

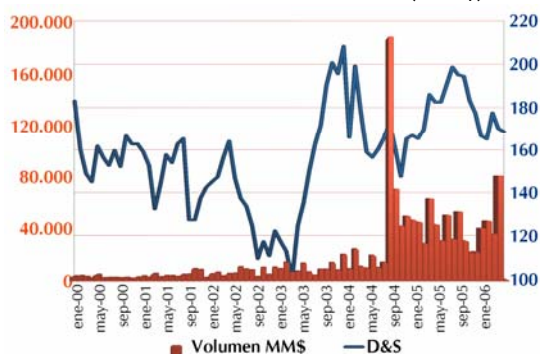
ANÁLISIS DE EMPRESA

Distribución y Servicios D&S S.A./ Sector : Retail

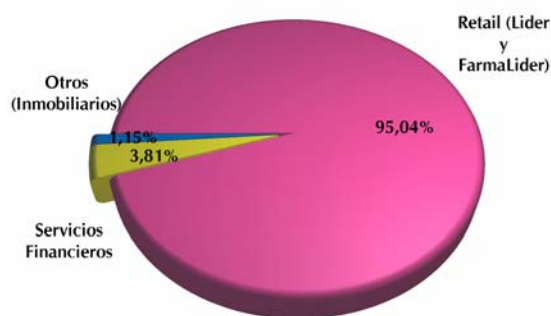
Departamento de Estudios / Mauricio Castro Delgado /mail: maucast@bci.cl / Fono: 692 8930

Recomendación corto plazo	: Mantener	Recomendación largo plazo	: Mantener	Beta	: 1,46 veces
Utilidad por acción 12/05	: \$5,8	Utilidad por acción 12/06 (e)	: \$7,0	Precio Objetivo	: \$195
P/U (actual)	: 28,4 veces	P/U (esperada)	: 23,7 veces	Precio Actual	: \$165,8
Accs./ADR	: 60	Precio actual ADR	: US\$ 19,05	Riesgo	: Medio

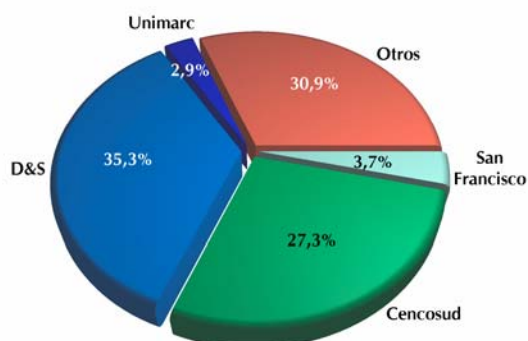
**Evolución Precio de Cierre de D&S
v/s Monto Transado Mensual (MM\$)**



Distribución de los Ingresos dic-05



**Participación de Mercado Supermercados
(Dic-05)**



1. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA

Distribución y Servicios D&S S.A. es la principal cadena de supermercados del país, con una participación de mercado de aproximadamente 35% a diciembre de 2005, a nivel nacional.

La compañía participa en el sector retail a través de los formatos Líder, Líder Vecino y Líder Express. Estos formatos se dividen en Supermercados e Hipermercados.

Supermercados:

A diciembre de 2005, participa en este segmento con 27 locales bajo la marca Líder Express, que anteriormente operaba bajo los nombres Ekono y Almac, y que cuentan con un promedio de 1.327 m² de sala de ventas.

Hipermercados:

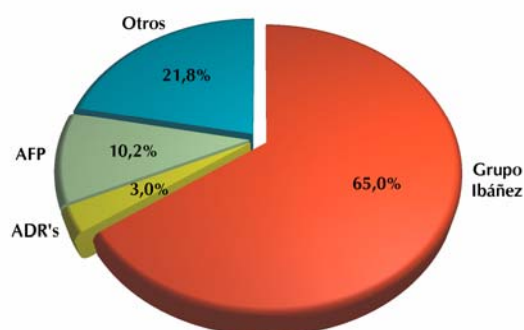
En este segmento, a diciembre de 2005, la compañía cuenta con 58 locales, los que operan bajo los formatos Líder y Líder Vecino, y que poseen un promedio de sala de ventas de 9.036 m² y 3.890 m², respectivamente.

A fines de diciembre de 2003, la compañía adquirió siete locales de Carrefour, los cuales ya han sido traspasados a formato Líder.

Adicionalmente, participa en el negocio de centros comerciales vecinales, o power center. Estos operan con un local Líder, diversos locales orientados al servicio y en algunos casos cuentan con otro establecimiento que hace de tienda ancla, además del supermercado o hipermercado.

En la actualidad, D&S posee 6 centros comerciales, en La Dehesa, Maipú, Puente Alto, Gran Avenida, Viña del Mar y Antofagasta, y 64 galerías comerciales tras cajas, en un total de 233.661 m². De este total, 83.014 m² se destinan a 594 locales, ubicados al interior de los supermercados fuera de las áreas destinadas a sala de ventas ("detrás de las cajas"), y 78.147 m² albergan a 276 locales en centros comerciales. Los 72.500 m² restantes corresponden a los 6 supermercados LIDER existentes en los shopping centers.

Estructura de Propiedad Diciembre 2005



Precios Año 2006

Mayor	Menor	Actual
183	159	165,8

Rentabilidad

2005	2006	Mar-06	Abr-06
0,85%	0,93%	-2,90%	-2,47%

Resumen Financiero

Número de acciones:	6.520.000.000
Razón corriente:	0,80 veces
Razón ácida:	0,50 veces
Relación bolsa / libro:	2,70 veces
Deuda / Patrimonio:	1,26 veces
Deuda / Activos:	0,56 veces
Política de dividendos:	30%
Patrimonio bursátil:	MM\$1.081.016
Monto transado Prom. diario	MM\$ 2.140
Presencia bursátil:	100%
Dividend Yield (2005):	1,20%

Clasificación de Riesgo:

Feller Rate

Acciones	1ª clase Nivel 2
Bonos	AA-
Efectos de Comercio	AA- / Nivel 1 +

FitchRatings

Acciones	Nivel 1
Bonos	AA-
Efectos de Comercio	F1+ / AA-

Adicionalmente, la compañía posee un 25% de la propiedad del Centro Comercial Mall Calama.

D&S participa también en el negocio financiero, a través de la tarjeta de crédito Presto, la que actualmente cuenta con más de 1,5 millones de tarjetas emitidas, de las cuales 1,2 millones se encuentran activas.

Farmalider cuenta con 67 farmacias, 5 de ellas ubicadas fuera de los locales LIDER, 35 de éstas en Santiago y 27 en regiones. La superficie total de sala de venta destinada a este formato es de 5.766 m², con un promedio de 93 m² por local. Esta cadena de farmacias posee una participación de mercado cercana a 5,7%.

Finalmente, la empresa opera marcas propias desde 1992, cuando introdujo la marca D&S. Actualmente, la empresa basa su estrategia de marcas propias en los nombres *Líder* y *Acuenta* en abarroses, *Buffet* en perecederos y productos delicatessen, *Boulevard*, en el área de vestuario y accesorios, *Haus* en artículos para el hogar, *Gröven* en productos electrónicos, *Body+* en perfumería, *Toi* en juguetería, *Paragon* en deportes, *Alquimia* en productos de librería y *Deli* en comida preparada.

2. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD

La compañía está controlada en un 65,0% por la familia Ibáñez, a través de Servicios Profesionales y de Comercialización S.A. y Empresas Almac S.A., entre otras sociedades.

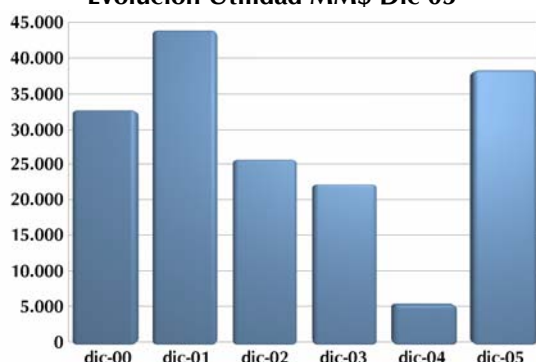
Propiedad a Diciembre de 2005	Nº de Acciones	% de Participación
Serv. Profesionales y de Comerc. S.A.	2.305.831.496	35,4%
Empresas Almac S.A.	599.758.172	9,2%
Future Investments S.A.	525.414.236	8,1%
Servicios e Inversiones Trucha S.A.	480.195.104	7,4%
J.P. Morgan Chase Bank, Según Circular	192.779.160	3,0%
International Supermarket Holdings S.A.	188.656.710	2,9%
Inversiones Miramar Dos Limitada	139.240.300	2,1%
Larraz Vial S.A. Corredora De Bolsa	120.718.111	1,9%
Banchile Corredores de Bolsa S.A.	108.105.167	1,7%
AFP Provida S.A. Para Fdo. Pensión C	107.060.393	1,6%
AFP Habitat S.A. Para Fdo. Pensión C	71.250.499	1,1%
AFP Provida S.A. Fondo Tipo B	67.773.326	1,0%
Otros	1.613.217.326	24,7%
Total	6.520.000.000	100,0%

Balance Consolidado MM\$ a Dic-05

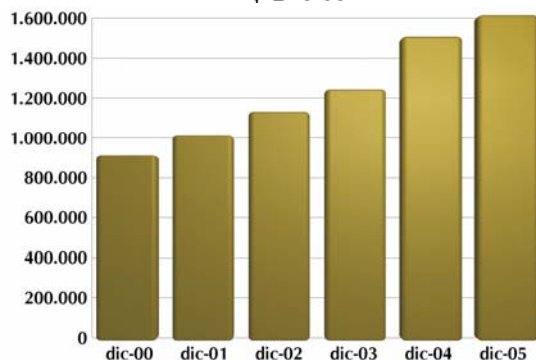
Activos	Dic-03	Dic-04	Dic-05
Act. Circulantes	340.704	399.688	387.033
Activos Fijos	530.482	616.434	606.187
Otros Activos	25.673	61.687	111.042
Total Activos	896.860	1.077.809	1.104.261

Pasivos	Dic-03	Dic-04	Dic-05
Pas. Circulantes	373.788	355.479	487.423
Pasivos L. Plazo	192.923	245.616	128.509
Int. Minoritario	136	4	24
Patrimonio	330.012	476.711	488.305
Total Pasivos	896.860	1.077.809	1.104.261

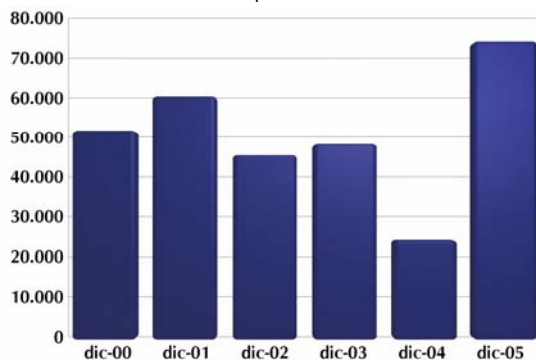
Evolución Utilidad MM\$ Dic-05



Evolución Ingresos Operacionales MM\$ Dic-05



Evolución Resultado Operacional MM\$ Dic-05

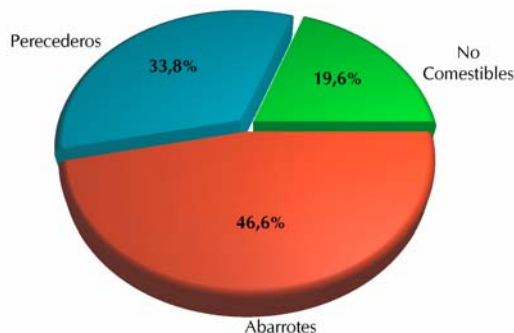


3. FORTALEZAS Y RIESGOS.

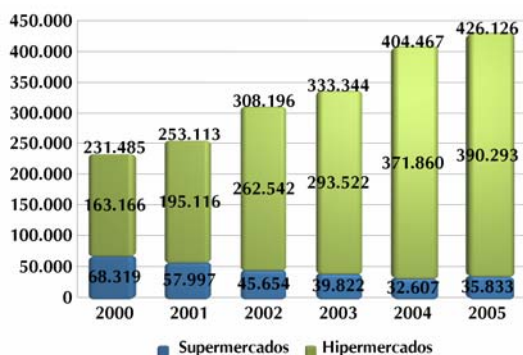
Fortalezas

- Plan Faro.** La compañía desarrolló un plan destinado a mejorar la rentabilidad del negocio, vía reducción de costos, a través de mejores términos en las negociaciones con los proveedores, mejor servicio de operaciones en los locales y reducción de gastos fijos en locales y oficinas corporativas. A esto, se debe sumar la táctica que transformó todos sus locales Almac y Ekono, dependiendo de la ubicación y tamaño, en formatos Líder Vecino o Express.
- Líder del Mercado.** D&S es la cadena de supermercados líder en la industria. Posee la mayor participación de mercado en el área retail en Chile, sistemas de distribución, control de gestión y administración de inventarios de avanzada tecnología.
- Distribución y Logística.** La empresa cuenta con una central de distribución de más de 84.000 m², que le permite despachar más de ocho millones de cajas al mes. A su vez, el sistema de distribución centralizada le ha permitido aumentar la cantidad de artículos centralizados y así potenciar y agilizar los pedidos. Desde éste se proveen las necesidades del 63% de los productos.
- Marca Fuerte y Bien Posicionada.** El concepto Líder posee un sólido y claro posicionamiento comercial en distintos segmentos, lo que le permite maximizar la cobertura de mercado.
- Beneficio Tributario.** Por ser D&S una acción de alta presencia bursátil, queda exenta del pago de impuestos a la ganancia de capital.
- Incremento en número de productos ofrecidos:** La compañía ha diversificado su mix de productos ofrecidos, tales como productos para el hogar, vestuario, farmacéuticos y de restaurant, lo que le ha permitido aumentar sus ingresos por mejores márgenes que ofrecen este tipo de artículos.
- Tarjeta de crédito.** D&S ha incrementado fuertemente la penetración de su tarjeta Presto en el sistema. Actualmente, opera como una tarjeta de crédito aprobada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, con más de 1,5 millones emitidas y con convenios con más de 4.500 locales del comercio.

Ventas por Areas de Negocios (dic-05)



Superficie de Ventas (m²)



Distribución Regional de Locales

Región	Líder	Líder Vecino	Líder Express	Total
I	-	2	1	3
II	2	-	2	4
IV	1	2	-	3
V	2	2	4	8
VI	1	1	1	3
VII	-	2	1	3
VIII	2	1	-	3
IX	1	1	1	3
X	2	1	1	4
RM	20	14	15	49
Total	32	26	27	85

Cuadro Comparativo Sector Retail Chile

Empresa	Precio / Utilidad	Bolsa / Libro	Precio / Ventas	Precio / EBITDA
Falabella	23,5	3,5	1,9	14,8
Ripley	33,7	2,0	1,2	10,9
La Polar	17,4	3,8	1,4	10,0
Cencosud	23,6	2,0	1,0	11,7
D&S	29,4	2,3	0,7	8,8
Promedio Ponderado	25,1	2,8	1,4	12,5

Riesgos

- **Precios Bajos Siempre (PBS).** En agosto de 2003, la compañía implementó la estrategia "Precios Bajos Siempre", estableciendo precios más bajos que la competencia, lo que le permitió aumentar significativamente el volumen de ventas. Sin embargo, dado los malos resultados que arrojó esta estrategia, ha sido flexibilizada gradualmente con la intención de mejorar los márgenes de la compañía.

- **Alta Competencia.** La industria de los supermercados es fuertemente competitiva, con una tendencia a la baja en los márgenes de venta. Los estrechos márgenes operacionales asociados a este negocio obligan a un estricto control de costos y gastos que permita mantener una adecuada posición competitiva en el largo plazo. Adicionalmente, la industria enfrentó el ingreso de cadenas de hipermercados internacionales como Carrefour (actualmente de propiedad de D&S), aumentando aún más la competencia, así como es el caso de Falabella al adquirir Supermercados San Francisco y Cencosud, al adquirir el 100% de las cadenas de supermercados Santa Isabel, Montecarlo y Las Brisas, lo que le permitió alcanzar una participación de mercado por sobre el 27%.

- **Riesgo de Sobreexpansión.** El adecuado desarrollo de sus agresivas estrategias de negocios y costosos planes de inversión requiere mantener una alta capacidad de gestión, personal competente y eficientes sistemas de distribución y control de inventarios, elementos que al ser deficitarios podrían afectar la rentabilidad de los nuevos proyectos. La rentabilidad futura también puede ser afectada por la saturación de algunos mercados geográficos donde D&S participa.

- **Sensibilidad de sus ingresos a las variaciones en el nivel de actividad económico.** Los supermercados, como todas las actividades relacionadas al comercio de artículos de consumo masivo, son sensibles a los ciclos económicos. Esto se ve acentuado en el formato Líder, por ser el que posee mayor porcentaje de productos no comestibles, que son los más sensibles.

- **Cuenta por cobrar Disco.** Actualmente, D&S se encuentra en litigio con la compañía holandesa Royal Ahold, por la deuda por US\$45 millones que están pendientes por la venta de los supermercados Ekono Argentina en 1999. Esta deuda le ha generado a D&S pérdidas por concepto de diferencias de cambio en los últimos resultados y no se descarta que pasen a ser reconocidas directamente como pérdidas en el mediano plazo.

4. ÚLTIMOS RESULTADOS

A diciembre de 2005, la compañía presentó un resultado operacional de \$73.517 millones, frente a los \$24.279 millones registrados a igual período de 2004, lo que implica un aumento de 590,4%. Este incremento se explica por la apertura de nuevos locales Líder y Farmalíder en el año 2005, el aumento en los ingresos provenientes de la División Financiera Presto en un 129,9% y a la flexibilización de la estrategia de precios bajos. No obstante, las ventas de locales equivalentes (SSS*) disminuyeron un 1,3% en doce meses.

El resultado no operacional registró pérdidas por \$31.973 millones, frente a pérdidas por \$18.143 millones en el año 2004, debido a cargos extraordinarios por provisiones de la tarjeta de crédito Presto.

Lo anterior produjo una utilidad del ejercicio para D&S por \$37.982 millones, lo que significa un aumento considerable respecto a los \$5.502 millones del año 2004.

* Same Store Sales

Estados Financieros (Consolidados)			
Millones de \$	Dic-04	Dic-05	% Var.
Ingresos de Explotación	1.492.318	1.598.767	7,1%
Costos de Explotación	1.147.801	1.151.126	0,3%
Gastos de Adm. y Ventas	320.238	374.124	16,8%
Resultados de Explotación	24.279	73.517	202,8%
Res. Fuera de Explotación	-18.143	-31.973	76,2%
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	5.502	37.982	590,4%

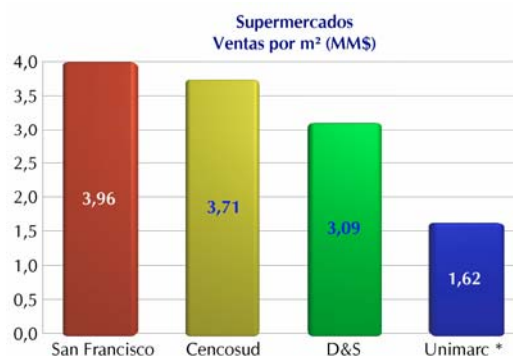
5. HECHOS RELEVANTES

- Recientemente la compañía anunció el ingreso al área de telecomunicaciones en larga distancia, banda ancha y telefonía celular, para lo cual se creó la sociedad Presto Telecom, la que actualmente se encuentra en etapa de negociaciones con operadores locales para desarrollar el negocio.
- En junio de 2005, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) autorizó a la tarjeta Presto a operar como tarjeta de crédito.

- En abril de 2005, la SEC de Estados Unidos recomendó a la compañía corregir un supuesto error en el cálculo de las provisiones, lo que llevó a D&S a aumentar sus provisiones desde \$3.000 millones hasta \$13.000 millones para los estados financieros de 2003, operación que volvió a efectuar en los resultados presentados en Estados Unidos del año 2004.

6. ANALISIS COMPARATIVO SUPERMERCADOS

El sector supermercados se encuentra en un nivel muy competitivo tras la entrada de Falabella a la industria (adquisición en el año 2004 de la cadena San Francisco). A pesar de poseer una baja participación de mercado (cercana al 3,7%) en comparación a D&S y Cencosud, la compañía ha presentado un destacado nivel de eficiencia frente a sus competidores. Es así como San Francisco al cierre del año 2005 logró ventas en promedio por \$3,96 millones por m², frente al promedio de la competencia que bordea los \$2,83 millones por m². En este sentido, D&S se ha visto afectada por la estrategia de Precios Bajos Siempre (PBS), la que según datos de la compañía, ha ido flexibilizando últimamente para dar paso a mejores márgenes operacionales. Sin embargo, la empresa no ha logrado repuntar sus ventas por m², destacando la leve caída desde \$3,12 millones a diciembre de 2004 hasta los \$3,09 millones al cierre del año 2005.



* Estimado

7. PROYECCIONES

Supuestos:

Los principales supuestos para la valoración de la compañía comprenden:

Supermercados:

- La apertura de 8 locales en el 2006, dos en el 2007 y un local al año desde el año 2008 al 2010.

- En el caso de las ventas por m², para este año se estima un promedio de \$4,12 millones por m², con un crecimiento de 2% anual en el período 2006-2015.

Hipermercados:

- La apertura de un local en el 2006, dos en el 2007, y un local en el año 2008.

- En el caso de las ventas por m², para este año se estima un promedio de \$3,06 millones por m², con un crecimiento de 2% anual en el período 2006-2015.

Tarjeta Presto:

Proyectamos un alto crecimiento para este año en los ingresos de la tarjeta, con una variación de 23%, y un incremento promedio anual de 10% en el período 2007-2015.

Valoración:

La siguiente tabla refleja las proyecciones que se han estimado para la empresa (cifras en millones de pesos):

DISTRIBUCION Y SERVICIOS D&S S.A. (Millones de Pesos de Diciembre de 2005)							
	2004	2005	2006 (E)	2007 (E)	2008 (E)	2009 (E)	2010 (E)
Ingresos de Explotacion	1.492.318	1.598.767	1.669.639	1.785.108	1.902.388	2.016.521	2.123.343
Costos de Explotacion (Menos)	1.147.801	1.151.126	1.190.133	1.269.895	1.350.620	1.428.786	1.501.465
Margen de Explotacion	344.517	447.641	479.506	515.213	551.769	587.735	621.878
Gastos Administracion y Ventas (Menos)	320.238	374.124	400.405	418.365	435.507	451.770	466.355
RESULTADO DE EXPLOTACION	24.279	73.517	79.102	96.848	116.261	135.965	155.523
RESULTADO FUERA DE EXPLOTACION	-18.143	-31.973	-24.642	-24.579	-24.568	-24.556	-19.444
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	5.502	37.982	45.569	60.351	76.473	92.837	113.314
Nº Acciones	6.520	6.520	6.520	6.520	6.520	6.520	6.520
UPA	0,8	5,8	7,0	9,3	11,7	14,2	17,4

Flujo de Caja Operacional

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Resultado Operacional	73.517	79.102	96.848	116.261	135.965	155.523
Depreciación	53.368	50.560	49.560	47.835	46.316	44.987
Inversión	-15.310	-79.181	-38.060	-28.001	-28.841	-29.706
Variación del Capital de Trabajo	-1.234	-3.053	-3.719	-3.799	-3.728	-3.526
Impuestos	-3.931	-9.258	-12.286	-15.588	-18.940	-23.134
Flujo de Caja Operacional MM\$	106.411	38.169	92.344	116.708	130.772	144.144
Ebitda	126.885	129.662	146.408	164.096	182.281	200.510

Sensibilización del precio ante distintas tasas de descuento:

TASA DESCUENTO ACTIVOS	9,2%	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%
TASA DESCUENTO PATRIMONIO	16,2%	16,7%	17,2%	17,7%	18,2%
Valor Presente Activos (MM\$)	2.169.544	2.015.318	1.878.288	1.755.918	1.646.132
Activos Prescindibles (MM\$)	7.106	7.106	7.106	7.106	7.106
Deuda Valor Presente (MM\$)	615.956	615.956	615.956	615.956	615.956
Patrimonio Económico (MM\$)	1.560.694	1.406.468	1.269.438	1.147.068	1.037.282
Nº de Acciones (MM)	6.520	6.520	6.520	6.520	6.520
VALOR X ACCION (\$)	239	216	195	176	159

8. CONCLUSIONES

El precio objetivo de la compañía calculado en base a los supuestos anteriormente mencionados, es de **\$195** por acción, en comparación a los **\$165,8** actual de mercado, por lo que la rentabilidad esperada sería alrededor de un 17,6%. A pesar de una interesante rentabilidad esperada, nuestra recomendación es **Mantener**.

Un escenario complejo ha debido enfrentar D&S en los últimos semestres, tras la incorporación de la estrategia de Precios Bajos Siempre, lo que llevó los márgenes de la compañía a niveles mínimos históricos, los cuales se han recuperado en los últimos meses tras la flexibilización de esta estrategia.

Dado lo anterior, la empresa no ha podido repuntar sus ventas a pesar del buen desempeño que ha obtenido la competencia. Si bien la compañía mostró un incremento de 7,1% en sus ventas totales y de 4,6% en el formato retail (Líder y Farmalíder), las ventas de locales equivalentes (SSS), mostraron una caída de 1,3% en doce meses y de 3,5% en el último trimestre.

Cabe destacar en este sentido, que su principal competidor en el negocio ha incrementado sus ventas equivalentes en el último período incluso por sobre los dos dígitos, dependiendo del formato de supermercado.

Si consideramos el alza en las ventas, éstas se sustentan en la apertura de nuevos locales y sobre la tarjeta de crédito Presto, lo que genera un riesgo mayor para la empresa, dado el segmento al cual está dirigida la tarjeta y por las nuevas regulaciones que se aproximan en esta materia que se darán a conocer en el segundo trimestre de este año.

En este sentido, creemos que la recuperación de D&S en el corto y mediano plazo pasa por la maduración de sus nuevos locales y a la exposición de su tarjeta de crédito a carteras de menor riesgo, lo cual incluso ha sido cuestionado por la SEC de Estados Unidos, obligando a D&S a modificar sus provisiones en los estados de resultados presentados en ese país.

De acuerdo a estimaciones de mercado, no se esperan resultados muy positivos para la compañía en el primer trimestre del año, que se reflejarían en caídas o tal vez crecimientos muy moderados de sus ventas de locales equivalentes, lo que muestra la dificultad de la empresa para repuntar sus ventas de su principal línea de negocio, frente a crecimientos interesantes del sector. Cabe recordar que la industria de supermercados creció en el 2005 a un ritmo de 9,5% en términos nominales y de 8,3% en términos reales, y de 7,8% y 6,0% respectivamente en los dos primeros meses de este año.