

FUNDAMENTOS DE CLASIFICACION DE RIESGO INTERTITULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.

Sesión de Comité N° 16/2010: 31 de mayo del 2010
Información financiera auditada al 31 de diciembre del 2009

Analista: Mariena Pizarro D.
mpizarro@classrating.com

Clasificaciones Vigentes

Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos

AA

INSTRUMENTO

Denominación:	Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos S.A.
Emisiones:	Primera Emisión, por S/. 35'000,0000
Emisor:	Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A.
Originador:	Supermercados Peruanos S.A.
Fiduciario:	Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A.
Estructurador:	Interbank
Agente Colocador:	Inteligo S.A.B. (antes Centura S.A.B.)
Monto del Programa:	Hasta por un máximo de US\$ 60'000,000 en circulación. El Plazo de Emisión del Programa ha vencido, por lo que no se colocarán nuevas emisiones.
Moneda del Programa:	Dólares y/o Nuevos Soles y/o Nuevos Soles VAC
Monto emitido:	Primera Emisión: S/. 35'000,000
Monto en circulación al 31/05/2010:	Primera Emisión: S/. 17,057,149.73
Fecha de Emisión:	Primera Emisión: 17/01/2007
Tasa de interés:	Primera Emisión: 6.06%
Pago de intereses:	Trimestrales
Plazo:	Primera Emisión: 5.5 años, incluyendo 6 m. de gracia
Garantía:	Patrimonio Fideicometido sobre Flujos Futuros y Fianza Solidaria del Originador

FUNDAMENTACION

La categoría de clasificación de riesgo asignada a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos ha sido ratificada en base a los siguientes factores:

- El comportamiento histórico de los activos que conforman el "Patrimonio Fideicometido – Bonos de Titulización Supermercados Peruanos", que corresponde a los pagos futuros realizados en las tiendas de Supermercados Peruanos S.A. con las tarjetas elegidas, que han permitido una tendencia creciente en el ratio de cobertura sobre el saldo en circulación de los bonos (21.18 veces a diciembre del 2009, superior al mínimo requerido de 1.7 veces).
- La situación financiera de Supermercados Peruanos S.A., como Originador del proceso de titulización, que ha mostrado una tendencia positiva gracias al incremento de los ingresos, generados a partir de la expansión en el número de locales y el mejor posicionamiento que ellos han logrado, y a la eficiencia en gestión de costos y en gastos operativo.
- El proceso de expansión de Supermercados Peruanos como cadena de autoservicios, con un ritmo de crecimiento de 6 locales como promedio anual en los últimos 5 años, así como los planes de crecimiento para el mediano plazo. Ello incluye no solo la expansión de las cadenas de autoservicios, sino también la ejecución de proyectos de manejo logístico y de gestión que redundarán positivamente en las operaciones de la empresa.
- El respaldo del Grupo Interbank, ya sea como accionista de Supermercados Peruanos a través del fortalecimiento patrimonial, el aprovechamiento de sinergias en la expansión de las tiendas de Supermercados Peruanos como parte de los centros comerciales desarrollados por el grupo, y como

accionista de Intertítulos y quien le brinda los servicios de gestión y soporte al Fiduciario.

- La estructura del proceso de titulización, considerando los mecanismos de acumulación de fondos, esquema de cascada de pagos y mecanismos de aceleración en caso de incumplimiento de obligaciones asumidas por el Originador y de los Eventos de Ejecución relacionados con la disminución de ventas, disminución en la generación del Flujo Anual, disminución en el ratio de cobertura de deuda, no pago de deuda, entre otros.
- La minimización del riesgo respecto a la operación cotidiana del Originador gracias al esquema de administración del Patrimonio Fideicometido por el Fiduciario.

El nivel de ventas de Supermercados Peruanos se está incrementando a un ritmo de 16.5% promedio anual en los últimos años, llegando a generar ingresos por S/. 2,055.6 millones en el ejercicio 2009, sustentado en el proceso de expansión de los últimos años, que le han permitido consolidarse como la empresa con la cadena más grande en cuanto a número de locales en operación a nivel nacional se refieren.

Dados los avances tecnológicos y la facilidad operativa del uso de medios magnéticos para el pago de los consumos, la participación de las ventas pagadas con tarjetas de crédito y de débito en los locales de Supermercados Peruanos ha sido del orden de 50%, y con tendencia creciente dado el mayor nivel de ingresos generados.

A ello se agrega la participación de las ventas con las tarjetas Veá Visa y Veá Cerrada (tarjetas elegidas del presente programa de titulización), las cuales muestran un sólido posicionamiento y nivel de fidelización al estar vinculadas a las ventas de los hipermercados Plaza Veá y supermercados Plaza Veá Super, que en conjunto general

alrededor de 90% de los ingresos totales de la empresa. En los últimos periodos, las ventas con estas tarjetas han representado alrededor de 22% de las ventas totales de la empresa y 40% de las ventas totales canceladas con tarjetas de crédito y de débito en los diferentes locales de Supermercados Peruanos.

Ello permite mostrar niveles de cobertura cada vez más holgados respecto al saldo en circulación de los bonos de titulización (21.18 veces a diciembre del 2009), complementado con el esquema de amortización trimestral definido para los bonos.

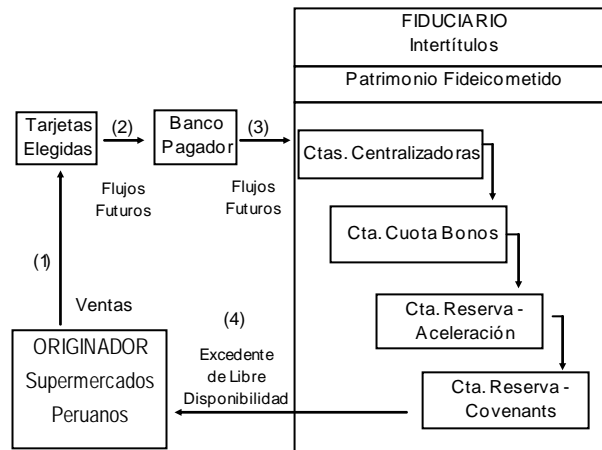
Los fondos obtenidos mediante la emisión de los bonos de titulización fueron utilizados para reperfilar la deuda financiera del Originador y para financiar la etapa inicial de su proceso de expansión, y tanto dicha obligación, como las demás obligaciones financieras asumidas por Supermercados Peruanos, han sido cubiertas adecuadamente con los resultados operativos obtenidos. Si bien, Supermercados Peruanos ha mostrado un crecimiento en sus niveles de deuda, el ratio de endeudamiento definido para el presente proceso de titulización se ha cumplido cabalmente desde la constitución del Patrimonio Fideicometido: 1.94 veces a diciembre del 2009, inferior al límite máximo permitido de 2.50 veces.

Un factor que favorece el desarrollo de las operaciones de Supermercados Peruanos es el creciente dinamismo que viene alcanzando el negocio de ventas de autoservicios en el Perú, con adecuadas perspectivas de crecimiento, en razón de los proyectos de expansión de las cadenas de supermercados locales y de la posibilidad del ingreso de nuevos operadores, atraídos por el aún bajo nivel de penetración existente en el mercado local, para esta modalidad de comercio minorista, aún a pesar del menor ritmo de crecimiento mostrado por la economía peruana durante el ejercicio 2009.

1. ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

1.1. Características Generales de la Emisión

El Patrimonio en Fideicomiso – Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos (“PF”) tiene como finalidad respaldar el pago de derechos de los Bonos Titulizados emitidos en el marco del Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos, y se constituyó en enero del 2007, cuando se colocó la Primera Emisión de Bonos Titulizados. A la fecha, el plazo de emisión del Programa ha vencido, por lo que no se realizarán nuevas emisiones de bonos titulizados.



- (1) El PF está constituido por los Flujos Futuros que Supermercados Peruanos S.A. (“Supermercados Peruanos”), en su calidad de Originador, transfiere a Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A. (“Intertítulos”), que en este proceso de titulación, actúa como Fiduciario. Los Flujos Futuros están conformados por la totalidad de los derechos de crédito e ingresos que se deriven de las ventas realizadas por el Originador en sus locales (hipermercados y supermercados, sin incluir tiendas de descuento), que sean pagadas mediante las Tarjetas Elegidas. Las Tarjetas Elegidas son la tarjeta de crédito Vea Visa y la tarjeta Vea (cerrada), emitidas por Interbank y administradas por su respectiva Red de Afiliación (en el caso de Vea Visa es VISANET, mientras que en el caso de Vea Cerrada es MC Procesos).

El Flujo Anual, definido como la suma de ventas pagadas con las Tarjetas Elegidas durante los 12 meses precedentes a la fecha de finalización de cada mes calendario, debe ser mayor que el Flujo Requerido mínimo, en una relación de: (i) 1.7 veces el saldo del principal no amortizado de los Bonos Titulizados en circulación, calculado mensualmente, y (ii) 5.0 veces la Cuota Bonos (interés más principal) de los últimos doce meses. De no ser así, se ha establecido un mecanismo de Flujos Complementarios, mediante el cual el Fiduciario podrá incorporar al Patrimonio Fideicometido los flujos generados por el Originador por ventas que hayan sido pagadas a través de cualquier otra tarjeta de crédito o débito disponible distinta a las elegidas, y si aún estos recursos no fuesen suficientes, incorporará al Patrimonio Fideicometido los flujos generados por el Originador por ventas pagadas con cualquier otro medio de pago.

- (2) Las Redes de Afiliación de las Tarjetas Elegidas, a través de sus Bancos Pagadores, depositarán los Flujos Futuros en Cuentas Centralizadoras abiertas para tal fin en una o más empresas bancarias que cuenten con clasificación de riesgo para instrumentos de corto plazo no menor a CP1 o su equivalente.
- (3) A partir de las Cuentas Centralizadoras se asignan los montos a cada cuenta que conforma el Patrimonio Fideicometido, de acuerdo al orden de prelación establecido, y luego que se haya cubierto la cuenta que tuviera prioridad inmediata anterior.

- (4) Luego de cubiertas las asignaciones definidas, el Excedente de Libre Disposición es devuelto, diariamente, al Originador para que continúe con el desarrollo normal de sus operaciones.

Con cargo al PF, el Fiduciario ha realizado la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos, por S/. 35 millones, colocados el 17 de enero del 2007. La emisión de los bonos esta garantizada además por una fianza irrevocable, solidaria, incondicional, ilimitada, sin beneficio de exclusión y de realización automática otorgado por el Originador.

2. EMISOR

La emisión de los instrumentos que conforman el Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados es realizada por Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. – Intertítulos, en su calidad de Fiduciario del presente programa de titulización.

2.1. Datos Generales

Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. – Intertítulos, es una empresa subsidiaria de Interbank, constituida en 1999, que se ha consolidado como una de las más importantes entidades dedicadas a la estructuración y administración de fideicomisos en el mercado peruano. Además de la administración de fideicomisos de titulización, Intertítulos brinda a Interbank el soporte operativo para la administración de diversos fideicomisos bancarios.

2.2. Composición Accionaria

Accionistas	%
Banco Internacional del Perú – Interbank	100.00
TOTAL	100,00

2.3. Administración de la Empresa

Directorio	
Presidente:	Carlos Rodríguez Pastor Persivale
Directores:	Ramón Barúa Alzamora Andrés Muñoz Ramírez José Antonio Rosas Dulanto Kathleen Rubín Olive
Administración	
Factor Fiduciario:	Carlos Peralta Solís

Como parte de su estructura orgánica, Intertítulos cuenta con los siguientes órganos: (i) Comité Ejecutivo, integrado por cuatro directores y que está encargado de velar por el manejo oportuno de los riesgos legales, operativos, de mercado y de imagen de la institución, y además, aprobar las emisiones en las que Intertítulos participe como originador o estructurador; y, (ii) Comité de Control de Riesgos, integrado por todos los miembros de la sociedad y dos abogados especialistas, que prevenga, identifique y administre las contingencias operativas.

2.4. Experiencia en Procesos de Titulización

A diciembre del 2009, Intertítulos ha participado en operaciones de titulización de flujos futuros y ha mantenido vigentes 17 operaciones de titulización, de las cuales las siguientes fueron emitidas por oferta pública:

- (i) Patrimonio Fideicometido Graña y Montero y Subsidiarias, que respalda la Primera Emisión de Bonos de Titulización Graña & Montero y Subsidiarias, colocados en octubre del 2003 por US\$ 50 millones, con un plazo de 8 años. En marzo del 2010, se procedió a cancelar el íntegro de los Bonos titulizados.

- (ii) Patrimonio Fideicometido Supermercados Peruanos, que respalda los Bonos de Titulización emitidos en junio del 2004 y noviembre del 2005, por US\$ 43 millones, con un plazo de vencimiento de 5 años.
- (iii) Patrimonio Fideicometido Primer Programa de Bonos Titulizados de Supermercados Peruanos, que respalda la Primera Emisión de Bonos Titulizados por S/. 35 millones, colocados en enero del 2007, con un plazo de 5 años y 6 meses.

Otros Patrimonios Fideicometidos administrados por Intertítulos emitidos en oferta pública, que ha la fecha han sido liquidados, fueron los que respaldaron las emisiones de Bonos de Titulización Quimpac (por US\$ 20 millones), Bonos Estructura Soberanos Rendimiento Numa (por US\$ 11.4 millones), Bonos Titulizados Wong & Metro (US\$ 50 millones), Certificados de Participación Napoleón I Primera y Segunda Emisión (US\$ 92 millones y US\$ 126.2 millones, respectivamente), Papeles Comerciales Napoleón I (US\$ 107.1 millones), Bonos de Titulización Grupo Drokasa (US\$ 25 millones), y Bonos de Titulización Cineplex (US\$ 8 millones).

Intertítulos administra otros patrimonios fideicometidos que respaldan emisiones realizadas en oferta privada, que junto con los patrimonios antes mencionados significan activos administrados por S/. 582.0 millones.

3. PATRIMONIO FIDEICOMETIDO

“Patrimonio en Fideicomiso – D.S. N°093-2002-EF, Título XI, Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos”

3.1. Activos

Los activos que constituyen el PF están conformados por:

1. Los Flujos Futuros transferidos por el Originador al Fiduciario, los cuales están conformados por la totalidad de los derechos de crédito e ingresos que se deriven de las ventas realizadas por el Originador en sus locales de formato hipermercados y supermercados, que sean pagadas mediante las Tarjetas Elegidas (Tarjeta Veá Visa y Veá Cerrada).
2. Las Cuentas Centralizadoras en donde se depositan los Flujos Futuros y las cuentas en las que se realicen las asignaciones de acuerdo al “mecanismo de cascada” definido para el proceso de titulización, según el siguiente orden de prelación:
 - (i) *Cuenta Cuota Bonos*, en la que se abona diariamente 1/90 de la cuota de interés y principal a ser pagado en la siguiente cuota trimestral de los Bonos Titulizados;
 - (ii) *Cuenta de Reserva – Aceleración*, en la que se abona la parte correspondiente del Excedente Disponible para Aceleración, en caso se presenten los mecanismos de aceleración previstos;
 - (iii) *Cuenta de Reserva – Covenants*, la que se abona la parte correspondiente del Excedente Disponible para Covenants, en caso se incumplan los compromisos asumidos por el Originador.

Al 31 de diciembre del 2009, el saldo de las cuentas bancarias del Patrimonio fueron los siguientes:

Cuenta	Saldo en Miles de S/.
Cuenta Centralizadora	1,657.6
Cuenta Reserva - Cuota Bonos	1,839.9
Cuenta de Reserva Aceleración	-
Cuenta de Reserva Covenants	-
Total	3,497.5

Los fondos de la cuenta de reserva Cuota Bonos podrían ser invertidos en algún instrumento para obtener un rendimiento adicional, rendimiento que sería integrado a la Cuenta Centralizadora para continuar con el respectivo mecanismo de asignación. Desde el inicio de operaciones del Patrimonio, no se han realizado inversiones de ningún tipo con estos fondos. Asimismo, tampoco ha sido necesario constituir cuentas de reserva para aceleración y de reserva para covenants, dado el cabal cumplimiento de las obligaciones por parte del Originador.

3.2. Compromisos asumidos por el Originador

Los compromisos asumidos por el Originador, cuyo incumplimiento determina la retención de los Excedentes Disponible para Covenants (“EDC”) y su asignación en la respectiva Cuenta de Reserva – Covenants, están relacionados con “obligaciones de hacer” y “obligaciones de no hacer”.

Las “obligaciones de hacer” están relacionadas con: mantener el control efectivo de la empresa, mantener el objeto social, mantener el régimen de ventas con tarjetas de crédito y débito, contratación de pólizas de seguros, mantener vigente la Fianza Solidaria otorgada, mantener los Flujos Futuros libres de gravámenes, entrega de información, e información sobre la ocurrencia de eventos y efectos sustancialmente adversos.

Las “obligaciones de no hacer” están relacionadas con: reparto de dividendos de no más de 50% de las utilidades distribuibles durante la vigencia del Patrimonio, financiamientos y constitución de garantías a favor de terceros, limitaciones a la disposición de activos, y, limitaciones a la transferencia de signos distintivos.

El Originador está obligado también a mantener los siguientes índices financieros:

1. Deuda Financiera / EBITDA(UDM) < 3.5x para el ejercicio 2007, y < 3.0x a partir del ejercicio 2008. Siendo EBITDA(UDM) = EBITDA de los últimos 12 meses. La Deuda Financiera no incluye deuda subordinada cuya amortización sea a un plazo mayor al de las emisiones de los Bonos Titulizados, condición que es cumplida por las emisiones realizadas en el marco del Primer Programa de Bonos Subordinados de Supermercados Peruanos.
2. Pasivos / Patrimonio < 2.5x a partir del ejercicio 2007. Siendo Pasivos = Pasivo total + pasivos de terceros garantizados con activos del Originador – ganancias diferidas – deuda subordinada – saldo de las cuentas de reserva que mantenga el Originador; mientras que el Patrimonio debe incluir el Patrimonio Neto + la Deuda Subordinada.
3. EBITDA - (Cambios en capital de trabajo operativo) / Servicio de Deuda > 1.25x para el ejercicio 2007, y > 1.5x a partir del ejercicio 2008.
4. EBITDA - (Cambios en capital de trabajo operativo) / Gasto financiero > 5.0x a partir del ejercicio 2007.

Ante el incumplimiento de más de una de las “obligaciones de hacer”, “obligaciones de no hacer” u “obligaciones financieras”, se aplicará como retención la suma de los porcentajes establecidos para cada uno de ellos en el Prospecto Marco, hasta alcanzar un límite máximo de 100% del EDC.

3.3. Mecanismos de Aceleración

Los mecanismos de aceleración propuestos determinan que el Fiduciario retenga diariamente un porcentaje del Excedente Disponible para Aceleración (“EDA”, compuesto por los saldos de los flujos provenientes de las cuentas centralizadoras que resulten luego de pagar los gastos y costos a cargo del Patrimonio Fideicometido, y de efectuar las asignaciones a la Cuenta Cuota

Bonos), de manera tal que se logre acumular la Cuota Bonos en un período menor al plazo inicialmente establecido para la amortización total de los mismos.

Para efectos de determinar la aplicación de los mecanismos de aceleración, el Originador realizará evaluaciones mensuales, y se dejará de aplicar una vez que se produzca el término del evento que produjo la aceleración. Los eventos de aceleración son los siguientes:

1. Reducción de las ventas realizadas por el Originador durante los 12 meses anteriores (con respecto a las ventas en cifras constantes del ejercicio 2005):

menor a 15%=>	Se retendrá 20% del EDA
entre 15% y 30% =>	Se retendrá 50% del EDA
más del 30% =>	Se retendrá 100% del EDA

2. Si la suma del Flujo Anual y los Flujos Complementarios es inferior al Flujo Requerido:

entre 75% y 85% =>	Se retendrá 20% del EDA
entre 65% y 75% =>	Se retendrá 50% del EDA
menor a 65% =>	Se retendrá 100% del EDA

3. Si el ratio de cobertura de intereses por parte del Originador se reduce:

entre 1.5x y 1.75x =>	Se retendrá 25% del EDA
entre 1.25x y 1.5x =>	Se retendrá 50% del EDA
menor o igual a 1.25x =>	Se retendrá 100% del EDA

El ratio de cobertura de intereses es equivalente a: EBITDA / Gasto Financiero.

4. Si se incumple con el pago de una Cuota Bonos, se retendrá 100% del EDA.
5. Si no se recibieran Flujos Futuros por más de 15 días, se retendrá 100% del EDA.

Los flujos retenidos en la Cuenta Reserva – Aceleración no se liberan, y se aplicarán a precancelar cuotas de pago enteras, de atrás para adelante, según vencimiento, sin distinguir entre las distintas series por fecha de emisión.

En caso se produzca un evento que dé lugar a la insolvencia del Patrimonio Fideicometido, se retendrá 100% del EDA, hasta completar el pago de la Cuota Bonos. Son causales de insolvencia del Patrimonio Fideicometido: (i) la declaración de insolvencia del Originador; (ii) que se mantenga impaga por más de treinta días cualquiera de las Cuotas Bonos; (iii) en caso que, luego de haberse producido un supuesto que origine la aceleración del 100% del Excedente Disponible para Aceleración, no existiera durante 5 días consecutivos, Excedente Disponible de Aceleración; (iv) en caso se paralice el ingreso de flujos a las Cuentas Centralizadoras durante un plazo consecutivo de 30 días.

3.4. Disolución y liquidación del Patrimonio Fideicometido

El PF será liquidado y extinguido cuando: (i) se haya amortizado el íntegro de las Cuotas Bonos, y los gastos y costos incurridos; o, (ii) se produzca la insolvencia del PF y la Asamblea de Inversionistas decida su liquidación con los fondos que aquel tenga en la fecha.

La liquidación y disolución del PF está a cargo del Fiduciario, de acuerdo a lo descrito en el Prospecto Informativo de emisión de los Bonos Titulizados.

3.5. Estados financieros del Patrimonio Fideicometido

Al 31 de diciembre del 2009, el Patrimonio Fideicometido tuvo la siguiente estructura financiera:

En miles de S/. de diciembre del 2009	Dic. 2007	Dic. 2008	Dic. 2009
Activos			
Cuentas Centralizadoras y			
Fdo. Reserva de Intereses y Principal	4,171	3,301	3,498
CxC a SPSA por emisión de BT – Cte.	6,484	6,330	7,080
CxC a SPSA por emisión de BT – No Cte.	26,625	17,974	11,941
Total de activos	37,280	27,604	22,519
Pasivos			
Cuenta de Intereses BT Clase A y Clase B	490	392	311
Otras Cuentas por Pagar	2,200	1,377	1,664
Bonos de Titulización – Cte.	6,484	6,330	7,080
Bonos de Titulización – No Cte.	28,106	19,506	13,464
Total de Pasivos	37,280	27,604	22,519

El saldo de los activos administrados por el patrimonio está disminuyendo en la medida que se han realizado las amortización de la Primera Emisión de Bonos Titulización, emitido bajo un esquema de amortización trimestral en 5 años y medio, de modo que al cierre del 2009, el saldo en circulación de los bonos fue de S/. 20.54 millones. Posteriormente, en enero y abril del 2010 se han realizado dos nuevas amortizaciones parciales, por S/. 3.48 millones, con lo que el saldo en circulación de la Primera Emisión a la fecha es de S/. 17.06 millones.

Supermercados Peruanos, en su calidad de Originador, ha transferido los fondos diarios suficientes para cumplir adecuadamente con el pago de los cupones y del principal de los bonos, según el cronograma establecido al momento de la emisión. No se han registrado eventos que den lugar a la aplicación de los mecanismos de aceleración, ni se han incumplido los “covenants” asumidos por el Originador, de modo que no se han acumulado fondos ni en las Cuentas de Reserva – Aceleración, ni en las Cuentas de Reserva – Covenants.

4. ANÁLISIS DE RIESGO

El pago de los derechos patrimoniales correspondientes a los titulares del Primer Programa de Bonos Titulizados Supermercados Peruanos, depende exclusivamente de los recursos provenientes de los Activos que conforman el Patrimonio Fideicometido (PF), luego de deducidos los gastos y costos incurridos en su administración.

Los Activos están conformados por los Flujos Futuros, las cuentas centralizadoras y las asignaciones fijadas de acuerdo al mecanismo de cascada propuesto, cuya constitución, por ser activos no existentes, depende de la capacidad del Originador de generar ventas futuras suficientes para cubrir dichos activos, más aún, de que las ventas futuras pagadas con las tarjetas elegidas sean suficientes para cubrirlos.

Por tanto, el principal riesgo que afrontan los inversionistas es el riesgo corporativo de Supermercados Peruanos, en su calidad de Originador de dichas futuras ventas. La solvencia financiera de Supermercados Peruanos ha mostrado una mejora significativa en los últimos 5 años, desde que la empresa pasó a formar parte del Grupo Interbank y se reinició el proceso de expansión que las cadenas de supermercados operadas por Supermercados Peruanos, que le han permitido duplicar el número de tiendas y área de ventas, ingresando a nuevos mercados y zonas de influencia que tradicionalmente no eran atendidas por supermercados, destacando su ingreso a provincias en julio del 2007, en donde hoy cuenta con 7 locales en operación. De este

modo, SPSA se ha convertido en la empresa con mayor número de locales en operación en el mercado peruano.

El crecimiento en el número de locales atendidos por Supermercados Peruanos se ha dado junto con un proceso de fidelización de los clientes y consolidación de los modelos de negocio, lo cual se refleja en el continuo crecimiento de las ventas (con un crecimiento promedio anual de ventas del orden de 16.5% en los últimos 5 años) y con ello, una mayor participación de Supermercados Peruanos entre las cadenas de supermercados que operan a nivel nacional. En paralelo, se han ejecutado proyectos que buscan mejorar la estructura operativa, administrativa, logística y financiera de la empresa, que acompañado al mejor aprovechamiento de economías de escala, se ha reflejado en un continuo crecimiento del resultado operacional y EBITDA obtenido por la empresa, y con ello, una mayor capacidad de cobertura de sus obligaciones financieras.

Para asegurar la conformación del PF, se han definido mecanismos de aceleración que se activarían en caso las condiciones financieras y operativas del Originador se deterioren, de modo que se cuente anticipadamente con los recursos suficientes para cubrir la amortización del principal y los intereses pactados. La constitución del PF otorga mayor garantía de repago que una emisión directa por parte del Originador, pues este es administrado por un tercero, especializado en el manejo de este tipo de patrimonios, e independiente de sus operaciones.

Existe también el riesgo de que las redes de afiliación de las tarjetas no efectúen oportunamente el depósito de los fondos derivados de las ventas realizadas en los locales del Originador con las tarjetas elegidas, ya sea por razones de la propia red de afiliación, lo cual es mitigado a través del contrato de aceptación de las instrucciones de traslado de fondos por parte de estas redes, o por la deficiente generación de fondos, cuyo riesgo recae nuevamente en el Originador.

Existe la probabilidad de ocurrencia de eventos externos adversos que afecten los Flujos Futuros y la constitución de los Activos, y por tanto la solvencia del PF, lo que podría precipitar su terminación anticipada en condiciones desfavorables para los tenedores de los bonos de titulización. Estos eventos podrían estar relacionados con una recesión económica y el impacto en el incremento en el consumo privado (principalmente en bienes no alimenticios que vienen cobrando una participación cada vez mayor en las ventas totales de la empresa), accidentes y/o desastres naturales, situaciones políticas desfavorables, entre otros factores externos.

Desde la constitución del PF, la oportunidad y monto de flujos futuros transferidos al patrimonio han sido adecuadas, no solo por el creciente nivel de ventas de Supermercados Peruanos, sino también por la propia estructura del Programa, que ha permitido que se cumplan todos los requerimientos de acuerdo a lo estipulado y sin incurrir en eventos que pudieran devenir en la terminación anticipada del Patrimonio.

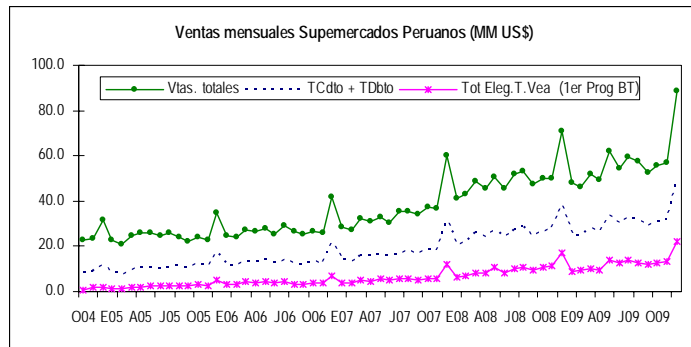
Nivel de ventas con las Tarjetas Elegidas en Supermercados Peruanos

Con el uso masivo de tarjetas de créditos, el nivel de compras realizadas en autoservicios que son pagadas con este medio, tanto tarjetas de débito, como tarjetas de crédito, se ha ido incrementando paulatinamente, pues desde el 48% que representaban las ventas de Supermercados Peruanos realizados por este medio de pago al momento de la constitución del patrimonio (enero del 2007) se ha incrementado a 56.1% al cierre del 2009.

Del total de tarjetas con que se pagan las compras en los supermercados de SPSA, destaca el posicionamiento que ha logrado la tarjeta Vea, tanto en su versión abierta afiliada a la red Visa, como en su versión cerrada, dado que está vinculada a compras en los hipermercados Plaza

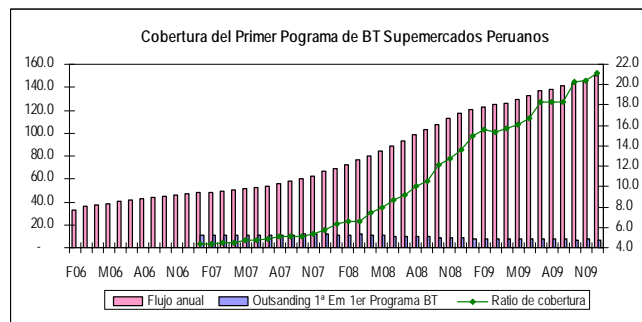
Vea y en los supermercados Plaza Vea Super, formatos que en conjunto representan cerca de 90% de las ventas totales de la empresa.

De este modo, las ventas pagadas con las tarjetas Vea Visa y Vea Cerrada han representado alrededor de 40% del total de ventas pagadas con tarjeta de débito y crédito, e incluso, porcentajes más altos en los meses de mayor consumo estacional, tal como diciembre del 2009, en donde la participación de estas tarjetas fueron de 44% del total pagado con tarjeta de crédito y débito. En los últimos 12 meses a diciembre del 2009, las ventas totales de tarjeta Vea Visa y Vea Cerrada han representado 22.1% de las ventas totales de Supermercados Peruanos y 40.2% del total pagado con tarjetas de crédito y de débito.



Además de la importante participación en las ventas de los pagos realizados con las tarjetas Vea y la tendencia creciente que sus flujos vienen mostrando, se debe tener en cuenta la continua disminución del saldo en circulación de los bonos de titulización, en razón del esquema de amortización trimestral que ellos involucran, lo que determina que el nivel de cobertura sobre el saldo adeudado sea bastante holgado, con un ratio de cobertura de 21.18 veces al cierre del 2009, superior al establecido para el presente proceso de titulización, de 1.70 veces

<i>Primer Programa de Bonos Titulizados</i>	Limite	Dic.2007	Dic.2008	Dic.2009
- Flujo anual de tarjetas elegidas / Principal Bonos	> 1.70x	5.97	13.59	21.18
- Deuda financiera / EBITDA (UDM)	< 3.50x	2.05	1.10	1.82
- Total Pasivo ajustado / Patrimonio + D.Sub.	< 2.50x	1.47	1.67	1.94
- EBITDA – Δ Cap.Trabajo/Servicio de deuda	> 1.50	6.41	7.79	5.93
- EBITDA – Δ Cap.Trabajo/Gtos Financieros Bonos	> 5.00x	25.20	27.15	16.43
- Ratio de cobertura de intereses	> 1.75x	4.27	5.00	4.86



De acuerdo a estimaciones y situaciones de "stress" realizadas por el Comité de Clasificación de Class & Asociados Clasificadora de Riesgo, el flujo histórico y los flujos proyectados generados por las tarjetas Vea, tanto la afiliada a Visa, como la tarjeta Vea cerrada, serían suficientes para cubrir el Flujo Requerido para conformar el Patrimonio Fideicometido que respalda el presente

proceso de titulización, esto es: cubrir 1.7 veces el saldo del principal no amortizado de los Bonos Titulizados en circulación, y cubrir 5.0 veces la Cuota Bonos (interés más principal) de los últimos doce meses. Esto no solo se sustenta en el crecimiento de las ventas y el crecimiento en la participación de ventas a través de tarjetas elegidas producto de su consolidación en el mercado, sino también en la amortización puntual de los bonos.

Para este cálculo se ha tomado en consideración distintos escenarios, entre ellos: (i) disminución de las ventas de los locales existentes; (ii) paralización de los planes de inversión de la empresa de los próximos años, a fin de no considerar los ingresos provenientes de nuevos locales; (iii) disminución de la participación en las ventas de pagos realizados con tarjetas de créditos y de débito, con mayor énfasis en la participación de la tarjeta Vea, que es la que respalda el presente programa; (iv) aumento de la deuda por la emisión de nuevos valores en el mercado de capitales.

También se ha tomado en consideración los *covenants* propuestos en los demás programas de emisión de instrumentos de Supermercados, principalmente aquellos relacionados con el nivel de endeudamiento de la empresa, que limita la emisión de instrumentos de deuda y la toma de deuda bancaria, y que están vinculados a adecuados mecanismos de aceleración que en caso se presenten eventos adversos que afecten las operaciones normales del Originador, tanto en el nivel de ventas, como en los ratios financieros de la empresa, permitirían contar anticipadamente con los fondos requeridos para honrar las obligaciones asumidas con ambos procesos de titulización.

5. RIESGO CORPORATIVO

Supermercados Peruanos S.A.

Los Flujos Futuros que conforman el PF que respalda la Primera Emisión de Bonos de Titulización Supermercados Peruanos corresponden a activos no existentes, que serán generados por las ventas futuras en los locales del Originador. Por tanto, el principal riesgo que enfrentan los tenedores de los Bonos de Titulización es que las ventas realizadas en los locales de Supermercados Peruanos no sean suficientes para generar dichos activos lo que daría lugar a la insolvencia del patrimonio y a la decisión de la Asamblea de Inversionistas de liquidarlo.

Las operaciones de SPSA se han ido consolidando paulatinamente gracias al mayor número de locales en operación, y también al posicionamiento de sus diferentes formatos en cada una de sus áreas de influencia, lo cual se refleja en el nivel de ingresos, en sus resultados operacionales y en el nivel de utilidad obtenido en los últimos periodos analizados. Ello permite ratios positivos de rentabilidad y de eficiencia, apoyados por el respaldo patrimonial del Grupo Interbank y por las sinergias que se presentan por las operaciones conjuntas con empresas que pertenecen al grupo, generando perspectivas positivas respecto a los planes de expansión para los próximos años, más aún dado el bajo nivel de penetración de este negocio en el mercado peruano y las perspectivas de crecimiento del negocio de autoservicios en el mercado peruano.

Sin embargo, una parte importante de los fondos requeridos para financiar el proceso de expansión de los locales ha provenido de deuda financiera adquirida de instituciones financieras locales y por la emisión de valores en el mercado de capitales local, lo cual ha implicado un incremento en el nivel de endeudamiento de la empresa, afectando por tanto la capacidad de cobertura de deuda pues los gastos financieros absorben una parte importante del resultado operacional obtenido.

Supermercados Peruanos ha emitidos diversos valores en el mercado de capitales peruanos, los cuales cuentan con las siguientes categorías de riesgo.

Clasificaciones de Riesgo Vigentes	
Solvencia	A
Acciones Comunes	2da
Bonos de Titulización – Primera Emisión – Clase B	AA-
Primer Programa de Bonos Titulizados	AA
Primer Programa de Bonos Corporativos	AA
Primer Programa de Bonos Subordinados	A
Perspectivas	Positivas

5.1. Descripción de la empresa

Supermercados Peruanos S.A. (“Supermercados Peruanos” o “SPSA”) fue creada en 1993 como Supermercados Santa Isabel S.A., cuando la cadena de supermercados de origen chileno Santa Isabel S.A. ingresó al mercado peruano mediante la adquisición de las acciones de Promociones Camino Real S.A., empresa *holding* de la cadena local de tiendas Scala. Posteriormente, la empresa adquirió las cadenas de tiendas Mass y Top Market, con lo que incrementó el número de tiendas en operación.

En 1998, la empresa multinacional holandesa de supermercados Koninklijke Ahold N.V. (“Ahold”), a través de Disco Ahold International Holding N.V., tomó control de las cadenas de supermercados Santa Isabel de Chile (y con ello, de su subsidiaria en Perú), Disco de Argentina y Stock en Paraguay. En abril del 2003, Ahold anunció su decisión de vender su participación en las cadenas de supermercados que poseía en Asia y en Chile, Argentina, Paraguay, Brasil y Perú. En el caso peruano, el 11 de diciembre del 2003 concluyó el proceso de venta de 100% de las acciones de Supermercados Santa Isabel S.A., las cuales pasaron a ser propiedad de empresas vinculadas al Grupo Interbank.

El 15 de marzo del 2004, se aprobó el cambio de denominación de la sociedad, por la de “Supermercados Peruanos S.A.”, dentro de una estrategia integral de los nuevos propietarios, relacionada con el cambio de imagen, el desarrollo de nuevos formatos y el fortalecimiento de su plan estratégico.

Actualmente, el principal accionista de SPSA es IFH Retail Corp. (99.99%), empresa subsidiaria de IFH Perú Ltd., entidad creada en enero del 2007 como parte del proceso de reorganización corporativa de las empresas *“holding”* del Grupo Interbank.

5.2. Administración

El Directorio de Supermercados Peruanos está conformado por 5 directores, de los cuales, 2 representan al accionista y los otros 3 son directores independientes. En Junta Universal de Accionistas del 24 de marzo del 2010 se definió la conformación para el periodo marzo 2010-marzo 2011.

Directorio

Presidente:	Carlos Rodríguez-Pastor Persivale
Directores:	Juan Carlos Vallejo Blanco
	David Fischman Kalincausky
	Julio César Luque Badenes
	Pablo Turner Gonzáles

A la fecha, la plana gerencial está conformada de la siguiente manera:

Plana Gerencial

Gerente General:	Norberto Rossi
Dirección de Abastecimiento Logístico:	Rocío Del Valle Garbin
Dirección de Administración y Finanzas:	Delia Bustamante Laynes
Dirección de Auditoría y Procesos:	Mariela Prado Mogrovejo
Dirección de Comercial Food:	Vacante
Dirección de Compras Non Food:	Guillermo Wieland Cortez
Dirección de Desarrollo:	Misael Shimizu Mitsumasu
Dirección de Infraestructura:	Miguel Reaño Martín
Dirección de Gestión y Des. Humano:	Karina Sakihara Kuniyoshi
Dirección de Marketing:	Adelberto Müller Caro
Dirección de Ventas y Operaciones:	Jacqueline Mayor Alayna

5.3. Negocios

Supermercados Peruanos opera una red de autoservicios en tres formatos: (i) supermercados, con las marcas "Vivanda", "Plaza Vea Super", y "Market San Jorge"; (ii) hipermercados, con la marca "Plaza Vea"; y (iii) tiendas o supermercados de descuento, con la marca "Mass". Cada uno de estos formatos se distingue por la variedad de ítems ofrecidos, diferencias en atención, surtido, precio y extensión física, a la vez que por el público atendido en la zona de influencia de la tienda.

Desde el inicio de sus operaciones, SPSA desarrolló sus negocios en la ciudad de Lima, y a partir de julio del 2007, ingresó en provincias con la inauguración del hipermercado Plaza Vea en la ciudad de Trujillo, contando actualmente con tiendas en las ciudades de Trujillo (2), Chiclayo, Arequipa, Huancayo, Ica y Chimbote. Actualmente, SPSA opera 58 locales, los cuales se han incrementado a un ritmo de crecimiento promedio de 6 locales nuevos por periodo desde el ejercicio 2004, cuando se reinició el proceso de expansión de la empresa de la mano del nuevo accionista.

Formato	Número de locales
Plaza Vea	32
Plaza Vea Super	10 *
Vivanda	7
Mass	9
Total	58

* Incluye el Market San Jorge.

En setiembre del 2009 fue cerrada la última tienda del formato "Santa Isabel", con el que la empresa inició sus operaciones producto del ingreso de la cadena chilena del mismo nombre al mercado peruano. Todas las tiendas de este formato (originalmente 23 locales) han sido convertidas hacia los nuevos formatos desarrollados por SPSA: 7 conversiones a Vivanda, 8 conversiones a hipermercados Plaza Vea y 7 conversiones a Plaza Vea Super, mientras que el local ubicado en el C.C. San Felipe ha sido cerrado definitivamente.

El formato de hipermercados "Plaza Vea" fue lanzado en octubre del 2001, con la conversión del supermercado Santa Isabel que operaba en el C.C. Jockey Plaza. Actualmente, SPSA opera 32 locales de este formato, que incluye 7 locales ubicados en provincias, 3 de ellos inaugurados en el ejercicio 2009 como parte del proceso de expansión de la compañía. El sólido posicionamiento logrado por este formato determinó que se convirtiera en el pilar de la expansión de la empresa y que se utilizará la marca "Plaza Vea" para expandir su cadena de

supermercados "Plaza Vea Super". Encuestas de mercado independientes han ubicado a Plaza Vea como el supermercado de mayor recordación a nivel nacional ¹.

El formato de supermercados "Plaza Vea Super" fue lanzado al mercado a fines del 2006 aprovechando la imagen visual, la estructura de precios, los artículos publicitarios y la dinámica comercial de los hipermercados Plaza Vea, aunque establecidos en un menor espacio físico y con menores requerimientos logísticos al ofrecer solo productos alimenticios.

"Vivanda" es un formato innovador enfocado en satisfacer las necesidades de los clientes de mayor nivel socioeconómico. Este concepto es único en el mercado peruano, con un esquema especial en distribución, iluminación, calidad y variedad de los productos, a lo que se suma un servicio de atención al cliente diferenciador. Este formato es potenciado con: (i) el Programa Clientes Vivanda, identificado a través de la tarjeta Vivanda, con la que se acceden a descuentos especiales, ahorro en productos señalados, promociones y sorteos, y (ii) la tarjeta American Express Vivanda, que devuelve 5% de los consumos con dicha tarjeta para compras en Vivanda.

El formato de supermercados o tiendas de descuento "Mass" se caracteriza por estar enfocado a compras puntuales, más baratas, rápidas y de un número más reducido de ítems, que compiten con las bodegas y los mercados de barrio. Este formato corresponde a locales de menor extensión física y que ofrecen menor margen bruto, por lo que para mejorar su eficiencia se aprovechan los recursos de Plaza Vea para el manejo logístico y de abastecimiento de las tiendas.

5.4. Operaciones y Certificaciones

Para asegurar la calidad y la oportunidad en el abastecimiento de sus tiendas, y mejorar la eficiencia en el manejo de inventarios y espacios físicos en las tiendas, Supermercados Peruanos cuenta con adecuados sistemas de distribución, que incluyen: (i) un centro de distribución en el Callao para el desarrollo de sus operaciones logísticas, con una extensión de 12,500 m², en el que se acopia la mayor parte de productos no perecibles, que luego son distribuidos a cada local de acuerdo a sus requerimientos. Este centro es operado por Ransa Comercial S.A.; (ii) un centro de distribución especializado para el manejo de frutas y verduras, de 9 mil m², ubicado en San Juan de Miraflores; y, (iii) un centro de distribución especializado para el manejo de pescados y mariscos, con una extensión de 700 m², ubicado en Chorrillos.

La seguridad alimentaria ofrecida por SPSA en sus locales ha sido auditada exitosamente desde el año 2008 en base a los estándares de la certificación HACCP, que incluye la calidad de proveedores e insumos, así como de todas las etapas de producción, manipulación y exhibición de los alimentos y productos procesados vendidos en sus locales, eliminando el riesgo de contaminación de alimentos y la garantía de frescura de productos perecibles.

Además, SPSA cuenta con la certificación ISO 9001:2000, recertificada en el ejercicio 2009, para los procesos de aseguramiento, de auditoría y de control de calidad de productos perecibles, además de control y auditoría de inventarios y empresarial

Respecto al clima laboral y el interés de la empresa en la satisfacción del personal, SPSA ha aplicado un plan alineado al modelo del Instituto Great Place to Work, que le ha permitido ubicarse en el puesto 7 entre las 30 mejores empresas para trabajar en el Perú en el 2009,

¹ Arellano Marketing, Mayo 2010, publicada en El Comercio.

mejorando significativamente su ranking respecto a ejercicios anteriores: puesto 21 en el 2008 y puesto 56 en el 2007.

5.5. Mercado y posición competitiva

El mercado peruano de productos de consumo masivo se caracteriza por la baja penetración de negocios formales en la venta de productos al menudeo ("retail"), al participar actualmente solo con aproximadamente 15% de las ventas totales, mientras que el saldo corresponde a ventas en mercados abiertos (mercados vecinales) y a pequeñas tiendas comerciales (bodegas). Al considerar solo la ciudad de Lima, el índice de penetración de los autoservicios es de alrededor de 30%, nivel inferior al correspondiente a las principales ciudades capitales de países latinoamericanos (donde algunas están por encima del 70%), a lo que se suma la concentración del negocio en la ciudad de Lima, con baja presencia de autoservicios en otras ciudades del país, dadas las arraigadas costumbres de la población y las características locales del comercio minorista.

Las principales cadenas de autoservicios que operan en el Perú han ejecutado importantes planes de expansión en los últimos tres años, principalmente en zonas desatendidas por este tipo de negocio pero de alto potencial comercial, incluyendo el ingreso a las principales ciudades del interior del país. Esto se ha reflejado en un importante incremento en el número de locales, y por tanto en el área de ventas de los supermercados (que actualmente asciende a más de 400 mil m² de ventas), a partir de lo cual se ha incrementado el nivel de penetración del negocio a nivel nacional.

Las principales cadenas de autoservicios en el Perú son:

- (i) Las tiendas del Grupo Wong, adquiridas en diciembre del 2007 por el grupo chileno Cencosud, que opera bajo las marcas Wong y Metro, contando actualmente con 52 locales. El principal ámbito de operaciones del Grupo Wong es la ciudad de Lima, contando con presencia en las ciudades de Trujillo, Chiclayo y Cajamarca como resultado de la adquisición de las cadenas de autoservicios Merpisa y El Centro.
- (ii) Las tiendas de SPSA, con las marcas Plaza Vea, Plaza Vea Super, Vivanda y Mass. SPSA fue la primera cadena en ingresar a provincias, mediante la inauguración del hipermercado Plaza Vea de la ciudad de Trujillo en julio del 2007, y es la que a la fecha ha logrado mayor presencia en el interior del país.
- (iii) Los hipermercados Tottus pertenecen al Grupo Falabella, contando a la fecha con 17 locales ubicados en Lima y provincias: Ica, Chincha, Trujillo y Chiclayo. Apoyado en la estrategia global del Grupo, la expansión de la cadena Tottus se está dando en paralelo con la construcción de centros comerciales promovidos por el Grupo Falabella, en el que además se ubican los demás negocios comerciales de éste.

Existen además otras pequeñas operaciones de autoservicios en diferentes zonas de la ciudad de Lima y en ciudades del interior del país, que operan de manera individual o que forman parte de cadenas locales con un reducido número de locales, por lo que su participación, no es influyente en la penetración del negocio en el mercado nacional peruano.

La baja penetración del negocio, la eficiencia mostrada en el manejo de la extensión de los locales, y las perspectivas de crecimiento económico nacional (que a pesar de la crisis internacional, son las mejores de Latinoamérica), determina el interés mostrado por diversos operadores internacionales en el mercado local.

5.6. Situación Financiera

A partir de enero del 2005 el Consejo Normativo de Contabilidad suspendió el ajuste contable de los estados financieros para reflejar los efectos de la inflación, pero para efectos de análisis comparativo, las cifras han sido ajustadas a valores constantes de diciembre del 2009.

Indicadores financieros

En miles de nuevos soles de diciembre del 2009

	Dic.2006	Dic.2007	Dic.2008	Dic.2009
Total Activos	653,448	822,273	900,675	1,199,676
Disponibles	8,088	109,986	55,943	135,264
Existencias	125,714	141,349	186,553	179,660
Activo Fijo	440,424	492,341	579,657	793,092
Total Pasivos	481,311	581,757	648,172	878,755
Patrimonio	172,137	240,516	252,504	320,921
Ventas Netas	1,172,694	1,356,583	1,673,259	2,055,597
Resultado Bruto	292,188	333,351	423,594	528,294
Resultado Operacional	7,704	21,647	59,557	76,314
EBITDA	46,831	56,863	95,567	128,063
Gastos Financieros	(12,600)	(13,363)	(19,103)	(26,341)
Utilidad neta	4,089	12,273	19,708	38,883
Res. Operacional / Ventas	0.66%	1.60%	3.56%	3.71%
Res. Oper. / Gtos.Financ.	0.61	1.62	3.12	2.90
Utilidad / Ventas	0.35%	0.90%	1.18%	1.89%
Rentabilidad / Patrim. Prom.	2.39%	5.95%	7.99%	13.56%
Rentabilidad / Activos	0.63%	1.49%	2.19%	3.24%
Liquidez corriente	0.42	0.71	0.61	0.65
Liquidez ácida	0.06	0.34	0.18	0.30
Pasivos / Patrimonio	2.80	2.42	2.57	2.74
Deuda Financiera./ Patrimonio	0.96	0.82	0.77	1.04
Ratio de endeudamiento de Bonos**	2.72	1.47	1.67	1.94
% Deuda a corto plazo	77.07%	68.1%	73.6%	63.1%
Índice de Cobertura Histórico	2.72	2.69	4.14	2.85
Número de locales	40	45	51	58

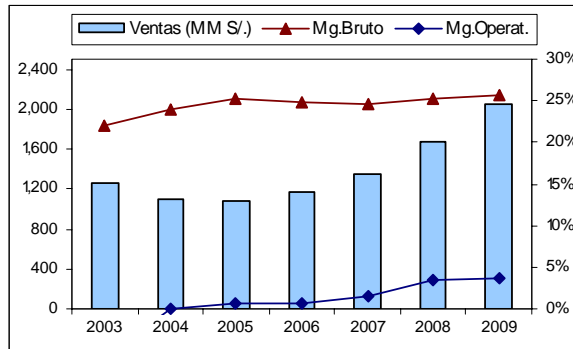
*Cifras han sido ajustadas a soles constantes de diciembre del 2009.

** Ratio de Endeudamiento que se obliga a cumplir el emisor en el marco de los Programas de Bonos bajo su responsabilidad

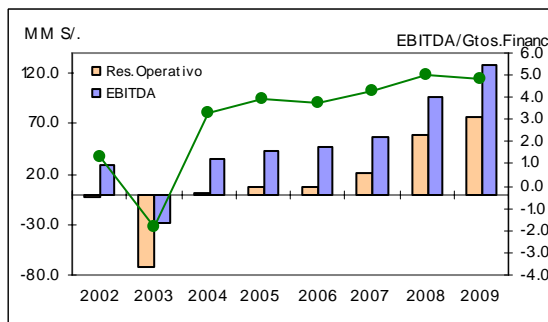
a. Resultado, Rentabilidad y Eficiencia

En el ejercicio 2009, Supermercados Peruanos registró ingresos por S/. 2,055.60 millones, mostrando un crecimiento de 16.6% respecto a los ingresos obtenidos en el ejercicio 2008, ascendentes a S/. 1,762.32 millones (considerando cifras corrientes), y con lo que se acumula un crecimiento promedio anual de 16.5% en los últimos 5 años. Considerando cifras ajustados a valores de diciembre del 2009, el crecimiento de los ingresos fue del orden de 22.8%, debido al efecto deflacionario del último ejercicio.

El crecimiento en ventas se ha dado en paralelo a una eficiente estructura de gestión de costos y de abastecimiento, así como en gastos operativos, lograda a partir de los nuevos sistemas de gestión implementados por la empresa y por economías de escala que se logran con mayor número de locales en operación. Ello ha permitido que el resultado operacional de Supermercados Peruanos muestre una tendencia positiva, pasando de valores negativos hasta el ejercicio 2002 y un promedio de S/. 7.00 millones en el periodo 2005-2006, a S/. 76.31 millones en el ejercicio 2009, que resulta 28.1% superior a lo registrado en el ejercicio 2008, S/. 59.56 millones (a valores constantes).



Este desempeño positivo se confirma con el EBITDA obtenido por la empresa, que en el ejercicio 2009 fue de S/. 128.06 millones, 34.0% superior al obtenido en el ejercicio 2008, que ascendió a S/. 95.57 millones y que a su vez fue 68.1% superior al registrado en el ejercicio 2007, de S/. 56.86 millones. De este modo, el EBITDA ha pasado a representar 6.2% de los ingresos por ventas del periodo, mientras que en el 2008 representó 5.7% y en el periodo 2005-2007 fue de alrededor de 4.0%.



A pesar del incremento del resultado operativo y del EBITDA registrado por la empresa en el 2009, la capacidad de cobertura respecto a los gastos financieros ha sido más ajustada, debido al aumento de la deuda financiera adquirida por la empresa para el financiamiento de la expansión de sus operaciones (+72.0% que lo registrado al cierre del 2008).

En el ejercicio 2009 se registró una pérdida no operacional menor a la registrada en el periodo anterior (S/. -13.03 millones frente a S/. -25.44 millones en el 2008) favorecido por el registro de la ganancia por diferencia de cambio, lo que apoyado en el aumento de ventas y mejor capacidad de generación de resultados operativos permitió obtener una utilidad neta ascendente a S/. 38.88 millones, que duplica el valor registrado en el ejercicio 2008 (S/. 19.71 millones, +97.3% a valores ajustados y +87.3% a valores corrientes).

b. Endeudamiento Patrimonial y Estructura de Deuda

Supermercados Peruanos cuenta con el sólido respaldo patrimonial del Grupo Interbank, el cual se ha confirmado a través de los diversos aportes de capital realizados, del compromiso de no distribución de los resultados obtenidos, y de la adquisición de la Primera Emisión de Bonos Subordinados. Al cierre del 2009, SPSA registró un patrimonio ascendente a S/. 320.92 millones, habiéndose compensado en su totalidad las pérdidas acumuladas de ejercicios anteriores.

Sin embargo, el nivel de endeudamiento de la empresa se viene incrementando en los últimos periodos, pasando de 2.42 veces al cierre del 2007 a 2.57 veces al cierre del 2008 y 2.74 veces

al cierre del 2009, debido al aumento de la deuda financiera, así como el mayor requerimiento de financiamiento de proveedores debido al mayor número de locales en operación.

A diciembre del 2009, la deuda financiera total de SPSA (incluyendo deuda subordinada y las cuentas por pagar a empresas vinculadas) fue de S/. 334.14 millones, es decir, 72.0% superior respecto a lo registrado al cierre del 2008, ascendente a S/. 194.23 millones, con lo que el índice de apalancamiento financiero se incrementó de 0.77 veces a 1.04 veces, en el periodo analizado. El ratio de endeudamiento definido en el marco de los programas de bonos de titulación bajo responsabilidad de SPSA fue de 1.94 veces a diciembre del 2009, menor al límite máximo permitido, de 2.5 veces.

c. Situación de liquidez

El negocio de supermercados se caracteriza por un alto requerimiento de financiamiento corriente de terceros para capital de trabajo, principalmente de proveedores, debido al elevado stock de inventarios que debe mantener para la normal operación de sus locales. Por tal motivo, los niveles de liquidez corriente son menores a 1, en el caso de Supermercados Peruanos al cierre del 2009 fue de 0.65 veces. No obstante, la empresa tiene una adecuada capacidad de generación de fondos necesarios para cubrir su capital de trabajo, a lo que se suma la alta rotación de sus existencias y de sus cuentas por cobrar.

d. Índice de Cobertura Histórica

En el ejercicio 2009, Supermercados Peruanos ha incrementado su capacidad de generación de recursos operativos, a partir del incremento de sus ventas y de su mejor estructura de costos y gastos. Sin embargo, los gastos financieros han sido mayores al haberse tomado más deuda para financiar el proceso de expansión de sus locales, de modo que su capacidad de cobertura financiera disminuyó, como lo demuestra el ratio Resultado Operativos / Gastos Financieros de 2.90 veces y un ratio EBITDA / Gastos Financieros de 4.86 veces al cierre del 2009, frente a 3.12 veces y 5.00 veces registrados al cierre del 2008, respectivamente. La relación deuda financiera (incluida la deuda subordinada y la deuda con vinculadas) / EBITDA se incrementó a 2.61 veces frente a 2.03 veces registrado al cierre del 2008. No obstante, estos ratios resultan menores que lo mostrado en ejercicios anteriores, cuando la capacidad de generación de resultados de SPSA era menor.

Al considerar la rentabilidad histórica de los activos, el índice de cobertura histórica se ha visto ajustado a diciembre del 2009, llegando a 2.85 veces, luego de la recuperación mostrada al cierre del ejercicio 2008, en que llegó a 4.14 veces. Este comportamiento se explica por varios factores, tales como: el aumento de la deuda financiera; el aumento del costo financiero real frente a lo registrado en el 2008, debido a que la coyuntura inflacionaria de este periodo; y, la inclusión de la próxima colocación de Bonos Corporativos por S/. 80 millones.

A pesar de haberse obtenido índices de cobertura de deuda más ajustados, la capacidad financiera y operativa de la empresa permite cubrir sus obligaciones financieras y de este modo, cumplir con los *covenants* impuestos en los programas de emisión de bonos de titulación.