

FUNDAMENTOS DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO
SUPERMERCADOS PERUANOS S.A.

Sesión de Comité N° 38/2011: 16 de noviembre del 2011
Información financiera al 30 de setiembre del 2011

Analista: Rodrigo Ballón-Landa
rballonlanda@class.pe

Supermercados Peruanos S.A. ("Supermercados Peruanos" o "SPSA") forma parte del Grupo Interbank, y es la segunda cadena de autoservicios en el mercado peruano, contando a la fecha con 70 locales con sus marcas Plaza Vea, Plaza Vea Super, Vivanda, Mass y Economax. Las ventas de Supermercados Peruanos han mostrado una tendencia creciente como respuesta a la inauguración de nuevos locales y al importante posicionamiento que están alcanzando sus diferentes formatos, lo cual ha permitido registrar una participación de mercado cercana a 35% a nivel nacional.

Clasificaciones Vigentes

Instrumentos	Emisiones	
Solvencia		A
Acciones Comunes		2da
Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo		CLA-1
Primer Programa de Bonos Corporativos	Primera, Segunda, Tercera, Cuarta, Quinta, Sexta, Séptima y Octava Emisión	AA
Primer Programa de Bonos Subordinados	Primera, Segunda y Tercera Emisión	A
Perspectivas		Estables

FUNDAMENTACION

Las categorías de clasificación de riesgo asignadas a los instrumentos bajo responsabilidad de Supermercados Peruanos S.A. han sido otorgadas en base a los siguientes factores:

- Su proceso de expansión como cadena de autoservicios, con un ritmo de crecimiento de 7 locales como promedio anual en los últimos 4 años, teniendo además en cuenta sus planes de expansión para el mediano plazo.
- El posicionamiento que han logrado los diferentes formatos desarrollados por SPSA en sus zonas de influencia, destacando la participación de mercado de Plaza Vea como la primera marca en recordación a nivel nacional (según consultoras independientes).
- El crecimiento en ventas logrado a partir de áreas comerciales más extensas, con formatos sólidamente posicionados (+19.5% promedio anual en los últimos 5 años, a valores corrientes).
- Su eficiencia en cuanto a gestión de costos y a gastos operativos, que han permitido incrementar su resultado operacional y el EBITDA generado, mejorando con ello su capacidad de cobertura financiera.
- Las mejoras realizadas a nivel operativo y logístico, que serán potenciadas con los diferentes proyectos que se tiene en cartera.
- El respaldo del Grupo Interbank, ya sea por su participación como accionista a través del fortalecimiento patrimonial, como por el aprovechamiento de distintas sinergias en el proceso de expansión de tiendas, como

parte de los centros comerciales desarrollados por el Grupo, así como por sus operaciones con empresas vinculadas.

Indicadores Financieros

En miles de Nuevos Soles de setiembre del 2011

	Dic.2009	Dic.2010	Set. 2011
Total Activos	1,324,168	1,514,780	1,510,072
Disponible	149,300	114,727	27,002
Existencias	198,303	296,049	288,779
Activo Fijo	875,392	981,586	1,016,114
Total Pasivos	969,944	1,087,474	1,088,467
Patrimonio	354,223	427,306	421,605
Ventas Netas	2,268,908	2,531,792	1,988,909
Resultado Bruto	583,116	639,066	490,209
Resultado Operacional	78,180	108,095	51,212
EBITDA	135,299	172,300	112,419
Gastos financieros	(29,074)	(32,291)	(27,084)
Utilidad neta	42,918	56,193	16,872
Res. Operacional / Ventas	3.45%	4.27%	2.57%
Resultado oper. / Gastos financieros	2.69	3.35	1.89
Utilidad / Ventas	1.89%	2.22%	0.85%
Rentabilidad patrimonial	13.56%	14.38%	5.98%
Rentabilidad / Activos	3.24%	3.71%	1.49%
Liquidez corriente	0.65	0.59	0.47
Liquidez ácida	0.30	0.20	0.06
Pasivos / Patrimonio	2.74	2.54	2.58
Pas. Financ. / Patrimonio	1.02	0.82	1.14
Endeud. BT	1.94	2.00	2.01
% Deuda a corto plazo	63.6%	72.3%	73.4%
Índice de Cobertura Histórico	2.85	5.33	7.07
N° de locales	58	67	70

Nota: Las cifras han sido ajustadas a soles constantes de setiembre del 2011.

Las categorías de clasificación de riesgo asignadas también toman en consideración factores adversos, tales como:

- El crecimiento en su nivel de endeudamiento, debido a la mayor deuda adquirida para financiar el proceso de expansión de la empresa, y al descalce temporal producido al incrementar su deuda de corto plazo.
- La gran sensibilidad del sector consumo frente a situaciones económicas desfavorables.
- La fuerte competencia existente en el mercado, tanto en la ciudad de Lima, como en las principales ciudades del interior del país, proveniente de operadores existentes (Supermercados Wong y Metro, Hipermercados Tottus y autoservicios mayoristas), así como, por el posible ingreso de nuevos operadores atraídos por la relativa baja penetración en el negocio de autoservicios existente en el mercado peruano. A ello, se le agrega la oferta de canales tradicionales (mercados vecinales y bodegas), que resultan muy competitivos en algunas zonas.
- El importante monto requerido para financiar la expansión de sus negocios, ha determinado cambios en su esquema de financiamiento, principalmente, de deuda de corto plazo.

Actualmente, SPSA opera el mayor número de autoservicios en el mercado peruano y es la que mayor presencia tiene en provincias. Ha incrementado su participación de mercado, sostenido en el posicionamiento que han logrado sus diferentes formatos en sus zonas de influencia, llegando a participar con 35% de las ventas conjuntas de las tres principales cadenas de Supermercados a nivel nacional registradas a setiembre del 2011.

Para financiar su proceso de expansión, SPSA ha contado con diversos aportes de capital suscrito por su accionista, con fondos generados por su propia operación (caja y utilidades obtenidas), con financiamiento de terceros a través de deuda bancaria y con emisión de valores colocados en el mercado de capitales.

La deuda financiera adquirida por Supermercados Peruanos ha sufrido una recomposición, respecto al cierre del 2010, pues se adquirió mayor deuda financiera a corto plazo, y con las amortizaciones se redujo su deuda a largo plazo. A setiembre del 2011, la deuda financiera de la empresa ascendió a S/.479.7 millones (incluyendo la deuda

subordinada), frente a un nivel de deuda de S/. 350.7 millones que tuvo la empresa al cierre del 2010 y a S/. 362.5 millones al cierre del 2009. Ello ha implicado una cobertura de deuda algo ajustada y un descalce temporal en los niveles de liquidez de corto plazo, que según la administración de la empresa serían resueltos una vez que se concreten los nuevos financiamiento que está en proceso de adquisición. El crecimiento en la deuda ha estado acompañado con mejores condiciones financieras en términos de interés real (favorecido, también, por el aumento en la inflación), permitiendo que el índice de cobertura histórico de setiembre del 2011, sea de 7.0 y mejore respecto a lo observado al cierre del 2010 (5.33).

También ha sido positiva la amortización parcial de deuda por emisión de valores y deuda bancaria de largo plazo, a pesar de haber considerado la colocación de S/. 50 millones de Certificados de Depósitos en el marco del Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo y S/. 100 millones de Bonos Corporativos.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas respecto a la clasificación de riesgo asignada a los instrumentos emitidos por SPSA son estables, debido a la consolidación paulatina de las operaciones en base al mayor número de locales en operación, y también al posicionamiento de 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 muestra ratios positivos de rentabilidad y de eficiencia, apoyados por el respaldo patrimonial del Grupo Interbank, fortalecido por las sinergias que se presentan por las operaciones conjuntas con las empresas que pertenecen al Grupo, además de las posibilidades de expansión al resto en el mercado peruano.

El nivel de endeudamiento y la capacidad de cobertura de deuda se han visto afectados al haber adquirido más deuda para financiar la expansión de sus operaciones, por lo que los gastos financieros absorben una parte importante del resultado operacional obtenido, afectando sus indicadores de endeudamiento, su estructura de deuda y los calces de plazos.

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 de 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.

Con el proceso de reorganización corporativa de las empresas holding del Grupo Interbank, realizado en el año 2007, IFH Retail Corp., empresa subsidiaria de IFH Perú Ltd., pasó a ser el principal accionista de Supermercados Peruanos.

En noviembre del 2010, IFH Retail Corp. acordó efectuar un proceso de escisión de dicha sociedad en dos sociedades distintas: (i) IFH Retail Corp. y (ii) una sociedad nueva denominada Supermercados Peruanos Hold Corp., a la que se le ha transferido el 100% de la participación accionaria de Supermercados Peruanos S.A.

a. Propiedad

En diciembre del 2003, Supermercados Peruanos pasó a formar parte del Grupo Interbank, al ser adquirida por el consorcio formado por Interseguro, Interbank y Compass Capital Partners Corp. Posteriormente, IFH Perú Ltd., empresa holding del Grupo, ingresó a formar parte del accionariado. Durante el ejercicio 2007, las participaciones accionarias de estas empresas en el capital social de

Supermercados Peruanos fueron transferidas paulatinamente a IFH Retail Corp., y finalmente, con la división de esta sociedad, en noviembre del 2010, Supermercados Peruanos Hold Corp. pasa a ser el único accionista de Supermercados Peruanos.

El Grupo Interbank está compuesto, principalmente, por el negocio financiero y el de *retail*, siendo IFH Perú Ltd. el principal accionista de las empresas del grupo. Existen 2 *holdings* asociadas a cada una:

- (i) Intergroup Financial Services Corp., *holding* de los negocios financieros: Interbank y de Interseguro, en la que IFH Perú posee 72.2% del capital social. Asimismo, se encuentra dentro del Grupo, pero fuera de *la holding*, Inteligo S.A.B. (antes Centura S.A.B.) e Inteligo Bank (antes BluBank).
- (ii) IFH Retail Holding Corp. (100% de IFH Perú), *holding* de los negocios comerciales: Supermercados Peruanos S.A., operador de los autoservicios Vivanda, Plaza Vea, Mass y Economax; Tiendas Peruanas S.A., operador de las tiendas por departamento Oeschle; Financiera Uno S.A., canal financiero de las Tiendas Oechsle que administra las tarjetas de crédito Oh!; Inmobiliaria Milenia S.A., la cual posee distintos inmuebles y locales; Homecenters Peruanos S.A., que operará un nuevo negocio de tiendas de mejoramiento del hogar; e, IFH Pharma Corp, holding de la cadena de farmacias Inkafarma.

IFH cuenta con participación mayoritaria en las siguientes empresas: Urbi Propiedades S.A., IFH Perú Trading Co. Ltd. Hong Kong, Inversiones Río Nuevo S.A.C., Promotora Intercorp S.A., Ronpeto S.A., Puente de San Miguel Arcangel y San Miguel Global Opportunities y NG Education. SPSA a su vez es accionista de Peruana de Tiquetes S.A.C. (100% del accionariado), empresa dedicada a la venta de boletos de espectáculos "Tu Entrada", y de Lince Global Opportunities (17.7% del accionariado), propietaria de Milenia, empresa dedicada al negocio inmobiliario. SPSA se ha consolidado como un importante canal comercial de las operaciones del grupo vinculadas a la colocación de la tarjeta de crédito Vea Visa operada por Interbank y a la venta de coberturas de seguros por parte de Interseguro.

b. Estructura administrativa

El Directorio de Supermercados Peruanos está conformado por 5 directores, de los cuales, 2 representan al accionista principal de la empresa y los otros 3 son directores independientes. En Junta Universal de Accionistas del 23 de marzo del 2011 se definió la siguiente conformación:

Directorio

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

A fin de fortalecer las políticas de gobierno corporativo de la empresa, desde el ejercicio 2009 se cuenta con un Código de Buenas Prácticas de Buen Gobierno Corporativo y con un Reglamento de Régimen Interno de la Junta General de Accionistas.

Plana Gerencial

Gerente General:	Norberto Rossi
Dirección de Abastecimiento Logístico:	Gabriel Ortiz Alizieri
Dirección de Finanzas:	Augusto Rey Vallarino
Dirección de Comercial:	Luis Ríos Hoyos
Dirección de Desarrollo:	Misael Shimizu Mitsumasa
Dirección de Infraestructura:	Alfonso Márquez
Dirección de Gestión Humana y Calidad:	Mariela Prado Mogrovejo
Dirección de Marketing:	Adelberto Müller Caro
Dirección de Ventas y Operaciones:	Jacqueline Mayor Alayna
Dirección de Sistemas	Fernando de los Ríos

La plana gerencial de SPSA ha mostrado un buen nivel de estabilidad en los últimos años, de modo que los cambios observados se han dado principalmente a raíz de la rotación de ejecutivos de alto rango entre empresas del Grupo Interbank. Este es el caso de la Dirección de Finanzas, que desde junio del 2011 está a cargo del Sr. Augusto Rey Vallarino quien reemplaza a la Sra. Delia Bustamante Laynes, ambos funcionarios de alto nivel en empresas del Grupo Interbank.

Otros cambios que se han observado en los últimos meses son: (i) la creación de la Dirección de Gestión Humana y Calidad, que fusiona las Áreas de Recursos Humanos y algunas funciones del Área de Auditoría (que se ha desactivado), nombrándose en el cargo a la Sra. Mariela Prado Mogrovejo; (ii) el nombramiento del Sr. Gabriel Ortiz como Director del Abastecimiento Logístico; y, (iii) el nombramiento del Sr. Alfonso Márquez, como Director de Infraestructura.

2. 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" y "Economax". 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 (2), Huancayo, Ica, Chíncha, Chimbote (2), Huacho, Tacna, Piura y Juliaca.

A la fecha, se cuenta con los siguientes locales:

Formato	Número de locales
Plaza Vea	41*
Plaza Vea Super	11**
Vivanda	8
Mass	5
Economax	5
Total	70

* Se encuentra en remodelación el local de San Borja

** Incluye el Market San Jorge.

El formato Plaza Vea se ha constituido como el pilar de la expansión de las operaciones de la empresa, tanto en su formato de hipermercado, como el de Supermercado, gracias a sus características operativas, extensión física, variedad de ítems y de precio, entre otros factores que han permitido posicionarse sólidamente en el mercado y que además, permite adecuarse fácilmente a las características disímiles de los diferentes segmentos socioeconómicos y de las zonas geográficas que atiende.

3. 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 los 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; (iii) un centro de distribución especializado para el manejo de pescados y mariscos, con una extensión de 700 m², ubicado en Chorrillos; y (iv) un centro de distribución para los productos no perecibles ubicado en la Panamericana Sur. Para el abastecimiento en las tiendas ubicadas en provincias, SPSA ha modificado la estructura de su manejo logístico buscando adaptarse a las condiciones de sus nuevos mercados de influencia, comprando localmente una parte importante de los productos perecibles (frescos, verduras, carnes, fiambres y lácteos); los demás productos,

son enviados desde Lima, de modo que se mantienen los estándares de calidad, frescura y variedad de los productos en todos los locales a nivel nacional.

La seguridad alimentaria ofrecida por SPSA en sus locales ha sido auditada exitosamente desde el año 2008 en base a los estándares de 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.

SPSA cuenta además 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

Desde el ejercicio 2010, se cuenta con la implementación de la solución informática SAP para los módulos de finanzas y para la migración de los módulos comercial y logístico. Respecto al clima laboral y el interés de la empresa en la satisfacción del personal, SPSA dentro de los análisis del Instituto Great Place to Work, se ha ubicado en el puesto 7 entre las 30 mejores empresas para trabajar en el Perú en el 2009 y 2010, mejorando significativamente su ranking respecto a ejercicios anteriores: puesto 21 en el 2008 y puesto 56 en el 2007.

4. 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 Censosud (Chile), que opera bajo las marcas Wong y Metro, contando con 66 locales. El principal ámbito de operaciones del Grupo Wong es la ciudad de Lima y Callao, contando con presencia en las ciudades de Trujillo, Chiclayo, Lambayeque, Cajamarca y Arequipa.
- (ii) Las tiendas de SPSA, con las marcas Plaza Veá, Plaza Veá Super, Vivanda, Mass y Economax. SPSA fue la primera cadena en ingresar a provincias, mediante la inauguración del hipermercado Plaza Veá 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 27 locales ubicados en Lima y provincias: Ica, Arequipa (2), Trujillo (2), Piura 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.

A setiembre del 2011, con referencia a la participación de mercado de las principales cadenas de Autoservicios: Wong participó aproximadamente con 45%, Supermercados Peruanos con 35%, e Hipermercados Tottus con 20%. La baja penetración del negocio, la eficiencia mostrada en el manejo de los locales, y las perspectivas de crecimiento económico nacional, determina el interés mostrado por diversos operadores internacionales en el mercado local.

5. Situación Financiera

A partir de enero del 2005 el Consejo Normativo de Contabilidad suspendió el ajuste contable en 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 setiembre del 2011.

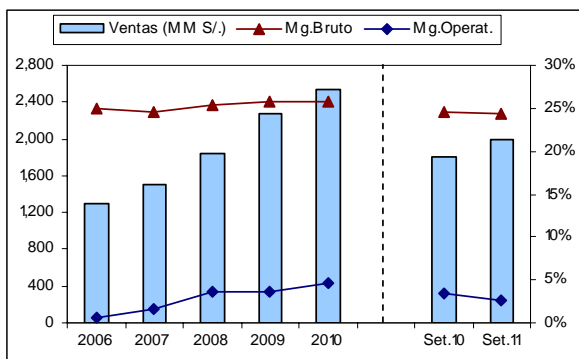
a. Resultado, Rentabilidad y Eficiencia

Supermercados Peruanos muestra una tendencia creciente

en sus ingresos por ventas, con un ritmo de crecimiento promedio anual de 19.5% en los últimos 5 años (considerando valores corrientes).

Ello es resultado de la conjugación de dos factores. Por un lado, el crecimiento del área total de ventas, dado el proceso de expansión de las cadenas administradas por SPSA, a un ritmo mayor a 7 nuevos locales por año, con lo que la empresa se ha convertido en la más grande operadora de Supermercados a nivel nacional y la que tiene mayor presencia en provincias. El segundo factor es el posicionamiento que han logrado los diferentes locales administrados por la empresa, al haber ingresado a mercados no atendidos tradicionalmente por Supermercados, tanto en zonas de menor nivel socioeconómico atendido por mercados de barrio, como por su presencia en las principales ciudades de provincias, en donde al ser los primeros en ingresar han logrado alta fidelidad por parte de los clientes y han mostrado un mejor desempeño que los estimados de acuerdo a estándares del negocio de Supermercados en nuevos mercados.

Al 30 de setiembre del 2011, el crecimiento de las ventas fue de 10.1% respecto a lo registrado al mismo periodo del 2010, incrementándose de S/. 1,805.9 millones a S/. 1,988.9 millones (a valores constantes de setiembre del 2011). Considerando cifras a valores corrientes, el crecimiento en las ventas fue del orden de 18.1% en el ejercicio analizado. Este comportamiento se sustenta por haber tenido más locales operativos: 58 locales al cierre del 2009, 67 locales al cierre del 2010 y 70 locales a setiembre del 2011.



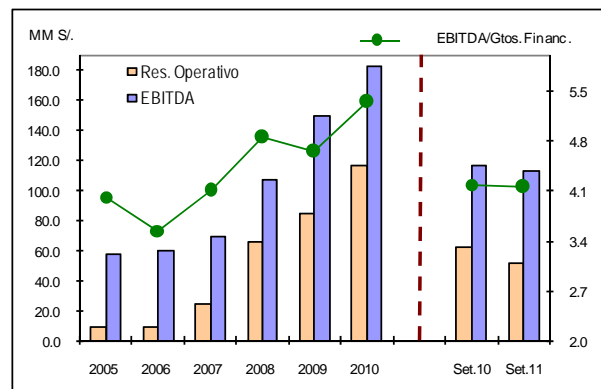
En los últimos años, la empresa ha seguido un proceso de implementación de nuevos procesos y sistemas de gestión que ha permitido mostrar mayores niveles de eficiencia en su estructura de gestión de costos y de abastecimiento, así como en gastos operativos, a lo que se suman las economías de escala obtenidas a partir de un mayor número de locales en operación.

Ello ha permitido que el resultado operacional de Supermercados Peruanos muestre una tendencia positiva, ascendiendo a S/. 108.1 millones en el ejercicio 2010, y 51.2

millones a setiembre del 2011, lo que significa un crecimiento promedio anual en los últimos cuatro años de 105.7%.

Al tercer trimestre del 2011, presenta una disminución en el resultado operativo de 17.3% (en comparación al mismo periodo del 2010), debido principalmente al gasto involucrado en la apertura de nuevos locales (+9 locales, que aún no superan el punto de equilibrio, respecto de del 2010) y al cierre temporal del Plaza Veá de San Borja, por lo que el resultado se redujo de S/. 61.9 millones a S/. 51.2 millones, respectivamente.

El favorable desempeño de las operaciones de la empresa en el ejercicio, se confirma con el EBITDA obtenido por la empresa, que en al tercer trimestre fue de S/. 112.4 millones, en comparación, al registrado de S/. 108.2 millones del mismo periodo del 2010, representando un crecimiento de 3.9%, a valores constantes de junio del 2011 (11.4% a valores corrientes).



El EBITDA ha pasado a representar 6.0% de los ingresos por ventas al 30 de setiembre del 2010 y 5.7% del mismo periodo del 2011.

Como consecuencia del mejor desempeño del EBITDA, la capacidad de cobertura respecto a los gastos financieros mostrada por SPSA ha sido mayor. A setiembre del 2011, la deuda financiera total de Supermercados Peruanos fue de S/. 479.7 millones, 36.8% superior a la registrada al cierre del 2010 (S/. 350.7 millones), y está compuesta por bonos corporativos, subordinados, de titulización, arrendamientos financieros, préstamos bancarios y obligaciones con terceros y afiliadas. Los gastos financieros a setiembre del 2011 ascendieron a S/. 27.0 millones (+12.2% a valores corrientes, en comparación con el mismo periodo del 2010), pasando a representar 52.9% del resultado operativo a setiembre del 2011, frente a 41.8% del mismo periodo del 2010 (29.9% en el ejercicio 2010).

Debido principalmente a la significativa reducción de la ganancia por diferencia en cambio, Supermercados Peruanos registró una pérdida no operacional mayor a la

registrada en el periodo anterior (S/. -24.5 millones frente a S/. -15.4 millones a junio del 2011). Ello sumado a la disminución del resultado operacional y al aumento en los gastos financieros asumidos ante la mayor deuda financiera adquirida afectó el resultado neto obtenido, que ascendió a S/. 16.9 millones en el periodo analizado, 46.4% inferior a la registrada en el mismo periodo del 2010, S/. 31.5 millones.

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.

Luego de dos aportes realizados en el ejercicio 2008 y 2009, por un total de S/. 30.50 millones, en el mes de mayo del 2010, se realizó un nuevo aporte por US\$ 10 millones, para completar el requerimiento de fondos para continuar con la expansión proyectada para el presente ejercicio.

Al 30 de setiembre del 2011, SPSA registró un patrimonio ascendente a S/. 421.6 millones, aumentando S/. 16.8 millones respecto a lo registrado al cierre del 2010, +4.2% (a cifras corrientes). Luego del ajuste a valores constantes de setiembre del 2011, se registra una disminución de 1.3% en el patrimonio.

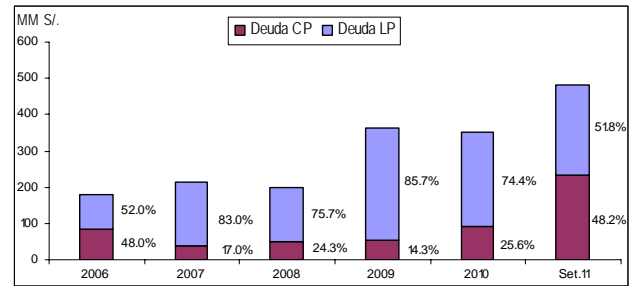
Al 30 de setiembre del 2011, el ratio de apalancamiento de Supermercados Peruanos fue de 2.58 veces, mostrando un ligero incremento respecto a lo registrado al cierre del 2010 (2.54 veces).

A setiembre del 2011, el índice de apalancamiento financiero fue de 1.14 veces, siendo mayor al mostrado a diciembre del 2010 de 0.82 veces, debido a mayores obligaciones financieras contraídas durante el periodo de análisis (+204.8%, a cifras constantes). El ratio de endeudamiento definido en el marco de los programas de bonos de titulación bajo responsabilidad de SPSA fue de 2.01 veces a setiembre del 2011, menor al límite máximo permitido, de 2.5 veces.

Se están cumpliendo los ratios financieros vinculados principalmente a capacidad de cobertura de deuda, niveles de venta y flujo anual de tarjetas elegidas requerido, conforme a lo acordado.

La deuda financiera, en los últimos periodos analizados (2006-2010), ha sido de vencimiento de largo plazo (74.2% en promedio); sin embargo, al tercer trimestre del 2011, se utilizaron las líneas con los bancos y se emitieron papeles comerciales, ya que se retrasó la colocación de una emisión de bonos corporativos y la estructuración de un préstamo bancario de largo plazo, por lo que solo el 51.8% es de vencimiento mayor a un año, con un plazo promedio de

vencimiento del total de deuda que fluctúa alrededor de 4.5 años.



Los pasivos de corto plazo representaron 73.4% a setiembre del 2011, conformados principalmente por el saldo por pagar a proveedores (61.3% del total de pasivos corrientes), que se han ido incrementando nominalmente en la medida que se tienen más locales en operación, pero en términos de periodo promedio de pago, ello fue de 89 días, inferior a setiembre del 2010, que se ubicaba en 93 días. Al cierre del ejercicio 2010, el periodo promedio de pago fue de 118 días, similar al mostrado al cierre de periodos anteriores, debido al crecimiento estacional de las ventas del último periodo del año.

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 mantenerse para la operación normal de sus locales.

Por ello, los niveles de liquidez corriente son menores a 1, en el caso de Supermercados Peruanos, al 30 de setiembre del 2011, fue de 0.47 veces.

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, con un periodo promedio de 40 días y 1 día, respectivamente, a setiembre del 2011.

A setiembre del 2011, el ratio de liquidez ha sido algo más ajustado que al cierre del 2010 (0.59 veces), debido a que los fondos disponibles están siendo invertidos en el proceso de expansión, por lo que la deuda financiera (principalmente de corto plazo) y las cuentas por pagar a proveedores se han visto incrementadas.

d. Índice de Cobertura Histórica

La capacidad de cobertura financiera de Supermercados Peruanos a setiembre del 2011, se mantuvo relativamente estable, si se mide por el ratio EBITDA / Gastos Financieros, 4.27 veces frente a 4.25 veces registrado durante el mismo periodo del 2010. Medido por el resultado operacional, la

cobertura disminuye debido a la apertura de nuevos locales (1.91 veces a junio del 2011 vs 2.44 veces mismo periodo del 2010).

La relación deuda financiera (incluida la deuda subordinada y sin incluir la deuda con vinculadas) / EBITDA se ubicó en 3.20 veces. Este ratio resulta mayor que el registrado en el mismo periodo del 2010 (2.14 veces), debido a que la deuda

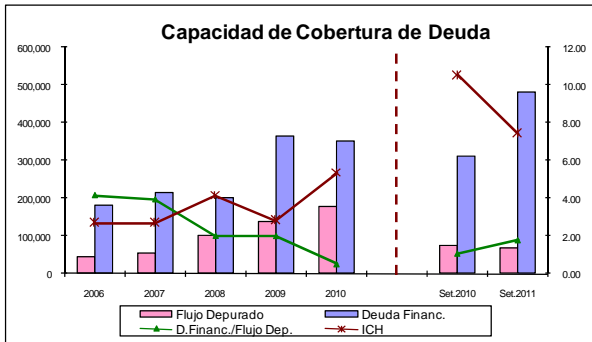
financiera aumentó 36.8%, mientras que el EBITDA registró un crecimiento de 3.9%, respecto a setiembre del 2010. Por su parte, el índice de cobertura histórico aumentó de 5.33 a setiembre del 2010 a 7.07 del periodo analizado, debido a la amortización parcial de: los instrumentos de deuda emitidos

Resumen de estados financieros y principales indicadores
En miles de Nuevos Soles ajustados a valores constantes del 30 de setiembre del 2011

	2007	2008	2009	2010	Set. 2011
Ventas netas	1,497,357	1,846,895	2,268,908	2,531,792	1,988,909
Resultado bruto	367,943	467,550	583,116	639,066	490,209
Resultado operacional	21,483	62,378	78,180	108,095	51,212
Depreciación y Amortización	35,008	37,969	54,484	63,030	52,716
Flujo depurado	54,311	99,560	136,163	175,299	103,934
Gastos financieros	(14,750)	(21,086)	(29,074)	(32,291)	(27,084)
Resultado no operacional	406	(28,084)	(14,383)	(24,664)	(24,470)
Utilidad neta	13,546	21,753	42,918	56,193	16,872
Total Activos	907,601	994,139	1,324,168	1,514,780	1,510,072
Disponible	121,399	61,749	149,300	114,727	27,002
Ctas por Cobrar comerciales	20,897	19,138	21,286	23,000	9,266
Activo Fijo	543,432	639,809	875,392	981,586	1,016,114
Total Pasivos	642,127	715,433	969,944	1,087,474	1,088,467
Deuda Financiera (sin vinculadas)	214,157	199,931	362,500	350,704	479,701
Patrimonio	265,475	278,706	354,223	427,306	421,605
Result. Operacional / Ventas	1.43%	3.38%	3.45%	4.27%	2.57%
Utilidad Neta / Ventas	0.90%	1.18%	1.89%	2.22%	0.85%
Flujo depurado / Activos Prom.	6.95%	11.14%	12.64%	13.23%	10.86%
Rentabilidad / Patrimonio Promedio	5.95%	7.99%	13.56%	14.38%	5.98%
Liquidez corriente	0.71	0.61	0.65	0.59	0.47
Liquidez ácida	0.34	0.18	0.30	0.20	0.06
Pasivos / Patrimonio	2.42	2.57	2.74	2.54	2.58
Deuda Financiera/ Patrimonio	0.81	0.72	1.02	0.82	1.14
Ratio de Edeudamiento de Bonos*	1.47	1.67	1.94	2.00	2.01
% de Deuda de corto plazo	68.07%	73.56%	63.65%	72.28%	73.36%
D. Financiera / Flujo depurado	3.94	2.01	2.66	2.00	3.46
Índice de Cobertura Histórica	2.69	4.14	2.85	5.33	7.07
Ebitda					
Ebitda	60,353	102,125	135,299	172,300	112,419
Deuda Financiera (incl. D.Subord.) / Ebitda	3.55	1.96	2.68	2.04	3.20
Ebitda / Gastos financieros	4.09	4.84	4.65	5.34	4.15

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

en el mercado de capitales de locales y de la deuda bancaria de largo plazo, debiendo tener en cuenta que en el cálculo se está incluyendo la futura emisión de Certificados de Depósitos en el marco del Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo, por S/. 50 millones y la emisión de bonos corporativos por S/. 100 millones, y el efecto de la inflación promedio ponderada anual en la tasa de interés real, lo cual produjo que ésta se redujera, pasando de 2.33%, al cierre del 2010, a 2.14% a junio del 2011.



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 titulización. A setiembre del 2011, todas las restricciones financieras están siendo cumplidas cabalmente.

7. Instrumentos financieros

A fin de financiar su plan de expansión y recomponer su estructura de pasivos, Supermercado Peruanos ha optado por la emisión de diversos instrumentos financieros.

Instrumento	Clasificación de Riesgo*
Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo	CLA-1
Primer Programa de Bonos Corporativos	AA
BT – Primera Emisión, Clase B	AA-
Primer Programa de Bonos Subordinados	A

*Vigente a la fecha

a. Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo – Primera Emisión

El Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo de Supermercados Peruanos S.A. involucra un monto máximo de emisión en circulación de US\$ 50 millones o su equivalente en nuevos soles. Dentro de este programa, se ha colocado la Primera Emisión por S/. 50 millones, el 13 de mayo del 2011, a una tasa de 5.8125%, a un plazo de hasta 180 días, con vencimiento el 12 de noviembre del 2011.

Los recursos que el Emisor obtenga producto de la colocación de esta Emisión serán destinados a la financiación de capital de trabajo o a la reestructuración de los pasivos de la empresa o a usos alternativos que el

Emisor considere conveniente en su oportunidad en función de sus actividades y será especificado en el Complemento del Prospecto Marco respectivo.

b. Primer Programa de Bonos Corporativos

El Primer Programa de Bonos Corporativos Supermercados Peruanos involucra un monto total en circulación de hasta S/. 250 millones, los cuales estarán garantizados por un Fideicomiso de Administración en Garantía en el que participan La Fiduciaria S.A., en calidad de Fiduciario, y el Banco de Crédito del Perú, en calidad de representante de los obligacionistas.

El Fideicomiso de Administración en Garantía

corresponde a un Patrimonio Fideicometido conformado por los derechos de cobro correspondientes a las ventas futuras pagadas con las Tarjetas Elegidas, que son las Tarjetas afiliadas a las redes VisaNet y ExpressNet, sin incluir la tarjetas de débito Credimás emitida por el Banco de Crédito ni la tarjeta de crédito Vea, pues éstas respaldan otro valor de responsabilidad de SPSA: Bonos de Titulización – Primera Emisión, Clase B.

El **flujo requerido**, o importe de los flujos dinerarios canalizados a la través de la Cuenta Recolectora abierta para tal fin durante los últimos 12 meses, debe generar un **ratio de cobertura** como mínimo de 1.0 veces el saldo no amortizado del principal de los bonos corporativos.

El ratio de cobertura se mide trimestralmente y en caso no se cumpla, el Fiduciario procederá a acumular diariamente el 30% de los flujos dinerarios, proceso que se ejecutará hasta que el Representante de los Obligaciones remita al Fiduciario: una Notificación de Cura de Incumplimiento o una Notificación de Aceleración de Pagos.

En caso que el ratio de cobertura sea Superior a 1.7 veces el saldo no amortizado del principal de los bonos corporativos, el Fiduciario, a solicitud de SPSA, dejará sin efecto la transferencia fiduciaria de los derechos de cobro hasta por el importe que permita cumplir con el ratio de cobertura fijado. Mientras se encuentre vigentes las emisiones del Programa de Bonos Corporativos, Supermercados Peruanos, en su calidad de Emisor, se compromete a cumplir ciertas restricciones referentes a: reparto de dividendos, reorganización empresarial, cambio de control, objeto social, otorgamiento de garantías a terceros, límite de financiamiento a terceros, disposición de activos fijos, afectación de bienes dados en garantía, signos distintos. También se compromete a cumplir los siguientes ratios financieros:

- Deuda Financiera / EBITDA (UDM) < 3.0 veces.
- Total Pasivos / Patrimonio Total < 2.5 veces.

La deuda subordinada del emisor no es incluida dentro de la deuda financiera, al ser considerada para el cálculo del

Patrimonio Total. El Total de Pasivos no incluye la deuda subordinada, las ganancias diferidas y el saldo de las cuentas reserva que mantenga el emisor.

En noviembre del 2009, se ha realizado la colocación de la Primera y Segunda Emisión de Bonos Corporativos, por un monto total de S/. 85.5 millones, emitidos con un esquema de amortización semestral del principal, a 7 y 10 años, respectivamente. Además, se han inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores la Cuarta, Quinta, Sexta, Séptima y Octava Emisión de Bonos Corporativos, los que en conjunto no podrán superar los S/. 80 millones.

c. Bonos de Titulización – Primera Emisión

Los BT Supermercados Peruanos – Primera Emisión fueron emitidos con cargo al Patrimonio Fideicometido – Supermercados Peruano, administrado por Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. – Intertítulos. Se emitieron dos clases de bonos: Clase A, por un importe de US\$ 35.0 millones, que fueron cancelados en diciembre del 2009; y Clase B, por un importe de US\$ 8.0 millones, cuyo

saldo en circulación asciende a US\$ 5.12 millones. El Patrimonio Fideicometido está constituido por los flujos futuros correspondientes a los derechos de crédito y ventas realizadas en todos los locales de SPSA, a ser pagados mediante la tarjeta de débito Credimas, emitida por el Banco de Crédito.

d. Primer Programa de Bonos Subordinados

El Primer Programa de Bonos Subordinados Supermercados Peruanos S.A. involucra un monto máximo de emisión en circulación de US\$ 30 millones. Dentro de este Programa se han emitido tres emisiones por US\$ 26.8 millones en conjunto, a plazos entre 6.6 años y 7 años, de modo que la fecha de vencimiento de todas ellas sea el 12 de julio de 2014.

En caso el emisor se declare en disolución y liquidación, por acuerdo propio o como consecuencia de un procedimiento concursal, el pago del principal y de los intereses de los Bonos Subordinados estarán sujeto y subordinados al pago previo de las demás obligaciones y créditos del emisor, de acuerdo con el orden de preferencia establecido en el numeral 42.1 del Artículo 42 de la Ley Concursal

DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS CLASIFICADOS

1. Acciones Comunes

306,678,288 en circulación.
Valor nominal: S/. 1.00

2. Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo

El Segundo Programa de Instrumentos de Corto Plazo involucra un monto en circulación de hasta US\$ 50'000,000, o su equivalente en nuevos soles, contando con garantía genérica sobre su patrimonio.

Emisiones de Bonos Subordinados	Monto Emitido	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Plazo	Tasa de Interés	Estado
Primera Emisión – Clase A	S/. 50'000,000	14-May-2011	12-Nov-2011	180 días	5.8125%	Cancelada

3. Primer Programa de Bonos Corporativos

El Primer Programa de Bonos Corporativos involucra un monto en circulación de hasta S/. 250'000,000, o su equivalente en dólares americanos, los cuales además de contar con garantía genérica sobre el patrimonio, cuenta con la garantía específica del Fideicomiso en Administración y Garantía conformado por flujos de Tarjetas Elegidas. El Fideicomiso en Garantía no incluye mecanismos de retención de flujos, salvo en los casos que se presenten eventos de incumplimiento, requiriendo un flujo de cobertura mínimo de 1.0 veces sobre del principal de los bonos en circulación.

Emisiones de Bonos Corporativos	Monto Emitido 1/ 2/	Monto en Circulación	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Plazo	Tasa de Interés
Primera Emisión	S/. 28'437,000	S/. 22'343,357	26-Nov-2009	26-Nov-2016	7 años	6.70%
Segunda Emisión	S/. 57'090,000	S/. 48'526,500	26-Nov-2009	26-Nov-2019	10 años	7.75%
Tercera Emisión	Hasta S/. 14'473,000	Por emitir	Por emitir	Por emitir	5 años	Fija
Cuarta Emisión	Hasta S/. 80'000,000	Por emitir	Por emitir	Por emitir	5 años	Fija
Quinta Emisión	Hasta S/. 80'000,000	Por emitir	Por emitir	Por emitir	10 años	Fija
Sexta Emisión	Hasta S/. 80'000,000	Por emitir	Por emitir	Por emitir	5 años	Soles VAC
Sétima Emisión	Hasta S/. 80'000,000	Por emitir	Por emitir	Por emitir	10 años	Soles VAC
Octava Emisión	Hasta S/. 80'000,000	Por emitir	Por emitir	Por emitir	15 años	Soles VAC

1/ El monto de emisión conjunto de la Primera, Segunda y Tercera Emisión no podrá exceder los S/. 100'000,000.

2/ El monto de emisión conjunto de la Cuarta, Quinta, Sexta, Sétima y Octava Emisión no podrá exceder los S/. 80'000,000.

4. Primer Programa de Bonos Subordinados

El Primer Programa de Bonos Subordinados involucra un monto en circulación de hasta US\$ 30'000,000, o su equivalente en nuevos soles. El pago del principal y los intereses de los bonos, en caso se declare la disolución y liquidación de la empresa, estará sujeto y subordinado al pago previo de las demás obligaciones y créditos del emisor, de acuerdo con el orden de preferencia establecido en el numeral 42.1 del Artículo 42 de la Ley General del Sistema Concursal – Ley 27809, modificada por la Ley 28709.

Emisiones de Bonos Subordinados	Monto Emitido	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Plazo	Tasa de Interés
Primera Emisión	US\$ 12'000,000	12-Jul-2007	12-Jul-2014	7 años	7.50%
Segunda Emisión	US\$ 7'005,000	14-Dic-2007	12-Jul-2014	6 años 7 meses	8.04%
Tercera Emisión	S/. 21'540,000	14-Dic-2007	12-Jul-2014	6 años 7 meses	8.49%