Economía por la Universidad de Piura y Master en Dirección de Empresas en la Escuela de Planeamiento y Control. Anteriormente ocupó cargos ejecutivos en las áreas de Planeamiento Estratégico y presupuesto en Mibanco, Consultor en áreas de operaciones, procesos y proyectos de inversión en Edpyme Raíz y JICA; **iii)** la Sra. Mariella Carrillo Menéndez, egresada de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (UPC), cuenta con especialización en marketing y ventas por CENTRUM. Anteriormente se desempeñó como Gerente Comercial del Grupo López Inmobiliaria y Marcan, así como Jefe de marketing en Inmobiliaria Paz Centenario; **iv)** la Sra. Pilar Núñez Danjoy, diseñadora publicitaria por el Instituto Peruano de Publicidad (IPP), quien actualmente se desempeña como Gerente de Marketing de Ciudadaris y participa en esta desde su fundación; **v)** la Sra. Natalie Hiyagón Hirahoka, abogada colegiada de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos (UNMSM). Cuenta con experiencia como Sub Gerente adjunta de asesoría legal y municipal en el Banco de Crédito del Perú (BCP), abogada responsable del Área de contratos en Notaría Benvenuto Murguía y como Jefe de Administración de ventas – legal en Inmobiliari S.A. Desde el año 2014 se desempeña como Gerente Legal en Ciudadaris; y **vi)** el Sr. Jorge Cárdenas Zevallos, Ingeniero Civil y Magister en Gestión y Dirección de Empresas Constructoras e Inmobiliarias de la PUCP. Anteriormente se ha desempeñado como Gerente de Proyectos en Inmobiliaria Secoya SAC. Participa como Gerente de Operaciones desde mayo de 2017. Actualmente cursa una Maestría en Dirección y Administración de Proyectos en la UPC.

PLANA GERENCIAL AL 30.06.2017

PLANA GERENCIAL	
Ricardo Javier Arbulú Soto	Gerente General
Rodolfo Namuche Reyes	Gerente de Planeamiento y Control
Mariella Carrillo Menéndez	Gerente Comercial
Pilar Núñez Danjoy	Gerente de Marketing
Natalie Hiyagón Hirahoka	Gerente Legal
Jorge Cárdenas Zevallos	Gerente de Operaciones

Fuente: Ciudadaris S.A. / **Elaboración:** PCR

Responsabilidad Social Empresarial

Producto del análisis efectuado, consideramos que la empresa Ciudadaris tiene un nivel de desempeño Bueno (Categoría RSE3, donde RSE1 es la categoría máxima y RSE6 es la mínima), respecto a sus prácticas de Responsabilidad Social Empresarial. La empresa ha identificado parcialmente a sus grupos de interés; producto de esto se encuentran levantando información de procesos y formalización de procedimientos para envío información periódica a sus grupos de interés. La empresa incentiva algunas acciones orientadas a promover la eficiencia energética y el consumo racional del agua, a través de publicación de artículos que fomenten el buen uso del recurso, sin embargo no forman parte de programas formales. Respecto al reciclaje, la organización tiene un convenio con Aldeas Infantiles y Reciclame (2017). Además de realizar dichas acciones de optimización de los recursos naturales, la empresa también realiza evaluaciones ambientales de sus proveedores de manera eventual o esporádica, evaluando la disposición final de residuos sólidos y solicitando a sus proveedores el monitoreo a sus instalaciones. Por otro lado la empresa, no ha tenido multas en materia de regulación ambiental, sin embargo si han presentado algunos compromisos a solicitud de la municipalidad por cada uno de sus proyectos.

Con relación al aspecto social, la empresa cuenta con un Reglamento de Trabajo, manejan una Política de Ascensos, y un plan de capacitaciones, estos enfocados a brindar oportunidades a todos los trabajadores sin discriminación. Por otro lado la empresa no cuenta con programas que promuevan la erradicación del trabajo infantil y el trabajo forzoso, sin embargo cumple plenamente con la legislación laboral local. Sé verificó que la empresa otorga todos los beneficios de ley a sus trabajadores y excede lo dispuesto por la legislación vigente. Por otra parte, la empresa no cuenta con un código de ética. Finalmente, cuenta con programas de participación en la comunidad, realizando actividades que involucran a comunidades y organizaciones sin fines de lucro que requieren materiales de construcción y mano de obra entre el 2012 y 2014, además con la campaña de Reciclaje, se consiguió la alimentación de niños de la Asociación de Aldeas Infantiles.

Operaciones y Estrategias

Operaciones

Ciudaris es una inmobiliaria que se dedica a la compra y venta de terrenos, administración, y gestión de venta y post venta de sus unidades inmobiliarias. A la fecha se han realizado 14 proyectos destinados a los sectores económicos AB y B, ubicados en la ciudad de Lima, en los distritos de Miraflores, Jesús María, San Isidro, Lince, Breña y Barranco. Asimismo, cuentan con un proyecto en curso, Proyecto Santa Elvira, ubicada en la ciudad de Chiclayo (Lambayeque). Las oficinas administrativas están ubicadas en el distrito de Surco (edificio Efi100tech 2), y cuentan con 59 colaboradores a diciembre 2016.

Clientes

Con los proyectos inmobiliarios de viviendas, sus clientes son principalmente individuos y familias que adquieren los departamentos, los cuales por ubicación y precio se construyen dirigiéndose a los sectores socioeconómicos AB y B. En el caso de las oficinas, éstas se ubican en el segmento Sub-prime y están dirigidas a empresas.

Proveedores

El principal servicio que contrata Ciudaris es el servicio de construcción de los proyectos inmobiliarios y el servicio de diseño. La construcción, en promedio, representa el 60% de la inversión en estos proyectos, y este servicio se lleva a cabo por la empresa relacionada Conssolida S.A. Al corte de evaluación, mantienen cuentas por pagar a este proveedor por S/ 4.84MM por los proyectos Santa Elvira, Liberpark y Ser-K (Etapa II). De la misma manera, mantiene cuentas por cobrar con dicha empresa por S/ 8.75M y con la relacionada Plusvalía Consultores Inmobiliarios S.A. por S/ 0.93M.

Estrategias corporativas

Ciudaris ha planteado sus estrategias corporativas en base al entorno macroeconómico, principalmente la evolución del sector construcción y el comportamiento de los créditos hipotecarios en el sistema financiero. Ciudaris establece 3 pilares en su estrategia corporativa: i) Crecimiento ordenado y sostenible de la empresa, mediante una gestión de recursos financieros de largo plazo y que compartan riesgo en las inversiones. ii) Satisfacción y acompañamiento al cliente, ofreciendo servicio de venta y post venta de calidad, así como mejores soluciones integrales de vivienda vertical de altura en zonas centrales, y poder ofrecer precios más competitivos en el mercado. iii) Mejorar la gestión operativa de los proyectos para mantener la imagen de marca.

Inversiones

En el 2009 Ciudaris adquirió el 99.59% de las acciones de la empresa relacionada Plusvalía Consultores Inmobiliarios S.A., y al corte de evaluación representan S/ 2.19MM. Adicionalmente, la Empresa ha firmado tres Contratos de Asociación en Participación con Fondos de Inversión, para la ejecución de proyectos inmobiliarios. Estas participaciones en el capital para los proyectos que se realizarán, se registran contablemente como un pasivo no corriente bajo la cuenta "Cuentas por pagar de Operaciones Conjuntas". Este capital por pagar se devolverá a los fondos de inversión una vez culminada la obra con los flujos que esta genere y no implica una salida de efectivo por parte de Ciudaris. Asimismo, en los primeros años de las obras, se han generado costos mayores a lo esperado, por lo que Ciudaris es el que aporta para cubrir dichos costos, los cuales se trasladan después a los fondos de inversión en el estado de resultados bajo la cuenta "atribución de resultados de asociaciones en participación".

CONTRATOS DE ASOCIACIÓN EN PARTICIPACIÓN

Proyecto Inmobiliario	Asociado	Participación del Asociado	Participación de Ciudaris
Santa Elvira (Chiclayo)	Terranum Perú IV LP	58.12%	33.37%
	Terranum Capital Colombia	8.51%	
Ser-K (Barranco)	Terranum Perú VII LP	58.12%	33.37%
	Terranum Capital Colombia	8.51%	
Liberpark (San Miguel)	Inmobiliaria Italia	30.00%	70.00%

Fuente: Ciudaris S.A. / Elaboración: PCR

Al 1S17, Ciudaris es propietaria de una oficina y dos estacionamientos ubicados en el edificio Efi100tech 1. Esta oficina se alquila a un tercero, siendo el ingreso por alquiler a junio 2017 de S/ 171,128M (-3.3% A/A).

Posición competitiva

Ciudaris maneja un análisis de su posición competitiva por proyecto, en el cual realizan un benchmark de los proyectos que se encuentran en las zonas donde se van a concretar sus inmuebles. En el presente informe se tomó en cuenta el análisis en el distrito de Jesús María en el cual se estará construyendo el edificio multifamiliar Like.

BENCHMARK DE PROYECTOS (JESÚS MARÍA)

CARACTERÍSTICAS	NESTA	EMOTIONS	Casa Blanca	PARQUE	
	COSAPI	Servipro	Grupo FAM	SEND A	ALAMEDA
	1, 2 y 3 Dorm	2 y 3 Dorm	3 dorm		LUGANO
	Jesús María	Jesús María	Jesús María		2 y 3 dorm
NÚMERO DE PISOS	No definido	10	9	20	20
AREA DPTO (m2)	85.35	88	79	71	70
PRECIO (Inc. IGV -Soles)	510,000	480,000	500,000	390,000	381,000
PRECIO SOLES /m2	5,975	5,455	6,329	5,493	5,443
COCHERA SOLES	35,000	40,000	50,000	30,000	30,000
No. DPTOS.	420	42	37	133	117
No. DPTOS VENDIDOS	70	38	25	20	3
% VENTAS DEPARTAMENTOS	17%	90%	68%	15%	3%
% AVANCE OBRA	Pre venta	70%	70%	pre venta	pre venta
FECHA DE ENTREGA	setiembre 2017	Junio 2016	Marzo 2016	Dic 2018	Dic 2018
CALIDAD ZONA	B+	B+	B+	No definido	B+
Velocidad de venta (ventas/ meses)	5	3	4	3	3
No. DE DORMITORIOS	3	3	3	3	3 Y 2
No. DE BAÑOS	2 1/2	2	2	2	2

Fuente: Ciudadaris/Elaboración: PCR

Análisis Financiero

Para este sector en particular, se debe considerar que el desempeño financiero de las empresas presenta fluctuaciones cíclicas importantes, producto de la forma en la que se da el reconocimiento contable de los ingresos, lo cual afecta tanto el Estado de Situación Financiera, como el Estado de Resultados, lo cual se explicará más adelante.

Balance General:

Al 1S17 el Activo Total (AT) se ubicó en S/ 100.52MM, siendo menor en 4.7% con respecto al cierre de diciembre 2016, estando compuesto principalmente por Activo Corriente (AC), el que representó el 80.7% del AT, mientras que el Activo No Corriente (ANC) representó el 19.3% restante. La disminución con respecto al 2016, se debe al retroceso de ambos componentes. En detalle se tiene que, el AC disminuyó en 4.5% situándose en S/ 81.14MM, debido principalmente al retroceso de los fondos restringidos correspondientes al Proyecto Liberpark, canalizados a través del BBVA Continental por S/ -4.13MM. Otra cuenta significativa del AC fue Existencias, en la cual se registran todas las sub partidas relacionadas a los proyectos de Ciudadaris, como: Terrenos, Proyectos en Desarrollo, Inmuebles terminados, Suministros, así como los Anticipos a Proveedores; al corte de evaluación esta cuenta representó el 69.3% del AT y no presentó mayor variación con respecto a diciembre 2016 (-0.7%). Por el lado del ANC, se tiene que este también mostró una disminución por 5.9%, dada principalmente por el retroceso de la partida Cuentas por Cobrar de Operaciones Conjuntas (7.9% del AT) en S/ -1.12MM, en la que se registran la atribución de pérdidas generadas en los contratos de asociación en participación de los proyectos Santa Elvira (Chiclayo) y Ser-k (Barranco). Otras cuentas representativas del ANC son Inversión Inmobiliaria (5.5%) e IME⁵ (3.2%), en la primera se registra inmuebles los cuales la empresa mantiene con el objetivo de arrendamiento a terceros, y en IME se registra activo fijo de propiedad de la empresa, ninguna de las dos cuentas registró una variación significativa respecto a diciembre 2016.

El cuanto al Pasivo Total (PT), este se situó en S/ 103.69MM y de manera similar, presentó una disminución de 4.7%, representando el 103.2% del Pasivo + Patrimonio (Dic-16: 101.3%), debido que Ciudadaris registra un Patrimonio negativo al corte de evaluación. En detalle se tiene que el Pasivo Corriente (PC), que representa el 14.8% del Pasivo + Patrimonio (PT+PAT), presentó una disminución respecto a dic-16 por 8.5% debido a menores cuentas por pagar a relacionadas que se registraron en el periodo por -28.3% (S/ 1.56MM), efecto aminorado por el avance de los préstamos bancarios por los proyectos que viene ejecutando la empresa en 8.0% (S/ 1.91MM); dichas cuentas representan el 3.9% y 4.6% del PT+PAT respectivamente, las que junto a la partida Otras Cuentas por Pagar de CP (5.0%), se constituyeron como las cuentas más significativas del PC. Cabe señalar, que la deuda financiera con bancos, por S/ 25.65MM (dic-16: 23.73MM) tienen vencimiento corriente, sin embargo, la empresa indica que se renovarían con cada entidad financiera, motivo por el cual consideran que en su mayoría se pagarían en el largo plazo S/ 22.18MM (dic-16: 20.28MM), motivo por el cual las han registrado en el PNC.

Por otro lado, se tiene que el Pasivo No Corriente (PNC), representó el 88.3% del PT+PAT, disminuyendo en 2.0% respecto al cierre del 2016, debido al retroceso de la partida Anticipo de Clientes por 33.2% (S/ -7.66MM), en la que se registran los anticipos recibidos por los compromisos aceptados en la fecha de suscripción de los contratos de venta de inmuebles que realiza la Compañía durante el periodo de su habilitación y antes de la entrega del inmueble. En la fecha de entrega efectiva del inmueble a los clientes se reconoce el ingreso por ventas con cargo a esta cuenta; al 1S17 se registraron anticipos correspondientes a 7 proyectos por S/ 15.43MM y la fluctuación respecto a diciembre se debe principalmente al Proyecto Ser-K I, el cual se ha finalizado en el presente periodo, sin embargo, se presentaron avances en la recaudación de los

⁵ Inmueble, maquinaria y equipo

proyectos Santa Elvira – Etapa II, Liberpark y Like, y Ser-k II, dado el ciclo de vida de estas obras (en construcción o pre-venta). Otras cuentas representativas del PNC, son: Cuentas por Pagar por Operaciones Conjuntas con el 32.3% del Pasivo y Patrimonio, en la que se registran los aportes realizados en efectivo como asociado en los contratos de asociación en participación para la ejecución de los proyectos Santa Elvira, Ser-k y Liberpark, esta cuenta no representó variación; asimismo, se registran Obligaciones Financieras de Largo Plazo (29.9%), las que incluyen los bonos emitidos por el Proyecto Like, Préstamos de Arrendamiento Financiero y los Préstamos para diferentes proyectos que se renovarían y por ende se registraron en el LP; y finalmente, la empresa registra Deuda No Financiera de Largo Plazo, en la que se incluyen contratos de mutuo en 7 diferentes colocaciones, entre la Compañía y personas naturales dedicadas a la gestión empresarial e inversiones inmobiliarias, por el cual se ha fijado intereses compensatorios al vencimiento; esta cuenta representó el 7.9% al 1S17 y se incrementó en 182.3% debido al registro de 3 colocaciones adicionales con respecto a diciembre 2016 (S/ +5.11MM).

En cuanto al Patrimonio Neto, como se mencionó anteriormente se mantiene en negativo situándose en S/ -3.17MM, desmejorando con respecto al cierre del 2016, fecha en la que se ubicó en S/ -1.35MM, debido a los resultados acumulados negativos que se vienen incrementando desde el periodo 2015 y que al corte de evaluación alcanzaron los S/ -10.19MM. Cabe señalar, que esta situación se iría revirtiendo a medida que se reconozcan los ingresos de los proyectos que desarrolla en el Estado de Resultados. Cabe señalar, que el capital social de Ciudadaris se ubicó en S/ 4.51MM y se mantiene sin variación desde el 2015.

Eficiencia Operativa

Hasta el año 2013, Ciudadaris percibía ingresos derivados de dos rubros: **(i)** Ingresos por proyectos propios, cuyos precios y costos varían dependiendo de la envergadura del proyecto, el mercado al que va dirigido, metraje promedio, entre otros; **(ii)** Ingresos por servicios de construcción a terceros, cuyo reconocimiento se realizaba de acuerdo al avance de obra, el mismo que tenía una facturación periódica. Sin embargo, a partir de octubre del 2013, los directivos de la empresa, dado el crecimiento de la misma, decidieron separar la actividad constructora de la actividad inmobiliaria; la primera quedó a cargo de Conssolida S.A. (empresa relacionada). De esta manera, en los periodos 2015 y 2016 los ingresos de la empresa, provinieron en un 100% de los proyectos propios que desarrollaron, mientras que en la estructura que mantuvieron hasta el 2013, éstos alcanzaron el 62.9%.

Otro factor que afecta la evolución de las ventas, es la etapa en la que se encuentra cada proyecto que desarrollan, dado que registro contable de los ingresos se reconocen en el estado de resultados una vez que : **i)** se considera que en el ejercicio evaluado se han transferido los riesgos y beneficios inherentes a la propiedad mediante el acta de entrega, **ii)** la Empresa no conserva para sí misma ninguna implicancia en la gestión corriente de los bienes entregados en el grado con el que generalmente se asocia a la de un propietario, ni el control efectivo sobre los bienes entregados, **iii)** es probable que los beneficios económicos relacionados a la transacción fluirán a la empresa, **iv)** el grado de terminación de la transacción, en la fecha del estado de situación financiera, pueda ser cuantificado confiablemente, y **v)** los costos incurridos en la prestación así como los que quedan por incurrir hasta completada puedan cuantificarse confiablemente. Dicha definición denota que la evolución de los ingresos de Ciudadaris no sólo estará influenciada por la cantidad de proyectos desarrollados y en desarrollo que tenga en cartera, sino también en las ventas de éstos, aunado a los desembolsos hechos por los compradores y/o entidades bancarias sobre las unidades inmobiliarias adquiridas.

Teniendo ello en consideración, se observó que entre los años 2010 al 2014, las ventas de Ciudadaris presentaron una tendencia creciente, debido a que se entregaron proyectos en el 2010 (1 proyecto), 2011 (2 proyectos), 2012 (1 proyecto), 2013 (2 proyectos) y 2014 (4 proyectos); logrando un promedio anual de crecimiento de 15.40%, en línea con el contexto de dinamismo del sector y demanda de viviendas presentada para dichos años.

Sin embargo, en el periodo 2015, los ingresos de Ciudadaris alcanzaron los S/ 12.43MM, siendo significativamente menores con respecto al 2014 por S/ -47.05MM (-79.1%). Dicha variación responde a la etapa en la que se encontraban los proyectos; en detalle se tiene que, en el 2014 se encontraban entregados casi en su totalidad los proyectos Viverd, Parque de la Reserva, Barranco Villa Club, Efi100tech y Módena, con lo cual se realizó un reconocimiento importante de ingresos. Mientras que en el 2015, se reconocieron ingresos residuales por los proyectos Viverd, Módena, Efi100tech, entregados en el año anterior; en dicho periodo adicionalmente, se encontraban dos proyectos en fase de diseño y ejecución: Ser-K Etapa 1 y Santa Elvira Etapa 1, respectivamente. A diciembre 2016, los ingresos ascendieron a S/ 14.40MM, mayores en S/ 1.98MM A/A (+15.9%), lo cual es explicado principalmente por la entrega de departamentos del proyecto Ser-K Etapa 1 (Barranco) que según la valorización al 30 de diciembre de 2016 muestra un grado de avance de la construcción es de 97.7% con ventas al 75%.

Asimismo, al 1S17 los ingresos alcanzaron los S/ 21.55MM y fueron significativamente mayores a los del 1S16 por S/ +20.12MM (1S16: S/ 1.43MM), impulsados principalmente por el reconocimiento de ingresos del proyecto Ser-K Etapa I por S/ 21.10MM. Según sus proyecciones, al cierre del 2017 estima un nivel de ingresos de S/ 37.86MM, en línea con la entrega de unidades inmobiliarias de los proyectos Ser-K Etapa 1 y Liberpark. Cabe indicar que, los anticipos recibidos de clientes en el periodo 2016 con mayor representación, son precisamente de estos dos proyectos, por 87.3% del total, por

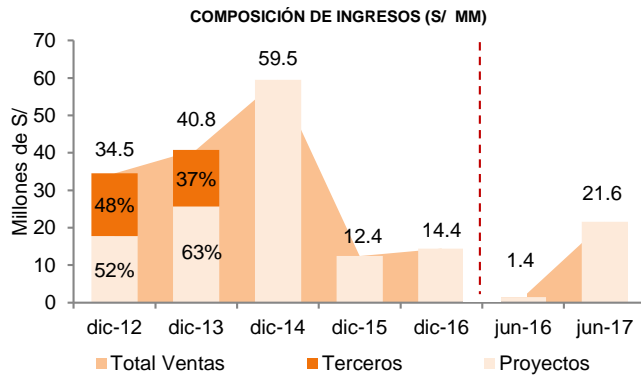
tanto se materializarán como ingresos en el estado de resultados, una vez que se entreguen los departamentos. Vale indicar que se tiene previsto que la construcción de Liberpark finalice en diciembre 2017.

ANTICIPO DE CLIENTES (En miles de soles)							
Proyectos	Status	jun-17		2016		2015	
Ser-K Etapa I	Finalizado	926	6.0%	14,682	63.6%	6,223	90.4%
Ser-K Etapa II	Pre-venta	864	5.6%	-	-	-	-
Viverd	Finalizado	0	-	221	1.0%	472	6.9%
Santa Elvira Etapa II	Construcción	3,050	19.8%	2,121	9.2%	107	1.6%
Santa Elvira Etapa I	Finalizado	164	1.1%	12	0.1%	32	0.5%
Barranco Villa Club II	Finalizado	6	0.0%	8	0.0%	4	0.1%
Liberpark	Construcción	8,709	56.4%	5,478	23.7%	2	0.0%
Like (Ex Central II)	Pre-venta	1,712	11.1%	566	2.5%	0	-
Otros menores	-	0	-	0	-	45	0.7%
Total (miles S/)		15,431		23,088		6,885	

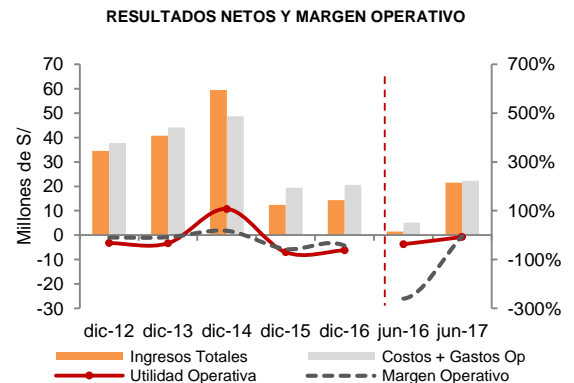
Fuente: Ciudadaris/Elaboración: PCR

En la misma línea, el Costo de Ventas -cuyo reconocimiento contable tiene la misma modalidad que la de los ingresos-, se incrementó de manera importante por S/ +16.63MM, explicado por el efecto de reconocimiento del mismo proyecto. Consecuentemente, la Utilidad Bruta avanzó situándose en S/ 4.00MM (S/ +3.49MM).

Asimismo, se registró un incremento A/A de los Gastos Operativos por 12.6%, los que se situaron en S/ 4.76MM, impulsados por un mayor Gasto de Ventas de S/ +1.22MM, como consecuencia del aumento de los gastos de publicidad y de casetas de ventas acordes con los lanzamientos de los proyectos inmobiliarios. Este efecto fue mitigado, por el retroceso de los Gastos Administrativos en S/ 0.68MM, explicado por un menor registro de tributos y depreciación al corte de evaluación. Por tanto, la Utilidad Operativa se mantuvo negativa alcanzando los S/ -0.76MM, sin embargo, registró una mejora con respecto al mismo corte del 2016, cuando se ubicó en S/ -3.72MM. Finalmente, la empresa cerró el semestre con resultados netos negativos por S/ -1.78MM (1S16: S/ -3.31MM), los que adicionalmente fueron afectados por el registro de S/ - 1.12MM, por atribución de resultados en asociación en participación.



Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR



Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR

Con relación al EBITDA, éste se mantiene negativo desde el 2015, sin embargo al corte de evaluación, registró una mejora al pasar de S/ -3.32MM al 1S16 a S/ 0.63MM. Es preciso indicar que el proyecto Santa Elvira, ubicado en Chiclayo ha presentado modificaciones derivadas de la poca aceptación comercial del producto y lentas ventas que retrasaron el plazo de ejecución generando incrementos en sus costos (en valores absolutos) que afectaron también al resultado de la empresa. Durante los primeros meses del 2017, las ventas se afectaron aún más debido a la coyuntura climatológica del FEN⁶, por tanto ya no ejecutarán las etapas 3 y 4 del proyecto que se tenían planificadas.

Rentabilidad

Es preciso indicar que la empresa no lleva una contabilidad independiente por proyecto y los resultados del negocio están directamente relacionados al desarrollo de los proyectos y al reconocimiento de los ingresos cuando se realiza la entrega de las unidades inmobiliarias. Por otra parte, debe precisarse que Ciudadaris toma como propios la totalidad de los ingresos, costos y gastos generados en los proyectos donde mantiene asociación en participación con los fondos de inversión; asimismo, se le atribuyen los resultados de utilidades o pérdidas de las asociaciones en participación en el Estado de Ganancias y Pérdidas.

Debido a los resultados netos negativos ya comentados, se mantienen indicadores de rentabilidad negativos desde el periodo 2015. Al corte de evaluación, si bien es cierto que se mantienen en negativo, estos registraron una mejora con respecto a 3 1S16. Específicamente se tiene que el ROA anualizado se ubicó en -2.6%, versus el -5.6% del 1S16, en cuanto al ROE, no

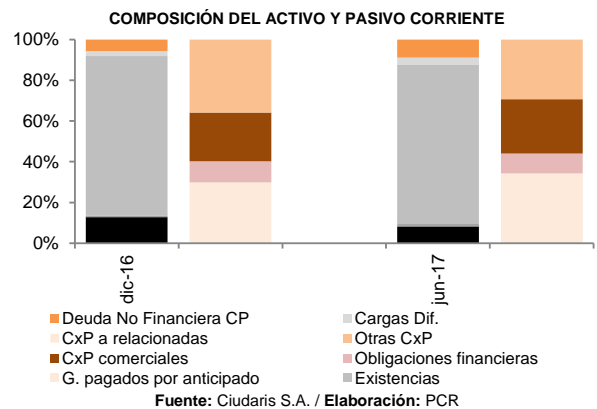
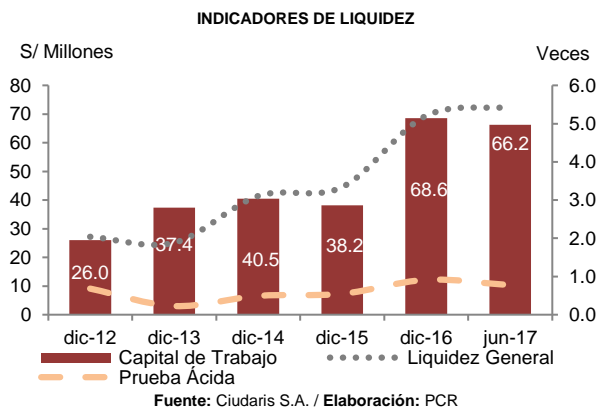
⁶ Fenómeno del Niño

se ha considerado el resultado para el presente periodo, dada la situación de Patrimonio negativo que presenta la empresa. Finalmente el margen neto al 1S17 cerró en -8.3%.

Liquidez y Flujo de Efectivo

En cuanto a los niveles de liquidez, Ciudadaris presenta consistentemente indicadores adecuados para cubrir sus obligaciones de corto plazo. Así, al 1S17 se registró una razón de liquidez general de 5.44x y prueba ácida por 0.77x, siendo similares a los del cierre del 2016 (Dic-16: 5.21x y 0.91x, respectivamente), asimismo registró capital de trabajo positivo por S/ 66.22MM. Debe resaltarse la importancia de los activos de menor facilidad de conversión en la estructura de Ciudadaris, ya que éstos, representados por las existencias, participan del 85.8% del activo corriente (69.3% del AT) al 1S17.

Por otro lado, en cuanto al Flujo de Efectivo, se apreció que el Saldo Efectivo al cierre del 1S17 positivo, que se ubicó en S/ 7.28MM, siendo menor en 36.3% respecto al cierre de diciembre 2016, esto debido principalmente a un menor resultado por actividades de financiamiento, saldo que pasó de S/ 14.78MM a S/ 0.81MM, y apoyado por un resultado de actividades de operación negativo, el cual se ubicó en S/ -4.95MM, registrando una mejora respecto al del 2016 que se ubicó en S/ -10.00MM, debido a mayores ingresos por cuentas por cobrar comerciales de S/ 21.58MM.



Solvencia/ Cobertura

Dado el Ebitda negativo obtenido a junio 2017, el ratio de cobertura del servicio de deuda (RCSD) mostró la misma tendencia, ubicándose en -1.57x, sin embargo registra una mejora respecto al cierre de diciembre 2016 (-2.37x), debido no solo al avance del Ebitda ya comentado, sino también dado el retroceso de los gastos financieros anualizados en -26.6%, específicamente por los relacionados a los préstamos con entidades bancarias.

Con relación al apalancamiento, Ciudadaris históricamente ha mostrado un nivel alto debido al financiamiento para el desarrollo de sus proyectos. Al corte de evaluación no se puede tomar en cuenta el indicador, debido a la situación patrimonial negativa de la empresa, sin embargo como referencia se tiene que en el 1S16, último corte en el que se mostró un patrimonio positivo, el indicador se situó en 61.68x. No obstante, se debe tener en consideración dos significativas del pasivo: Cuentas por pagar a los fondos de inversión por los contratos en asociación de participación que mantiene desde el 2013 y que se registran como obligación pero cuya devolución se derivará de la generación de cada proyecto, independientemente del patrimonio de la empresa; asimismo, el pasivo considera anticipos de clientes, monto que como ya se ha explicado, será considerado como ingreso en el estado de resultados una vez que se entreguen las unidades inmobiliarias. En tal sentido, en consideración a la naturaleza de estas dos partidas contables que representan el 46.2% del pasivo total, se calcula un indicador ajustado de 34.09x para el periodo 1S16.

Finalmente, es necesario indicar que en referencia al historial crediticio de Ciudadaris, no registra históricamente deuda atrasada significativa, asimismo, no registra deuda castigada. De acuerdo a información de centrales de riesgo, a septiembre 2017⁷ está calificado en 32% CPP y 67% Normal. La calificación de CPP ha sido otorgada por el BCP en marzo 2017 y está asociada al proyecto de Chiclayo. Según informó el banco, para cubrir los financiamientos otorgados requieren que las ventas de los departamentos de Santa Elvira (Etapa 1 y 2) continúen así como la venta de los terrenos de las etapas 3 y 4 del mismo proyecto, que ya no serían desarrolladas.

⁷ Último dato disponible

Proyectos en curso

Proyecto Like (antes "Central 2")

Características del proyecto

El Proyecto de vivienda multifamiliar Central 2 - Like (antes Miller) se encuentra ubicado en el distrito de Jesús María, específicamente en el Jr. Miller N° 1000-1030-1032, esquina con la Av. Cuba. Debido a su proximidad a importantes vías como las avenidas Arequipa y Salaverry, presenta un rápido acceso a distritos como San Isidro, Magdalena, Lince, Pueblo Libre. Además, se ubica a aproximadamente 40 minutos de distancia del aeropuerto de la ciudad de Lima. Respecto al contexto urbano, este se considera adecuado traducido en su cercanía a colegios, universidades, supermercados, bancos, hospitales, entre otros. Ciudadaris participará como empresa promotora del proyecto, mientras que la construcción estaría a cargo de Conssolida (empresa del grupo Ciudadaris).

Según el estudio de mercado elaborado por Ciudadaris, el Proyecto Central 2 está dirigido a clientes del segmento económico B1, con características como: edad promedio de 35 años, hombre profesional dependiente, que cuenta con un auto, con conocimiento del sistema financiero por lo que es muy probable que elija un crédito hipotecario.

Se debe precisar que respecto a la evaluación inicial, este proyecto ha presentado algunas modificaciones en sus características, a partir de la aprobación del anteproyecto por parte de la municipalidad correspondiente. Entre los cambios más resaltantes se encuentra la autorización de la construcción de dos pisos adicionales, que aunado a la disminución del área promedio por departamento, incrementa el número de unidades ofertadas, asimismo, el Emisor proyecta un incremento significativo en el monto de las ventas y la utilidad estimada. Lo anterior también impacta la inversión total requerida. Las nuevas características se mantendrían hacia el final del proyecto.

CARACTERÍSTICAS: PROYECTO LIKE (EX CENTRAL 2)		TIPOS DE DEPARTAMENTOS – LIKE (EX CENTRAL 2)			
Área total del terreno (m2)	1,050	Tipo	N° dormitorios	Área (m²)	Cantidad
N° unidades inmobiliarias	133	Flat	1	40.26 - 54.17	18
Área promedio x departamento (m2)	71.26	Flat	2	58.25 - 73.40	67
Precio promedio	S/ 387,078	Duplex	3	75.00 - 75.81	48
Inversión total	S/ 41.33MM	TOTAL			133
		Ubicación		N° estacionamientos	
		Nivel 1		18	
		Semisótano		28	
		Sótano 1		20	
		TOTAL			

Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR

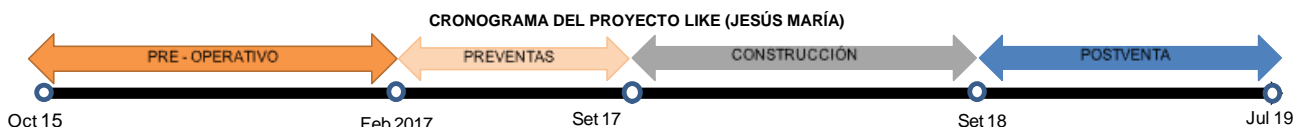
Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR

En relación a los plazos de ejecución del proyecto Central 2 - Like, se presentaron ajustes en comparación a la evaluación inicial. Dichos ajustes ampliaron el plazo de la etapa pre-operativa en ocho meses adicionales a lo planeado, siendo los principales factores:

- Demora en la entrega del terreno, se estimaba que la compra del terreno se efectúe en setiembre 2015; sin embargo, la firma de la minuta inicial se realizó en octubre 2015, en donde se adelantó parte del monto pactada con la contraparte (0.89% del monto total). Posteriormente, en abril 2016 Ciudadaris y la vendedora registraron en Escrituras Públicas el contrato compraventa del inmueble con el pago de US\$ 0.66MM (29.11% del monto total).
- Trámite de permisos municipales para adicionar dos pisos a la construcción (financiado por Ciudadaris).
- Aprobación de la emisión de la serie B del Primer Programa de Bonos Corporativos.
- Negociaciones con los bancos para la estructuración del crédito promotor.

A la fecha de emisión del presente informe ya se cuenta con el banco Sponsor, sin embargo aún no se activa el crédito promotor debido a que se debe alcanzar el monto mínimo de ventas requerido, asimismo, en octubre 2017 mediante hecho de importancia se el inicio de las obras, y a la fecha Ciudadaris indica mantener un avance del 4.0%, proyectando realizar la entrega de los inmuebles en septiembre 2018.

Por otra parte, es preciso indicar que en marzo del 2017 se realizó el lanzamiento comercial con una caseta de ventas del proyecto Like; asimismo, se ha mantenido participación en ferias promotoras. Estos factores, junto a la recuperación que viene mostrando el sector inmobiliario en el país, han promovido que el número promedio de unidades vendidas por mes se haya incrementado progresivamente, así, al cierre del informe se cuenta con 29 minutas de venta y 12 contratos de arras.



Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR

Costos e Inversión

El Proyecto Central II (Like) representa una inversión de aproximadamente S/ 41.33MM. Dicho presupuesto se distribuye principalmente en (i) el costo directo (S/ 29.01MM), que a su vez está compuesto en mayor medida por el costo de construcción del edificio y en menor medida por gastos generales. El segundo componente más representativo es el costo de adquisición del terreno, el cual participa de aproximadamente el 19.5% del costo total. Por último, el costo indirecto ascendería a S/ 3.27MM reflejando los gastos a incurrir por publicidad, gastos legales, fee de marca y otros.

ESTRUCTURA DE COSTOS - PROYECTO LIKE (EX CENTRAL 2)

Descripción	PRESUPUESTO	
	Millones de S/	Incidencia
TERRENO	8.06	19.5%
COSTOS PREOPERATIVOS	1.00	2.4%
COSTO DIRECTO	29.01	70.2%
Costos de construcción	25.36	61.3%
Gastos generales	3.66	8.8%
COSTO INDIRECTO	3.27	7.9%
TOTAL INVERSIÓN	39.77	100%

Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR

Estructura de financiamiento

En relación a la estructura de financiamiento a manejar para el Proyecto Like, se contempla tres fuentes: (i) Fondos captados a través de emisiones del programa de bonos evaluado en el presente informe. ii) Fondos obtenidos por preventas (25% del presupuesto), iii) Financiamiento bancario (por aproximadamente el 35%) iv) Contratos de mutuo con personas naturales: Ciudadaris ha pactado financiamiento con personas naturales dedicadas a la gestión empresarial e inversiones inmobiliarias, por el cual se ha fijado intereses compensatorios al vencimiento.

El flujo de las preventas se da la siguiente manera: el cliente separa la unidad inmobiliaria con el arras (S/ 1,200) que pasa a la cuenta corriente que corresponde exclusivamente a los gastos del proyecto. Al momento de la firma de la minuta de compra-venta, el cliente tuvo que pagar previamente la cuota inicial a Ciudadaris, monto que también pasa a la cuenta corriente, y es de libre disponibilidad de Ciudadaris para el pago de gastos relacionados al proyecto.

Asimismo, el 15.09.17 la empresa firmó contrato con el banco sponsor (BBVA Continental), quienes han aprobado un Préstamo Promotor por S/ 13'20MM, con un sub límite de S/ 10'50MM para la emisión de Cartas Fianza, a un plazo de 24 meses, incluidos los 3 meses de independización de los inmuebles (en caso de existir avance de obra al momento de la activación, se restará ese plazo). Dicho contrato establece que, los desembolsos del préstamo y/o las transferencias entre las cuentas producto de las ventas, serán realizadas por el Banco de acuerdo al flujo de obra, previa valorización y autorización del Banco, asimismo establece que para el Primer desembolso y/o transferencia se debe concretar lo siguiente: a) Ciudadaris deberá aportar S/ 10.26MM (monto dividido en aporte de terreno, construcción y otros gastos), b) Deberá acreditar pre-ventas por S/ 14.42MM (35% del costo total del proyecto). Para ser considerada pre-venta, a su vez, se deberá cumplir con las siguientes condiciones: i) Para los casos de financiamiento bancario con el BBVA, se deberá contar con el crédito hipotecario aprobado con una antigüedad no mayor a 90 días; minutas de compra-venta firmadas, las cuotas iniciales depositadas en la cuenta garantía del proyecto o invertido en la obra. El dinero proveniente del desembolso de los créditos hipotecarios ingresará directamente a la cuenta garantía. ii) Financiamiento Otros Bancos: se deberá contar con la carta de aprobación con una antigüedad no mayor a 60 días, minuta de compra-venta firmada, las cuotas iniciales deberán estar depositadas en la cuenta garantía o estar invertidas en la obra y los cheques de gerencia por el saldo se depositarán en la cuenta garantía en un plazo no mayor a 15 días. iii) Caso Pre-venta al contado: se deberá contar con la minuta de compra-venta firmada y el 100% del dinero deberá estar depositado en la cuenta garantía o estar invertidas en la obra. iv) Caso Pre-venta al contado diferido o Financiamiento Directo: Se debe contar con una cuota inicial mínima del 30%; minuta de compra-venta firmada y el saldo sea cancelado de manera previa a la culminación del proyecto. Esta modalidad no debe exceder el 20% de las pre-ventas exigidas. Cabe señalar, que no se consideraran como pre-ventas aquellas realizadas a accionistas de la empresa ni a parientes hasta en 4° grado de consanguinidad y/o afinidad.

Al 07.11.17⁸ se contaba con 29 minutas firmadas, las cuales suman S/ 10.85MM (21.8% del total) y cuyas ventas se realizaron en las 4 modalidades descritas líneas arriba, monto aún menor al requerido por el Sponsor, asimismo, no se contó con el detalle de cuales califican a dicha fecha como pre-ventas según las condiciones antes descritas; finalmente, c) En caso existir un avance de la obra, se deberá contar con un informe del perito designado por el banco, indicando que lo avanzado se haya ejecutado de acuerdo al Reglamento Nacional de Edificaciones y la Licencia de Edificación.

Adicionalmente, de acuerdo a las condiciones con el banco sponsor, se creará una cuenta garantía, la cual es una cuenta restringida donde ingresan los desembolsos de los bancos que financian a los clientes de Ciudadaris para la adquisición de los departamentos. La liberación de estos fondos dependerá del grado de avance (presentación de valorizaciones) de los

⁸ Última información entregada por la empresa

proyectos, el cual es elaborado por peritos designados por el banco sponsor y por otros requisitos señalados por el banco sponsor.

En enero 2016 se efectuó la primera emisión de bonos por US\$ 1.15MM (equivalente a S/ 3.97MM), y ésta tuvo como destino parte de los gastos del anteproyecto, licitaciones entre otros correspondientes a la fase pre operativa y parte del costo del terreno. En agosto 2016 se realizó la emisión de la serie B de la primera emisión por US\$ 0.42MM, destinado a la adquisición del terreno. En enero del 2017 se realizó el pago del primer cupón (US\$ 0.08MM) de la serie A, asimismo, el 21 de agosto del 2017, se canceló el primer cupón de la serie B.

En cuanto al covenant del programa, es preciso aclarar que el fideicomiso del proyecto ya se encuentra constituido, sin embargo, la cuenta pagadora (por donde se canalizará los flujos para el repago de los bonos) se encuentra inactiva, ya que éste recién comenzará a recibir flujos al término de la construcción.

Instrumento Clasificado

Primera Emisión del Primer Programa de Emisión de Bonos Corporativos Ciudadaris

PRINCIPALES TÉRMINOS Y CONDICIONES DE LA EMISIÓN	
Características	Primer Programa
Serie	Una o varias series
Monto del Programa	Hasta S/. 20MM (Veinte millones de nuevos soles o su equivalente en dólares americanos)
Moneda	Nuevos soles o su equivalente en dólares americanos
Plazo del Programa	6 años
Emisor	Ciudadaris Consultora Inmobiliaria S.A.
Estructurador	BNB Valores Perú SAB
Representante de Obligacionistas	Banco Internacional del Perú S.A.A. (Interbank)
PRIMERA EMISIÓN	
SERIE A	
Fecha de Emisión	18 de enero de 2016
Fecha de Redención	21 de enero de 2019
Plazo emisión	3 años
Tasa de interés	7.50%
Forma de pago	Bullet
Pago de intereses	Anual
Monto de emisión	US\$ 1.15MM
Fecha de pago de intereses	Enero 2017, enero 2018 y enero 2019
SERIE B	
Fecha de Emisión	25 de agosto de 2016
Fecha de Redención	12 de febrero de 2019
Plazo emisión	900 días
Tasa de interés	6.90%
Forma de pago	Bullet
Pago de intereses	Anual
Monto de emisión	US\$ 0.42MM
Fecha de pago de intereses	Agosto 2017, agosto 2018 y febrero 2019
Garantía	Garantía genérica sobre el patrimonio del emisor
Destino	Capital de trabajo para proyectos inmobiliarios
Covenants	<ol style="list-style-type: none"> 1) Cada emisión será articulada al desarrollo de cada proyecto del Emisor, así como el repago del flujo. 2) Constitución de un Fideicomiso de flujos, cuyo objetivo es retener los fondos excedentes al término de cada proyecto específico del Emisor, para ello se seguirían los siguientes pasos: <ul style="list-style-type: none"> • Ciudadaris, con copia al Estructurador BNB y al RO, informará los vencimientos de la Emisión del Bono (Primera emisión 3 años) • A la entrega de cada proyecto y con el último informe de valorización del supervisor (al 1.5 o 2 años aproximadamente), Ciudadaris informará al Fiduciario con copia al Estructurador y al RO, la activación del Fideicomiso para administrar los flujos remanentes del proyecto para garantizar el pago de los acreedores de los Bonos. • Al término de la obra se activará el Fideicomiso, éste abrirá una cuenta del fideicomiso y destinará los flujos con proporciones de 60%-40% a la cuenta garantía que se destine al pago de los obligacionistas y a la cuenta de libre disponibilidad de Ciudadaris (Emisor), respectivamente. • En la cuenta pagadora (cuenta garantía) deberá acumularse los fondos a pagar a los Bonistas hasta el vencimiento del mismo. • El fiduciario destinará dos veces al mes (15 y 30 de cada mes) los saldos que se encuentren en las cuentas administradas por el fideicomiso según lo acordado en los dos puntos inmediatamente precedentes.

Fuente: Ciudadaris / Elaboración: PCR

Proyecciones Financieras

A junio 2017 Ciudadaris alcanzó ingresos por ventas de S/ 21.55MM. Según EEFF proyectados por Ciudadaris, estiman ventas por un total de S/ 50.43MM con una Utilidad Neta de S/ 0.79MM⁹ al cierre del 2017.

A la fecha de emisión del informe, Ciudadaris mantiene cinco proyectos inmobiliarios en curso: “Santa Elvira – etapa 2”, “Ser-k – etapa 2”, “Liberpark” (antes llamado proyecto Universitaria), “Shine” y “Like” (antes “Central 2”).

A partir de la estructura del Primer Programa de Bonos Corporativos Ciudadaris, cada una de sus emisiones se destinará al desarrollo de un proyecto inmobiliario particular, por lo que el repago de cada emisión dependerá de los flujos del proyecto asociado. Las dos emisiones que mantiene en circulación por un total de US\$1.57MM fueron destinadas al proyecto Like (Ex Central 2). En ese sentido, PCR considera adecuado evaluar el repago de las emisiones a partir del flujo individual de dicho proyecto.

Flujo de Caja Proyecto Like:

La empresa parte del histórico de ingresos y egresos registrados hasta julio 2017, y realiza sus proyecciones bajo los siguientes supuestos: i) a partir de agosto 2017 el ritmo esperado de ventas es de 4 unidades al mes, creciendo a 5 desde de octubre 2017 debido al inicio de la etapa de construcción, y luego a 6 unidades mensuales a partir de junio 2018, 4 meses antes del término de la construcción y durante la fase de posventa. ii) Todas las ventas nuevas se pagarían en dos meses (cuota inicial de aproximadamente 20% en el primer mes y en el segundo mes el saldo restante) iii) Sobre la deuda financiera con bancos, Ciudadaris asume que la deuda del Terreno del proyecto Like, la cual vence en agosto 2017, se renovará por 3 meses más para la estructuración del proyecto previo pago de intereses (hasta noviembre 2017), en dicha fecha se renovará el pagaré una vez más hasta Octubre 2018 donde finaliza el proyecto. Considerando estos supuestos, se obtiene un ratio de cobertura de servicio de deuda (RCSd) de 0.65 veces y -0.07 veces, para la primera y segunda emisión, respectivamente.

Sin embargo, se ha realizado los siguientes ajustes al flujo presentado: i) se ha actualizado la información histórica hasta octubre 2017 acorde a las minutas enviadas, asimismo, ii) conforme a información adicional alcanzada por el cliente a la fecha de emisión del presente informe, se ha considerado mover el repago de los bonos que Ciudadaris había considerado en noviembre y diciembre 2018, (fecha en la que estiman que el Fideicomiso se activaría y recaudaría los fondos excedentes), a enero y febrero 2019, fecha de vencimiento de cada emisión. Considerando estos ajustes, se obtiene un ratio de cobertura de servicio de deuda (RCSd) de 1.01 veces para la primera emisión y 1.47 veces, para la segunda emisión.

Cabe indicar que el precio de venta promedio de los departamentos del proyecto Central 2 (Like), de acuerdo al mercado y público objetivo del proyecto, se ubica en S/ 411,091 (incluye estacionamiento)

Según el covenant contemplado para el Programa de Bonos, se considera la constitución de un Fideicomiso de Flujos, el cual sería constituido en la fecha de la emisión; sin embargo, iniciará operación al término de la fase de construcción del proyecto inmobiliario. En ese sentido, para cada proyecto de Ciudadaris, el Fiduciario abrirá una Cuenta Recolectora donde serán transferidos todos los flujos excedentes y utilidades a la culminación de la construcción de los proyectos que desarrolle el Emisor, así como los flujos mensuales generados en adelante. Cabe indicar que la cuenta recolectora, a su vez consistirá en: (i) una Cuenta Pagadora, como garantía del repago de cada emisión, donde se depositará el 60% de los ingresos de la Cuenta Recaudadora hasta cubrir el 100% del monto total de la emisión asociada, y (ii) una Cuenta Destino, donde se depositará el 40% de los ingresos de la Cuenta Recaudadora y que será de libre disponibilidad de Ciudadaris (Fideicomitente). Es preciso acotar que el contrato de fideicomiso de flujos establece que seis meses previo al vencimiento de los bonos, la cuenta pagadora deberá contar con el 100% del monto de repago, caso contrario, se canaliza el 100% de los flujos del proyecto a dicha cuenta.

Respecto a las condiciones del Fideicomiso, en caso de la ocurrencia de un Evento de Incumplimiento, el Representante de los fideicomisarios deberá informar sobre éste al Fiduciario, con el objetivo de que se restrinja la liberación de efectivo a Ciudadaris y se transfiera el 100% de los flujos cedidos al repago de la emisión. Es preciso indicar que debido al retraso del proyecto en ocho meses, la activación del fideicomiso podría verse afectada, ya que ésta empieza a operar al término de la construcción del proyecto. De cumplirse con el tiempo estimado para la etapa de construcción, las cuentas del fideicomiso se activarían en setiembre 2018, con lo cual el 100% de los flujos del proyecto irían a la cuenta de fideicomiso (cuenta pagadora), considerando que las emisiones en circulación vencen en enero y febrero del 2019.

⁹ Incluyendo impuestos

Sensibilización del Flujo de caja

Asimismo, se realizó un análisis de sensibilidad, estresando la velocidad de ventas y el precio promedio del flujo de caja ajustado, a fin de analizar su probable impacto en el ratio de cobertura del servicio de deuda (RCSD) a la fecha de amortización del capital. Para tal objetivo, se partió de mantener dos supuestos utilizados por la empresa para realizar sus proyecciones: i) la forma de pago de las nuevas ventas, se realizaría en dos meses (cuota inicial de aproximadamente 20% en el primer mes y en el segundo mes el saldo restante), y el relacionado a la renovación de la deuda bancaria por el financiamiento del terreno a dos fechas, noviembre 2017 y octubre 2018.

Escenario I: En línea con lo indicado, se parte de un escenario base que considera una velocidad de ventas constante de 3 unidades por mes, basada en el promedio de departamentos vendidos en lo que va del segundo semestre (julio a octubre 2017) de acuerdo a las minutas alcanzadas por el Emisor y se mantienen los precios proyectados sin variación. Tomando en cuenta lo anterior, se obtiene un RCSD de -1.37 veces (primera emisión) y de -6.10 veces (segunda emisión), indicando que la generación del negocio no logra cubrir su servicio de deuda.

Escenario II: en consideración que a la fecha se cuenta con 29 minutas de compra-venta, planteamos un escenario con una reducción del precio en 5% a partir de noviembre 2017 con el objetivo de dinamizar las ventas hasta alcanzar una velocidad de 4 en lo que resta de la etapa de construcción (nov-17 a sep-18) y de 5 unidades en adelante, el RCSD se ubica en -0.61 veces (primera emisión) y -3.48 veces (segunda emisión).

Escenario III: Finalmente, planteamos un escenario más positivo con una velocidad de ventas constante de 4 unidades al mes durante lo que resta de la etapa de construcción (nov-17 a sep-18) y de 5 unidades en adelante (etapa de post-venta), obteniéndose un RCSD es de -0.37 veces (primera emisión) y -2.73 veces (segunda emisión).

Es preciso señalar que previo a la disposición del crédito promotor, se requiere acreditar una preventa de S/14.42MM (equivalente a 35 unidades aproximadamente), según el contrato alcanzado.

Podemos concluir que el proyecto Central 2 – Like es sensible principalmente a la velocidad de ventas y en menor medida al precio; asimismo, para cumplir con el repago de los bonos a la fecha de vencimiento, requiere lograr el escenario de Ciudadaris, Ajustado por PCR con cifras actualizadas a octubre 2017 ya descrito, es decir: 5 unidades desde nov-17 hasta may-18 (4 meses antes de cerrar la etapa de construcción), y 6 unidades mensuales a partir de jun-18 en adelante (4 meses de la construcción y durante la fase de posventa).

Sin embargo, como se comentó anteriormente, al 07 de noviembre, se cuenta con 29 minutas de compra-venta, así, de mantenerse las proyecciones de la empresa según el flujo de caja entregado para la presente evaluación, al vender 5 unidades por mes en noviembre y diciembre 2017, en enero 2018 completaría las unidades necesarias para activar la línea del banco sponsor, con lo que podría hacer uso de dichos fondos y consecuentemente la liquidez del proyecto mejoraría. Esta fecha aproximada se daría en caso de que las ventas realizadas hasta dicho momento, cumplan con los requisitos del banco descritos anteriormente.

IMPACTO DE SENSIBILIZACIÓN DE VELOCIDAD DE VENTAS						
PROYECTO LIKE						
Características	# Departamentos				133	
	Precio Prom (S/)				411,091	
Inversión Total aprox (MM S/)				41.33		
Monto Emisión (MM S/)*				Em.1: 3.73	Em.2: 1.36	
Supuestos*	Nov'17 a Sep'18 (restante de la etapa de construcción)	Desde Oct'18 (Post-Venta)	Precio	Em. 1*	Em. 2*	
RCSD según velocidad de ventas	3	3	Sin variación	-1.37	-6.10	
	4	5	Sin variación	-0.37	-2.73	
	4	5	-5%	-0.61	-3.48	
Escenario Ciudadaris Ajustado	5 unid. de nov-17 a may-18 y 6 unid. desde jun-18 en adelante		Sin variación	1.01	1.47	

*El 100% de los flujos de la primera emisión se canaliza a la cuenta pagadora.

Fuente: Ciudadaris S.A. / Elaboración: PCR

De los proyectos en curso que tiene Ciudadaris, debe precisarse que Santa Elvira y Ser-K se trabajan bajo contratos de asociación en participación y con fideicomiso, de modo que los flujos de dichos proyectos se administran de manera independiente, con lo cual, no resulta apropiado analizar el flujo de caja proyectado consolidado para evaluar la capacidad de repago de los bonos que mantiene en circulación y que están asociados únicamente al proyecto Like.

Anexo

	CIUDARIS CONSULTORES INMOBILIARIOS S.A. (En Miles de S/)						
	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-16	jun-17
BALANCE GENERAL							
Total Activo Corriente	50,975	79,666	59,673	54,536	84,942	83,479	81,141
Total Activo No Corriente	3,479	3,203	6,239	16,451	20,591	7,588	19,380
Total Activo	54,454	82,869	65,913	70,987	105,533	91,067	100,521
Total Pasivo Corriente	24,958	42,260	19,185	16,313	16,303	30,759	14,919
Total Pasivo No Corriente	28,126	42,339	38,953	52,113	90,574	58,856	88,769
Total Pasivo	53,085	84,599	58,139	68,426	106,877	89,615	103,688
Patrimonio	1,369	-1,729	7,774	2,561	-1,345	1,453	-3,167
Deuda Financiera Directa	16,494	18,084	22,057	22,831	33,638	25,578	34,700
ESTADO DE GANANCIAS Y PÉRDIDAS							
Total Ingresos Brutos	34,509	40,819	59,475	12,429	14,405	1,430	21,551
Costo de Ventas	-29,801	-33,715	-39,189	-9,729	-11,155	-	-17,550
Utilidad Bruta	4,708	7,104	20,285	2,700	3,250	-	4,002
Gastos Operativos	-7,984	-10,445	-9,527	-9,723	-9,426	-4,232	-4,764
Resultado Operativo	-3,275	-3,341	10,758	-7,023	-6,176	-3,719	-762
Otros Ingresos y Egresos	794	2,146	148	4,130	3,633	1,433	-544
Ingresos Financieros	14	23	49	63	82	1	1
Gastos Financieros	-705	-1,320	-3,184	-1,346	-1,440	-1,091	-708
Diferencia de cambio neta	358	-601	-392	-7	-199	63	231
Participación de trabajadores	-	-	-	-	-	-	-
Impuesto a la renta	-	-	-345	-73	-	-	-
Utilidad Neta	-2,814	-3,093	7,033	-4,256	-4,100	-3,313	-1,783
Ebitda	-2,853	-2,859	11,261	-6,852	-6,040	-3,321	-631
INDICADORES FINANCIEROS							
EBITDA Y COBERTURA							
Total Ingresos Netos 12M*	34,509	40,819	59,475	12,429	14,405	4,116	34,526
EBIT 12M	-3,275	-3,341	10,758	-7,023	-6,176	-2,367	-3,350
Depreciación y Amortización 12M	422	482	503	171	136	204	-131
EBITDA 12M	-2,853	-2,859	11,261	-6,852	-6,040	-2,164	-3,481
Gastos Financieros 12M	705	1,320	3,184	1,346	1,440	1,122	1,058
Utilidad Neta del año 12M	-2,814	-3,093	7,033	-4,256	-4,100	-5,127	-2,570
EBIT/Gastos Financieros 12M (veces)	-4.65	-2.53	3.38	-5.22	-4.29	-2.11	-3.17
EBITDA/Gastos Financieros 12M (veces)	-4.05	-2.17	3.54	-5.09	-4.19	-1.93	-3.29
Ratio de Cobertura de Servicio de Deuda	-0.59	-1.70	3.16	-4.11	-2.37	-1.02	-1.57
Deuda Financiera/EBITDA (veces)	-5.78	-6.33	1.96	-3.33	-5.57	-11.82	-9.97
SOLVENCIA							
Pasivo Corriente/Pasivo Total (veces)	0.47	0.50	0.33	0.24	0.15	0.34	0.14
Deuda Financiera/Pasivo Total (veces)	0.31	0.21	0.38	0.33	0.31	0.29	0.33
Deuda Financiera/Patrimonio (veces)	12.05	-10.46	2.84	8.92	-25.02	17.61	-10.96
Pasivo Total / Patrimonio (veces)	38.77	-48.92	7.48	26.72	-79.49	61.68	-32.74
Pasivo Total / Capital Social (veces)	15.12	24.09	16.56	15.17	23.69	19.86	22.98
RENTABILIDAD							
ROA	-5.2%	-3.7%	10.7%	-6.0%	-3.9%	-5.6%	-2.6%
ROE	-205.6%	178.9%	90.5%	-166.2%	305.0%	-352.9%	81.2%
Margen Bruto	13.6%	17.4%	34.1%	21.7%	22.6%	28.8%	19.5%
Margen Operativo	-9.5%	-8.2%	18.1%	-56.5%	-42.9%	-205.8%	-9.3%
Margen Neto	-8.2%	-7.6%	11.8%	-34.2%	-28.5%	-231.6%	-8.3%
LIQUIDEZ							
Liquidez General (veces)	2.04	1.89	3.11	3.34	5.21	2.71	5.44
Prueba Ácida (veces)	0.68	0.23	0.49	0.55	0.91	0.48	0.77
Capital de Trabajo (S/.MM)	26,016	37,406	40,488	38,223	68,639	52,721	66,222

Fuente: Ciudadaris / Elaboración: PCR