



Santiago, 30 de diciembre de 2008

Señor  
Guillermo Larraín Ríos  
Superintendente de Valores y Seguros  
Superintendencia de Valores y Seguros  
Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449  
**PRESENTE**



2009010000860

30/12/2008 - 04:10

Operador: RGONZALE

Nro. Inscrip:593 - División Control Financiero Valores



SUPERINTENDENCIA  
VALORES Y SEGUROS

**Ref.: Remite Opinión Independiente de Director Sr. Francisco Gana Eguiguren**

Estimado Sr. Larraín:

Me refiero al proceso de oferta pública de adquisición de acciones de Distribución y Servicio D&S S.A. ("D&S") que Inversiones Australes Tres Limitada, filial de Wal-Mart Stores Inc., ha iniciado el pasado día 23 de diciembre de 2008.

En relación con lo dispuesto en el literal c) del artículo 207 de la Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores, adjunto a la presente la opinión independiente del director de D&S don Francisco Gana Eguiguren.

Atentamente,

Gonzalo Smith

Secretario del Directorio  
Distribución y Servicio D&S S.A.

cc. Bolsa de Comercio de Santiago  
Bolsa Electrónica de Chile  
Bolsa de Valores de Valparaíso  
Inversiones Australes Tres Limitada  
IM Trust

Señores  
Accionistas de  
Distribución y Servicio D&S S.A.

Ref.: Oferta Pública de Acciones de Distribución y Servicio D&S S.A.

Señores Accionistas:

En conformidad con lo dispuesto en el artículo 207 letra (c) de la ley 18.045 de Mercado de Valores y en mi calidad de director de Distribución y Servicio D&S S.A., inscrita en el registro de valores de la SVS con el N° 593 (en adelante "**D&S**", la "**Empresa**", la "**Compañía**" o la "**Sociedad**") y controladora de Sociedad Anónima Inmobiliaria Terrenos y Establecimientos Comerciales, inscrita en dicho registro con el N° 414, y de Astro S.A., inscrita con el N° 1018, cumpla con dar e informar mi opinión acerca de la oferta pública de adquisición de acciones de la referencia (la "**Oferta**"), según los fundamentos que se exponen a continuación.

### **1.- Relación con el Controlador de la Sociedad y el Oferente**

Informo que a esta fecha no tengo relación alguna con el Controlador. Asimismo, informo que tampoco tengo relación alguna con el Oferente, ni interés en sus operaciones, actos o contratos.

Soy director de D&S S.A. desde el 24 de Abril de 2007, elegido con los votos de AFP Provida, AFP Bansander, AFP Cuprum, AFP Habitat y AFP Santa María. En virtud de los votos de esos inversionistas institucionales tengo la calidad de director independiente de los controladores de la Sociedad.

Cumpliendo lo establecido en el artículo 50 bis de la ley 18.046, "Ley sobre Sociedades Anónimas", pertenezco al Comité de Directores de la Sociedad. Complementariamente, por decisión del Directorio de la Sociedad, pertenezco al Comité de Inversiones de la misma.

Informo además que soy accionista minoritario de D&S, dueño de 270.000 acciones adquiridas el 29 de Marzo de 2007, previamente a mi incorporación como Director independiente.

En virtud de todo lo anterior, declaro no tener ningún interés particular en la Oferta, distinto de los que pudieren derivarse de las relaciones declaradas anteriormente y de mi participación minoritaria en la Empresa.

### **2- Antecedentes de la Oferta**

Según lo informado en el aviso publicado en los diarios El Mercurio y La Tercera de fecha 23 de Diciembre de 2008 (el "**Aviso de Inicio**"), Inversiones Australes Tres Limitada (el "**Oferente**") ha realizado una oferta pública de adquisición de las acciones emitidas por D&S.



La intención del Oferente es adquirir 6.520.000.000 acciones de D&S representativas del 100% de su capital accionario (la "Oferta"), a un precio de US\$0,408 por acción, pagadero en dólares de los Estados Unidos de América ("dólares") o en su equivalente en pesos, moneda nacional ("pesos"), de acuerdo al promedio que resulte del tipo de cambio "dólar observado" que publique el Banco Central de Chile en el Diario Oficial de la República de Chile (el "Diario Oficial") cada día, en períodos de 6 días hábiles bursátiles que terminan en la fecha que corresponda efectuar el pago, a elección del accionista aceptante (el "Precio"). Si se optare por recibir pesos, el riesgo de variaciones de tipo de cambio será del accionista aceptante.

La oferta está sujeta a la condición que al menos 3.260.652.000 acciones, equivalentes al 50,01% del capital accionario de D&S, sean ofrecidas en venta al Oferente de acuerdo a los términos de la Oferta.

Los restantes términos y condiciones de la Oferta se indican en el Aviso de Inicio y en el Prospecto de la Oferta preparados por el Oferente, información que se encuentra a disposición de los interesados y accionistas de D&S en las oficinas de la empresa, en la Superintendencia de Valores y Seguros y en las oficinas de IM Trust.

### **3.- Consideraciones Generales acerca de la Oferta**

En la preparación de esta opinión se han considerado los términos y condiciones de la Oferta, informados tanto en el Aviso de Inicio como en el Prospecto; la información pública de la compañía disponible para todo accionista de D&S; los antecedentes recibidos en mi carácter de director, miembro del Comité de Directores y miembro del Comité de Inversiones; y el conocimiento adquirido de la Compañía a través de la participación en los directorios de todas las filiales (en adelante, conjuntamente la "Información de la Oferta").

Del análisis de la información referida precedentemente, en la preparación de esta opinión se han tenido presente las siguientes consideraciones generales:

**a) Respecto de la condición de éxito de la Oferta.** En primer término, se debe tener presente que el Oferente ha ofrecido comprar el 100% de las acciones de D&S, lo cual implica la eventual salida de todos los accionistas no vinculados a los actuales controladores de la compañía.

Para que la Oferta sea declarada exitosa, el Oferente debe recibir la aceptación de la venta respecto de acciones que representen al menos un 50,01% del total de las acciones emitidas por la sociedad.

De acuerdo a la Información de la Oferta, los actuales controladores poseen un 63,4% de las acciones de D&S y habrían comprometido la venta de un 23,4% de éstas. Adicionalmente, para el caso que la venta de un 23,4% de las acciones de los controladores no sea suficiente para alcanzar el 50,01% referido, se habría comprometido la venta de las acciones necesarias para alcanzar la meta hasta un máximo de 10% adicional (v.gr. 33,4% de las acciones de los controladores en total).

En consecuencia, los accionistas no vinculados a los actuales controladores, que en la actualidad poseen un 36,6% de las acciones de D&S, deberán vender al menos el 16,7% de las acciones de D&S para que la OPA sea declarada exitosa.

**b) Respecto de la futura liquidez de la acción.** En el caso que la OPA sea declarada exitosa, el Oferente adquirirá entre el 50,01% y el 60% de las acciones de D&S, mientras que los actuales controladores retendrán entre un 40% y un 30% de las mismas. En consecuencia, los accionistas que decidan rechazar la oferta verán su participación reducida a un porcentaje que variará entre 0% y 19,99%. En esas circunstancias, la acción debería enfrentar un escenario de menor o de casi nula liquidez, dependiendo del porcentaje de aceptaciones de los accionistas no vinculados a los controladores.

**c) Respecto del premio ofrecido.** De acuerdo a la Información de la Oferta, el "premio" ofrecido es de un 36,5% en relación con el precio de mercado de la acción de D&S<sup>1</sup>. Dicho precio ofrecido representa aproximadamente el valor de 1 vez la venta anual y de 13,5 veces el Ebitda actual, valores que se comparan positivamente respecto a otras transacciones de empresas de similar naturaleza.

Con todo, es del caso informar que los actuales controladores de D&S encargaron un estudio al banco de inversión JP Morgan con el objeto de obtener una valorización de la Empresa. Dicho estudio arrojó como conclusión que la Compañía tiene un valor aproximado de 2.616 millones de dólares, monto que coincide con el valor total ofrecido por la Oferente en la OPA. De este modo se concluye que el premio ofrecido constituye un sobreprecio respecto de la valorización bursátil de la Sociedad, pero desde la óptica del estudio encargado por los controladores actuales de D&S, representa sólo un reconocimiento de la valorización de D&S, no existiendo en consecuencia ningún premio adicional por sobre esa valorización. La Oferta estaría pagando a los accionistas el plan comercial futuro.

Por otra parte, los datos contenidos en la Información de la Oferta revelan que, de acuerdo al pacto de accionistas suscrito con fecha 19 de diciembre de 2008 entre el Oferente y los actuales controladores de D&S (el "**Pacto de Accionistas**"), se contempla "(...) la suscripción de ciertos contratos de servicios, licencia y asistencia técnica entre D&S y la matriz del Oferente, Wal Mart Stores Inc., los que se deben ajustar a condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado." Dicha información no contiene estimaciones ni datos que permitan inferir el alcance de las sinergias que el Oferente podría aportar a D&S que, a su turno, permitan proyectar los flujos futuros de la Compañía y, por ende, evaluar el precio ofrecido.

**d) Respecto de la Política de Dividendos Futuros de D&S.** Tal como señala la Información de la Oferta, el Pacto de Accionistas considera repartir como dividendo "la cifra mayor entre el mínimo legal y \$5 pesos por acción de D&S, sujeto a ajuste de inflación, estableciéndose un período de tres años en que se requiere acuerdo de ambas partes para efectuar aumentos de capital por montos que excedan los 500 millones de dólares".

---

<sup>1</sup> Considerando para tal efecto lo estipulado en el artículo 199 de la ley 18.045 del Mercado de Valores



#### **4. Consideraciones Acerca de los Efectos Positivos del Ingreso de Wal - Mart como controlador de D&S**

El know-how y el tamaño de las operaciones del Oferente en el mercado del *retail* a nivel mundial, deberían impactar positivamente a D&S en diversos aspectos:

##### **a) Respetto del desempeño Operacional**

###### **a.1 En el área de Supermercados**

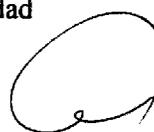
- Debería favorecer un sistema de negociaciones estables con proveedores, buscando la asociación con ellos y la búsqueda de mejoras en toda la cadena de valor.
- Debería propiciar un mejor sistema de abastecimiento, logrando al mismo tiempo rebajas en los precios de sus proveedores internacionales, así como mejoras en los precios de sus productos importados (ej: China).
- Debería redundar en un aumento de su productividad, tanto en la administración como en los locales, aumentando fuertemente el indicador de ventas por cada empleado de la Compañía y el de ventas por metro cuadrado de sala de ventas.
- Debería permitir contar con mejores sistemas de control y de reducción de inventarios.
- Debería generar un aumento en las ventas de los “Non Food”, ventaja competitiva del Oferente ampliamente conocida en todo el mundo y elemento que tiene especial relevancia considerando las debilidades operacionales que presentan en esa materia tanto D&S como el canal de supermercados chilenos en general.
- Debería implicar la posibilidad de negociar mejores precios de los servicios logísticos, incluyendo especialmente los fletes marítimos.
- Debería favorecer una mejor gestión y negociación de las marcas propias,

###### **a.2 En el área Inmobiliaria**

- D&S cuenta con una importante red de locales a nivel nacional, situación que podría potenciarse con el aporte de la Oferente. En efecto, la red de supermercados presenta una baja penetración en algunas regiones del país y dentro de esa red D&S posee, a su turno, una baja participación de mercado a nivel regional. En ese sentido, las mejoras de acceso a financiamiento que debería conllevar el ingreso de Wal-Mart (v.gr. vía aumento de capital o mercado financiero) permitirían aumentar en forma rápida su penetración y participación en ellas, generando un efecto positivo en los resultados en el mediano plazo.

###### **a.3 En el desarrollo de las Tecnologías de la Información utilizados por D&S**

- Los sistemas de información, aunque están en un proceso de franca mejora en D&S, debieran ser remplazados por los del Oferente, caracterizados por ser de mayor sofisticación y productividad. El reemplazo de los sistemas debiera resultar por lo demás esperable a objeto de consolidar la operación y los estados financieros. Asimismo, el reemplazo debiera implicar un aumento en el gasto operacional en el corto plazo, pero con significativas mejoras de productividad en el mediano plazo (2 años aproximadamente).



#### a.4 En el mejoramiento de los procesos

- El Oferente es una empresa competitiva mundialmente gracias en parte a la calidad de sus procesos. Desde ese punto de vista es esperable que similares procesos puedan ser implementados en el corto plazo en D&S. Esa implementación, por efecto de las inversiones requeridas, redundará en un acotado impacto negativo en los resultados de la Compañía, pero tendrá evidentes y significativos retornos positivos en el mediano plazo. Sólo a modo de ejemplo se pueden identificar mejoras en los procesos de logística, recursos humanos y abastecimiento, mejoras que favorecerán el desempeño de los inventarios y los costos de transporte, aumentando la productividad y eficiencia de los centros de distribución y las salas de venta.

#### b) Respecto del desarrollo estratégico

- El Oferente debería establecer un Plan Estratégico de largo plazo, estable y consistente en el tiempo, lo que hará enfocarse a la administración de la compañía en los elementos críticos de éxito
- El conocimiento del Oferente de los benchmarks en los distintos aspectos de la operación, debiera mejorar el desempeño de una serie de estándares que actualmente están bajo el promedio para empresas del sector.

### **5. Consideraciones Acerca de los Efectos Negativos del Ingreso de Wal - Mart como controlador de D&S.**

#### a) En el corto plazo

- Se espera que el Oferente realice **inversiones** tendientes al mejoramiento de los procesos fundamentales antes comentados, orientadas a mejorar los resultados de largo plazo. Dicha inversión debiera reducir la rentabilidad en el corto plazo.
- Se debiera considerar una provisión para el pago a JP Morgan por su asesoría en esta operación, pago consistente en 9.5 millones de dólares más gastos, que se devengan con el éxito de la OPA.
- Asimismo, es probable que el Oferente considere castigar el monto disputado en el juicio contra Ahold, lo que implicaría una pérdida contable de US\$ 45 millones de dólares.
- Complementariamente, dado el desconocimiento por parte del Oferente del desempeño de las **tarjetas de crédito** en el mercado chileno – tanto desde el punto de vista del riesgo como del endeudamiento- es probable que se produzca un aumento en las provisiones de incobrables de la tarjeta Presto, las que actualmente ascienden a un 8,7%. Dicha política implicaría un natural impacto en los resultados de D&S, estimándose un incremento en las provisiones de US\$ 7 millones por cada 1% adicional que se estime por sobre ese 8,7%



## b) En el largo plazo

- La Información de la Oferta no es explícita en cuanto al valor de ciertos contratos de servicios, licencia y asistencia técnica que se suscribirían entre D&S y la matriz del Oferente, Wal Mart Stores Inc., para el caso que la OPA sea declarada exitosa. En consecuencia, no es posible estimar con precisión el efectivo impacto positivo que las futuras mejoras productivas de la Empresa podrían llegar a tener.
- La internacionalización de D&S en América Latina puede verse afectada por las características del Oferente en cuanto empresa multinacional. La Oferente posee las competencias y los recursos necesarios para abordar el resto de los mercados de América Latina en forma independiente, limitando con ello el crecimiento futuro de D&S.

## 6.- Opinión Formal

Teniendo en cuenta todos los antecedentes financieros, estratégicos y operacionales de D&S, la opinión del suscrito en cuanto Director es la siguiente:

**a) Resulta esperable que el Oferente genere importante valor agregado a D&S.** Si bien el resultado de D&S puede verse afectado en el corto plazo, tal situación debiera verse revertida en el mediano plazo (2 años aproximadamente). El Oferente es un actor relevante en el retail mundial y sin lugar a dudas propiciará que D&S obtenga un aumento de ventas mayor al proyectado -tanto en su presupuesto como en el plan trienal-, presentando además un aumento en el EBIT.

De resultar exitosa la OPA, D&S podría ver un aumento importante en las ventas de la categoría non-food, donde la empresa tiene amplio espacio para mejorar. Asimismo, debiera producirse un aumento de participación de mercado en provincias.

Asimismo, la Información de la Oferta describe la existencia de dividendos mínimos obligatorios que podrían hacer la inversión a largo plazo eventualmente atractiva.

**b) Imprecisión de la Información acerca de los costos de contratos futuros con partes relacionadas.** No obstante los efectos positivos que es esperable obtener por el ingreso de Wal-Mart a la propiedad de la Compañía, la falta de información precisa acerca de los costos que demandaría la contratación de servicios, licencias, asesorías técnicas y otros contratos con la matriz del Oferente, hacen imposible cuantificar el alcance de las sinergias que podrían derivarse de dicho ingreso y, asimismo, impiden estimar si el premio ofrecido es adecuado para la transacción.

**c) La estructura de la adquisición plantea un dilema para los accionistas minoritarios.** Teniendo en consideración los efectos positivos del ingreso de Wal-Mart como controlador de D&S que se han señalado precedentemente a lo largo de esta

opinión, algunos accionistas minoritarios, podrían considerar su permanencia en la sociedad. Para esto sería necesario:

- (i) Que al menos un 45,63 % de las demás acciones no vinculadas a los controladores acepten la oferta.
- (ii) Que un porcentaje relevante de acciones también decida mantenerse en la Sociedad, de manera que siga existiendo un mercado líquido para las acciones.

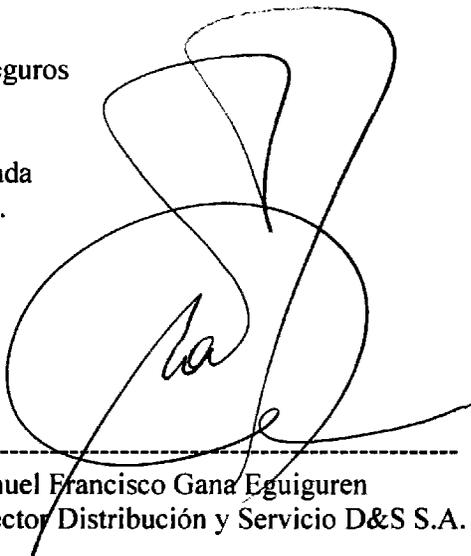
En consecuencia el accionista que decide optar por esta alternativa de quedarse en la sociedad, confiando en el cumplimiento de los 2 requisitos mencionados anteriormente, correría un doble riesgo. Primero, que muchos accionistas tomen el mismo curso de acción, haciendo fracasar la Oferta; y segundo, que muy pocos accionistas sigan ese curso de acción, quedando con una acción de baja liquidez.

**d) Conveniencia de la Oferta.** Tomando en consideración los antecedentes expuestos, el suscrito estima que (i) atendido el premio ofrecido por la Oferta respecto del precio de la acción de D&S, que se compara positivamente con otras transacciones similares en el mercado bursátil chileno; (ii) la incertidumbre acerca de los costos de los contratos futuros con partes relacionadas, que podrían limitar el alcance de los efectos positivos de la incorporación de Wal-Mart como socio controlador de D&S; y (iii) la imposibilidad de los accionistas minoritarios de evitar el dilema antes mencionado, es **conveniente aceptar la Oferta** en los términos propuestos.

Reitero a los accionistas que las consideraciones señaladas precedentemente las formulo sobre la base de la Información de la Oferta, en mi carácter de director de D&S y por así exigirlo la ley. En consecuencia, dichas consideraciones no deben estimarse, directamente o indirectamente, como una sugerencia o consejo del suscrito, destacando que la decisión final de aceptación o rechazo a la Oferta es responsabilidad personal de cada accionista.

Se recomienda asimismo evaluar y asesorarse en forma independiente respecto de su participación en la Oferta y analizar en forma separada los alcances tributarios, financieros y legales que, en su caso particular, tendría una eventual venta de sus acciones en la misma y, así, adoptar la decisión que mas convenga a su interés.

cc. Superintendencia de Valores y Seguros  
Bolsa de Comercio de Santiago  
Bolsa de valores de Valparaíso  
Inversiones Australes Tres Limitada  
Distribución y Servicio D&S S.A.



-----  
Manuel Francisco Gana Eguiguren  
Director Distribución y Servicio D&S S.A.