



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Dreams S.A.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:

Laura Ponce P.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

laura.ponce@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Noviembre 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	A- Favorable¹
EEFF base	30 de septiembre de 2023 ²

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 737 de 21.11.2012
Serie D (BDRMS-D)	Segunda emisión
Serie E (BDRMS-E)	Tercera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sep-23
Ingresos de actividades ordinarias	215.941.436	234.833.731	57.605.198	147.400.455	280.114.373	222.977.178
Costo de ventas	-120.350.667	-139.570.856	-65.208.362	-88.043.345	-151.925.805	-128.387.209
Margen bruto	95.590.769	95.262.875	-7.603.164	59.357.110	128.188.568	94.589.969
Gastos de administración	-56.003.884	-60.726.872	-26.480.354	-41.904.559	-72.220.271	-54.228.085
Otros ganancias (pérdidas)	-1.864.372	-3.957.226	-13.466.796	-5.391.595	-5.789.471	-2.158.637
Costos financieros	-6.716.920	-7.780.624	-7.942.921	-8.513.784	-9.658.982	-8.668.989
Utilidad del ejercicio	12.344.510	12.128.239	-47.944.584	-4.403.980	17.317.967	22.105.728
EBITDA	37.722.513	30.578.777	-47.550.314	12.060.956	50.178.826	

¹ Tendencia anterior: Estable.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2023. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2023, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sep-23
Activos corrientes	105.304.571	92.284.018	69.786.200	63.173.665	57.486.356	84.378.451
Activos no corrientes	404.472.504	414.518.462	392.151.182	421.871.206	548.400.986	541.658.687
Total activos	509.777.075	506.802.480	461.937.382	485.044.871	605.887.342	626.037.138
Pasivos corrientes	61.291.107	57.283.935	60.440.801	84.718.995	78.280.285	76.693.900
Pasivos no corrientes	265.011.378	204.212.679	202.030.727	195.852.415	228.027.981	228.832.644
Patrimonio	244.765.697	245.305.866	199.465.854	204.473.461	299.579.076	320.510.594
Total patrimonio y pasivos	571.068.182	506.802.480	461.937.382	485.044.871	605.887.342	626.037.138
Deuda financiera	44.387.890	191.808.233	212.442.592	213.080.060	192.514.835	191.722.286

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Dreams S.A. (Dreams) es una compañía que opera desde el año 2008 en la construcción y explotación de casinos, hoteles y restaurantes. A la fecha de clasificación, la firma cuenta con siete unidades de negocio en el país, en las ciudades de Iquique, Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas³, Coyhaique y Punta Arenas, ocho en Perú (Lima / Tacna / Cusco), cuatro en Colombia (Cartagena de Indias y Bogotá), una en Panamá (Punta Pacífica) y una en Argentina (Mendoza).

Durante junio de 2023, la compañía presentó ingresos por \$ 143.558 millones, con un EBITDA de \$ 25.638 millones. A la misma fecha poseía activos por \$ 610.470 millones, con un total de deuda financiera de \$ 193.921 millones⁴.

La tendencia de clasificación de **Dreams** se modifica, desde "Estable" a "Favorable", en atención a que el emisor ha mostrado mejoras en su indicador de endeudamiento medido como deuda financiera sobre Flujo de Caja de Largo Plazo⁵, incluso a niveles inferiores a los exhibidos anterior a la pandemia. En los hechos, este indicador que alcanzaba las 3,5 veces en 2019, alcanzó valores ajustados de 4,6 veces en 2020 y 2021 (ajustados positivamente dado que no se consideran los años afectados por los cierres de casinos del periodo de pandemia⁶) mientras que a junio de 2023 fue de 2,7 veces ajustado. Lo anterior, producto de la recuperación de sus flujos, y, adicionalmente, una disminución de la deuda financiera, que en los últimos dos años ha mostrado una mejora con relación a su comportamiento histórico⁷.

³ La compañía no renovó la concesión en el proceso de licitación municipal 2018 pero en la actualidad, sigue operando dado que el otro operador no pudo cumplir con los plazos establecidos. **Dreams** operará hasta que se vuelva a licitar.

⁴ La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos desde el año 2019 en adelante.

⁵ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁶ Rondan las 5,8 veces si no se ajusta el indicador excluyendo años afectados por pandemia.

⁷ En términos reales.

Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos en “Categoría A-” se consideran las características propias del negocio, la cuales en períodos de normalidad le han permitido operar con un margen EBITDA relativamente elevado, del orden del 30%, llegando a junio de 2023 a un 29%. Por otro lado, la evaluación considera el hecho que la legislación chilena limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia.

La clasificación de riesgo incluye, a su vez, el controlado endeudamiento relativo de la compañía, medido en función del patrimonio, si se considera que existe una elevada inversión en activos inmobiliarios lo cual permite mayor apalancamiento financiero.

El proceso de evaluación tampoco desconoce el potencial de crecimiento que posee el negocio del juego en Chile, ya que, según la información disponible el consumo per-cápita aún es bajo en comparación con otros países que poseen una industria más consolidada y/o con aquellos con mayores niveles de ingresos. Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el comportamiento de la demanda dentro de un entorno estable (*ceteris paribus*), tanto por el ritmo de crecimiento experimentado en el pasado (crecimiento constante en los ingresos de los casinos regulados por la Ley N° 19.995) como por las expectativas de incremento a futuro.

Finalmente, cabe señalar que la compañía posee un alto nivel de inversiones inmobiliarias lo cual entrega cierta flexibilidad financiera, ya que son activos que pueden ser entregados en garantía, son susceptibles de operaciones de *leaseback* o, en casos extremos, pueden ser enajenados.

En contraposición, se toma en consideración la modalidad del título de deuda *-bullet-* con vencimiento en 2028, lo cual conlleva el riesgo de refinanciamiento, no obstante, este riesgo se ve atenuado, dado que los flujos se generan principalmente por los casinos bajo la Ley 19.995, licencias que fueron renovadas, incluyendo Monticello, en agosto de 2022 por 15 años; por tanto, su próxima renovación sería posterior al vencimiento del bono.

En línea con lo anterior, la clasificación de riesgo se ve restringida por la constatación de que la compañía se encuentra expuesta a la no renovación de sus concesiones. Sin perjuicio de lo anterior, no se desconoce que la empresa podría participar en nuevas licitaciones de casinos y adjudicarse alguna de ellas, tal como lo ha hecho recientemente.

En términos contingentes, en noviembre de 2023 **Dreams** se adjudicó la operación del casino de juego de la comuna de Talca, si bien por la Ley N°19.995 los casinos que se adjudican el permiso de operación deben pagar anualmente a las municipalidades una oferta económica⁸, el comienzo de esta nueva operación en 2025 implicaría mayores flujos para la compañía.

Complementariamente, otro riesgo considerado es la concentración de sus flujos en el casino de Monticello, el que aporta actualmente, la mayor proporción de los ingresos consolidados de la firma, (en torno al 39%), situación que genera una mayor exposición de **Dreams** frente a una concesión en particular. No obstante, se reconocen los esfuerzos de la compañía por diversificar sus fuentes de ingresos, mediante la adquisición de nuevos negocios.

⁸ La oferta económica a pagar es de UF \$ 40.778, que representa el 6,3% de la caja que posee la compañía a junio de 2023. Por lo que no se ve como un riesgo.

Adicionalmente, dado que el casino se trata de un negocio regulado, el emisor siempre estará expuesto a cambios en la legislación que afecta al sector.

En términos de ESG, la compañía presenta una estrategia de sostenibilidad que toca temas como liderazgo transparente y ético; operación sostenible; desarrollo de la comunidad; gestión del capital humano; compromiso con el cliente y el entretenimiento.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevada generación de EBITDA en relación con su ingreso.
- Legislación que regula la oferta.

Fortalezas complementarias

- Potencial del negocio de juegos de azar dentro del país.

Fortalezas de apoyo

- Fortaleza negocio inmobiliario.
- Controlado endeudamiento para importancia de activos inmobiliarios.
- Experiencia de controladores.

Riesgos considerados

- Potencial pérdida de concesiones (probabilidad no menor, de alto impacto en caso de materializarse).
- Riesgo de refinanciamiento.
- Alta concentración de sus flujos en algunos de sus casinos (riesgo medio).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2022

En 2022, los ingresos de actividades ordinarias llegaron a \$ 280.114 millones, mostrando un incremento de 90,0% en relación con 2021, debido, principalmente, a que las operaciones en dicho año fueron permitidas desde mediados de julio. Los costos de venta del año aumentaron un 72,6%, llegando a \$ 151.926 millones. Adicionalmente, los gastos de administración totalizaron \$ 72.220 millones, lo que implica un aumento de 72,3%.

El EBITDA de la compañía fue de \$ 50.179 millones, aumentando en tres veces lo observado a diciembre de 2021. La deuda financiera de la firma llegó a los \$ 192.515 millones, lo que significó una disminución de 9,7% respecto de 2021, con un patrimonio de \$ 299.579 millones.

Resultados a junio 2023

En los primeros seis meses de 2023, **Dreams** obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 143.558 millones, lo que implica un aumento de 10,8% respecto de igual período del año anterior. Por su parte, los

costos de venta aumentaron un 19,4% comparados con el primer semestre de 2022, ubicándose en los \$ 81.169 millones. Los gastos de administración y ventas aumentaron 4,6% a \$ 35.095 millones.

El EBITDA de la compañía, fue de \$ 25.638 millones, un 4,3% menor al registrado en los primeros seis meses de 2022. Esto se debe a que el alza de costos de ventas y gastos de administración no fue compensada con el aumento de ingresos.

La deuda financiera de la compañía finalizó en \$ 193.921 millones lo que representa un aumento de 0,7% respecto de diciembre de 2022, con un patrimonio por \$ 305.167 millones.

Eventos recientes

En noviembre de 2023, el consejo resolutivo de la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ) le otorgó el permiso de operación para casinos a la Sociedad de Ríos Claros S.A. (sociedad subsidiaria de **Dreams** en la que mantiene un 100% de participación total de manera indirecta) para la comuna de Talca. De esta forma, Dreams se adjudica una nueva operación que comenzaría en 2025.

Definición de categoría de riesgo

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

"-": Corresponde a aquellos instrumentos con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Oportunidades y fortalezas

Alta generación de EBITDA: La compañía posee una alta generación de EBITDA en relación con su negocio, es así como posterior a la pandemia el margen EBITDA de la sociedad llegó a estar cerca de 37%, ratio más elevado que su principal competidor con información pública (considerando que los casinos comenzaron a abrir en julio de 2021 y previo a ese hecho, el EBITDA que había generado la compañía era negativo). A junio de 2023, dicho margen ha vuelto a niveles similares a los históricos, encontrándose en 28,9% superior al de su principal competidor en el mismo periodo.

Fortaleza de negocio inmobiliario: Las operaciones de la compañía presentan ciertas características del negocio inmobiliario, puesto que implican una elevada inversión inmobiliaria. A junio de 2023, los

activos fijos de la compañía bordeaban los \$ 535 mil millones y la deuda financiera alcanzaba los \$ 194 mil millones.

Potencial de crecimiento del negocio del juego: El negocio del juego posee un potencial de crecimiento elevado dentro del contexto nacional, si bien en los últimos años, excluyendo pandemia, los visitantes se han estabilizado en torno a los 6,3 millones anuales, aún existe un potencial de crecimiento importante para la industria de casinos si se compara la tasa de penetración con países con mayores ingresos. De concretarse este crecimiento potencial, **Dreams** podría verse beneficiado al rentabilizar más sus unidades de negocio, lo cual debería reflejarse en mayores niveles absolutos de flujo de caja anual.

Legislación chilena: La legislación chilena regula la industria de los casinos determinando la oferta y funcionamiento de los mismos, existiendo barreras de entrada muy altas al prohibir los casinos en la región metropolitana, restringir un máximo de tres casinos por región y establecer una distancia mínima de 70 kilómetros entre ellos. Por otra parte, las concesiones se entregan por un periodo de 15 años por la Superintendencia de Casino y Juegos (SCJ), lo cual entrega cierta estabilidad en los flujos percibidos. Hay que mencionar que la demanda está indexada a la situación económica del país, la cual en el último tiempo se ha mostrado estable.

Controlado endeudamiento: **Dreams** tiene el 67,8% de los activos invertidos en propiedades, plantas y equipos, con un componente relevante de terrenos, edificios propios e infraestructura (93,1% del ítem), es decir, bienes de largo plazo. Bajo esa perspectiva, se considera que la relación de pasivo exigible sobre patrimonio de 0,99 veces es compatible con su estructura de activo.

Experiencia y formación de los equipos profesionales: El equipo profesional de **Dreams** cuenta con elevada experiencia operativa y reconocimiento del mercado de casinos, considerando los más de 15 años de Nueva Inversiones Pacífico Sur en la industria, quienes controlarán el 99,99% de las acciones de la compañía, lo que ha llevado a ser una marca reconocida en el mercado.

Factores de riesgo

Pérdida de concesiones: La compañía presenta el riesgo de renovación de licencias de operación, lo cual genera incertidumbre respecto de los flujos futuros. Durante el proceso de licitación municipal 2018, **Dreams** registró la pérdida del casino de Puerto Varas, la que, si bien sigue operando, esta será licitada nuevamente dado el no cumplimiento de los plazos de otro operador, con probabilidades de poder otorgársela nuevamente y continuar con la operación.

Cabe señalar que recientemente **Dreams**, renovó las licencias de las concesiones de casinos referentes a la Ley 19.995 por 15 años, no obstante, este riesgo se podría manifestar en el largo plazo.

Además, durante noviembre de 2023, **Dreams** se adjudicó la operación del casino de juegos de Talca, el cual no manejaba con anterioridad.

Concentración de flujos: De acuerdo con la información proporcionada por la compañía, **Dreams** concentra la generación de ingresos y de EBITDA en el casino Monticello, el cual generó el 39,0% de los ingresos y el 42,9% del EBITDA del último periodo. No obstante, la compañía está llevando a cabo un plan

de diversificación y crecimiento realizando nuevas inversiones en los últimos años, principalmente en Argentina y Perú.

Riesgo regulatorio: La industria de casinos se ve expuesta a cambios legislativos y regulatorios que, eventualmente, podrían generar mayores restricciones al negocio, el cual ya posee fuertes controles normativos. A juicio de la clasificadora, este riesgo se ve incrementado por la existencia de casinos con modalidad jurídica diferente.

Antecedentes generales

La compañía

Dreams se creó el año 2008 producto de la unión de Inversiones Pacífico Sur Ltda. (Grupo Fischer) y Entretenimientos del Sur Ltda. (Fondo CVCi). Luego en 2016, **Dreams** fusionó sus operaciones con las de Sun en Latinoamérica. La compañía se dedica a la operación de casinos y hoteles ubicados en Iquique, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas⁹, Coyhaique y Punta Arenas; en el exterior mantiene presencia en Perú, Colombia, Panamá y Argentina.

En junio de 2023, la propiedad de **Dreams** pertenecía a Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. con una participación del 99,99% de las acciones, directa e indirectamente, sociedad que, a su vez, tiene como accionistas a Claudio Fischer (50%) y Humberto Fischer (50%).

Actualmente, la compañía presenta el siguiente organigrama corporativo:

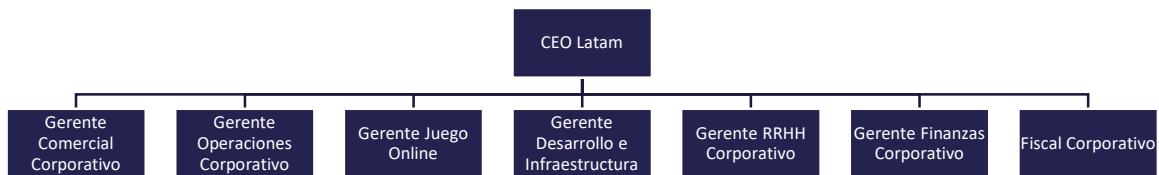


Ilustración 1: Organigrama **Dreams**

Todas las gerencias tienen dependencia directa de la Gerencia General Corporativa.

A continuación, se presenta un cuadro resumen con la disponibilidad de servicios en las distintas instalaciones del emisor a junio 2023:

⁹ Concesión de casino pasó en 2018 a Enjoy, sin embargo, aún lo sigue operando **Dreams**.

UNIDAD	Total
Máquinas de Azar	7.170
Mesas de Juego	333
Posiciones de Bingo	714
Habitaciones	702
Departamentos	6

Composición de los flujos

La compañía, en lo central, desarrolla el negocio de casinos, que lo complementa con los segmentos de alimentos y bebidas, hoteles e inmobiliarias. En términos de generación de ingreso y de flujo, el negocio del juego es el que aporta el mayor porcentaje (79,8%), seguido por alimentos y bebidas (10,2%) y por hotelería (9,9%).

En término de ingresos por tipo de casino, los primeros seis meses de 2023, se observa una mejora respecto 2022, dado principalmente por el aumento de ingresos, por mayores precios en los segmentos alimentos y bebidas y hotelería, tal como se puede apreciar en la Ilustración 2:

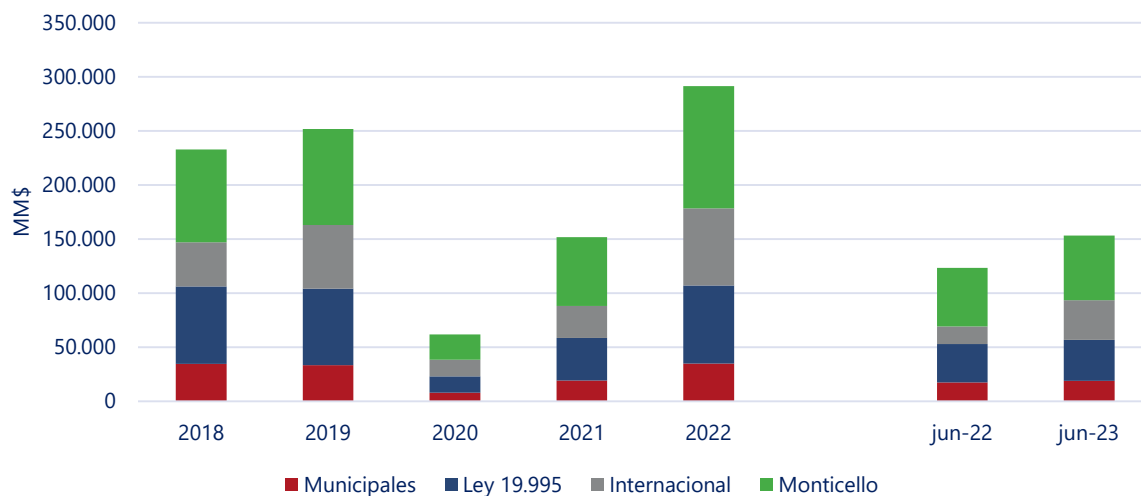


Ilustración 2: Estructura Ingresos

La distribución del EBITDA, desglosada por casinos sujetos a las Ley 19.995, casinos municipales y casinos internacionales, como se muestra en la Ilustración 3:

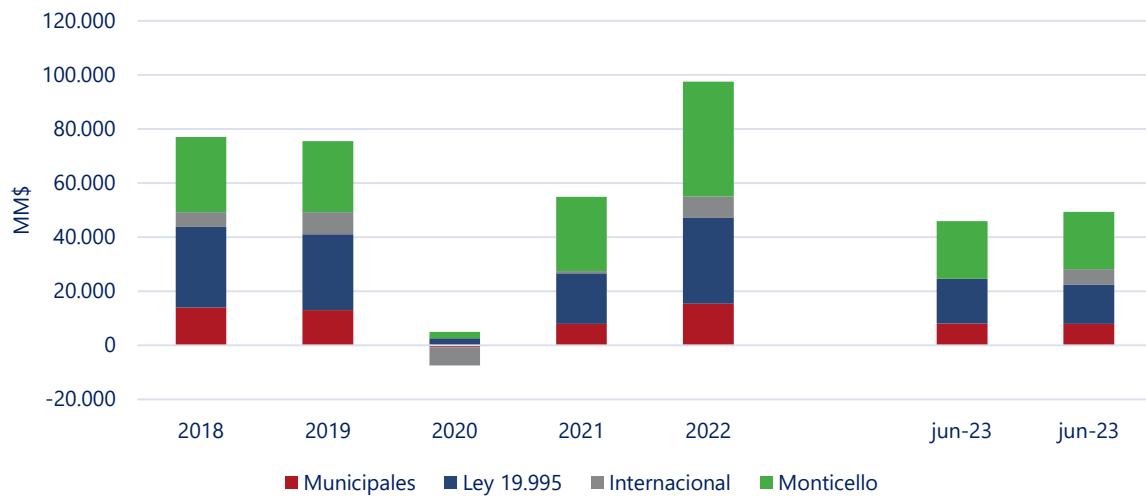


Ilustración 3: Estructura EBITDA

Industria

Como resultado de la promulgación de la Ley N° 19.995 de 2005, la industria de casinos en Chile ha experimentado un significativo crecimiento, lo que hasta la fecha se ha traducido en niveles de inversión superior a los US\$ 1.000 millones. De esta forma, a las siete concesiones municipales de casinos existentes inicialmente, fueron incorporados 19 establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

A continuación, se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

Municipales		
Arica****	Iquique	Coquimbo**
Viña del Mar*	Pucón***	Puerto Varas
Puerto Natales		

Ley 19.995		
Antofagasta	Calama	Copiapó
Ovalle	Rinconada	Mostazal
San Antonio	Santa Cruz	Talca
Chillán	Talcahuano	Los Ángeles
Temuco	Valdivia	Osorno

Castro	Coyhaique	Punta Arenas
Viña del Mar*	Arica****	Coquimbo**
Pucón***		

*Viña del Mar: en julio 2021 paso a operar bajo la ley 19.995.

**Coquimbo: en enero 2022 paso a operar bajo la ley 19.995.

***Pucón: en junio 2022 paso a operar bajo la ley 19.995.

****Arica: La concesión municipal del casino de Arica se extinguió por sentencia de la I. Corte Suprema. Los últimos reportes operacionales son hasta junio de 2022.

Actualmente, **Dreams** tiene el permiso de operación de los casinos Iquique, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas¹⁰, Coyhaique, Punta Arenas y en noviembre de 2023 se adjudicó la operación de Talca.

Entre los años 2016 y 2019 las visitas se han mantenido estables promediando los 5,2 millones de visitas anuales, por su parte, los ingresos mostraron una tendencia al alza. En marzo de 2020, a raíz de la pandemia provocada por el Covid-19, la Superintendencia de Casinos de Juegos por instrucción del Ministerio de Salud, determinó cerrar los casinos de juegos hasta que las condiciones de salud lo permitieran, efectos que se pueden apreciar en las ilustraciones 4 y 5. En el transcurso del 2020 las visitas fueron prácticamente 0, lo que redujo sustancialmente los ingresos de la compañía. Sin embargo, posteriormente, con la eliminación de las medidas restrictivas, el flujo de clientes mostró una fuerte recuperación, así como los ingresos que lo hicieron en mayor proporción.

Actualmente, de acuerdo a datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, durante el primer semestre de 2023, los ingresos brutos de toda la industria de casinos (de la Ley 19.995) ascendieron, en promedio, a cerca de \$ 47.036 millones mensuales, mientras que en julio y agosto promediaron \$ 46.753 millones mensuales (ver Ilustración 4); y con las visitas, se registraron cerca de 3,7 millones de visitas durante los seis primeros meses, y durante julio y agosto sumaron en total 1,2 millones, lo que representa un crecimiento de 26,6% y 12,1%, respectivamente, en comparación con el mismo periodo del año anterior.

¹⁰ Concesión de casino pasó en 2018 a Enjoy, sin embargo, aún lo sigue operando **Dreams**.

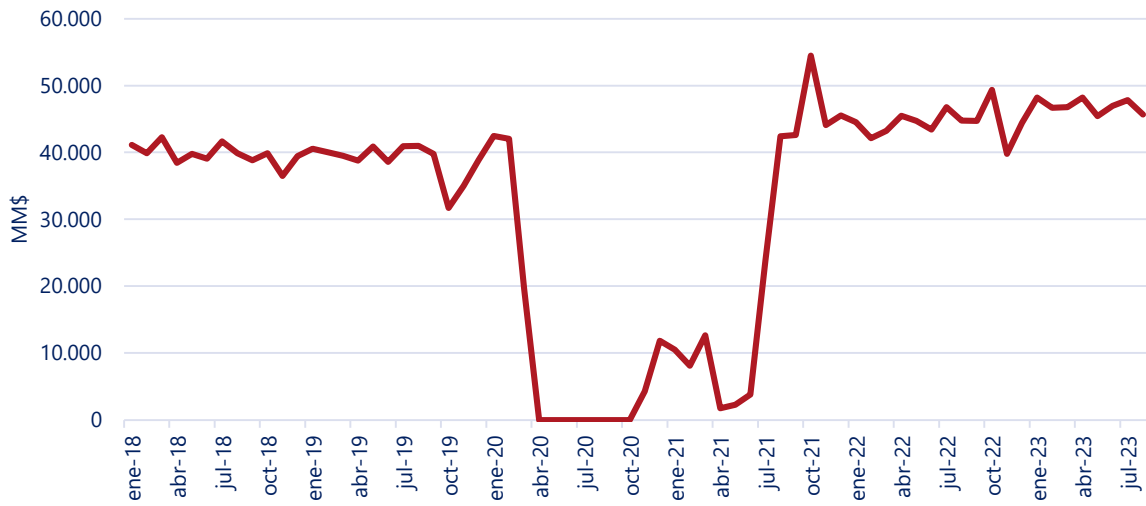


Ilustración 4: Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995

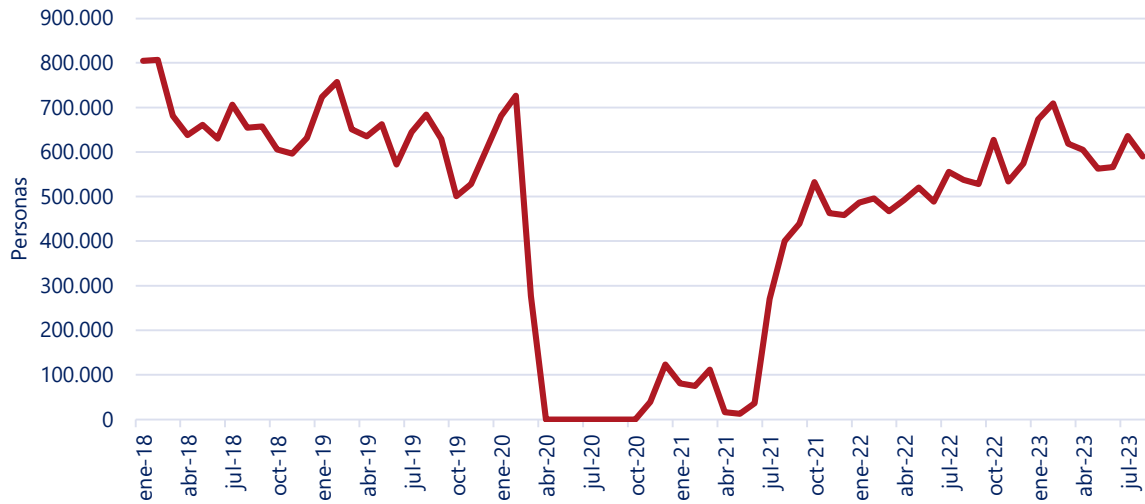


Ilustración 5: Visitas Casinos Ley 19.995

Análisis financiero¹¹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Dreams** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2018 y junio de 2023.

Evolución de los ingresos y EBITDA

En 2019, se observa un alza en los ingresos de la compañía, principalmente, por crecimientos en todos los segmentos (juegos, hoteles, bebidas y alimentos), en conjunto con nuevas operaciones en Argentina y Perú. Sin embargo, durante el año 2020, estos decaen abruptamente, directamente relacionados con la crisis provocada por la pandemia. Por su parte, el margen EBITDA presentó cierta tendencia a la baja, pero que se acrecentó por la obligación de mantener los casinos cerrados entre 2020 y 2021. A partir del segundo semestre del 2021, se observa una recuperación, dado que las autoridades decidieron flexibilizar las restricciones al desplazamiento de la población, acrecentándose en 2022, alcanzando valores superiores a prepandemia y manteniéndose relativamente estables durante 2023, alcanzando a junio un ingreso y EBITDA de \$ 300.740 millones y \$ 86.775 millones (últimos doce meses), respectivamente.

A junio de 2023, el margen EBITDA se sitúa en 28,9%, reafirmando el buen rendimiento de la compañía, en términos de EBITDA, tras la recuperación de la pandemia. La Ilustración 6 muestra la evolución de ambos ítems.

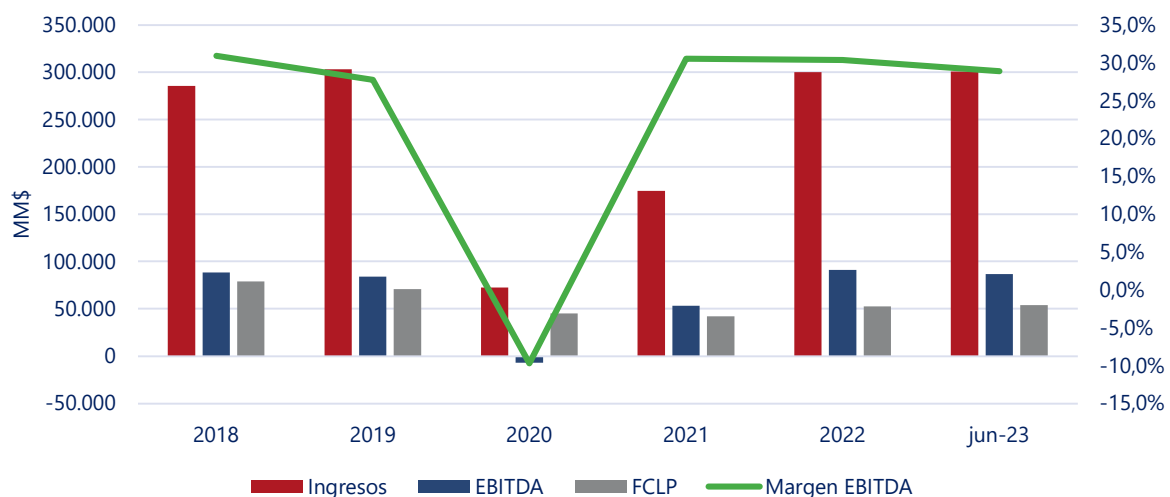


Ilustración 6: Ingresos, EBITDA, Flujo y Margen EBITDA

¹¹ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a junio de 2023.

Evolución del endeudamiento

En general, pese a que la sociedad es intensiva en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, fue relativamente acotado en el pasado. Sin perjuicio de lo anterior, la compañía en 2018 aumenta su *leverage* por sobre la unidad, y, posteriormente, sigue creciendo, salvo en las últimas observaciones donde se evidencia una tendencia a la baja del indicador, el cual a junio de 2023 se encuentra en 0,99 veces. Esto último implica una baja en el ratio debido a un aumento del patrimonio generado por la disminución de pérdidas acumuladas y a una baja en los pasivos corrientes.

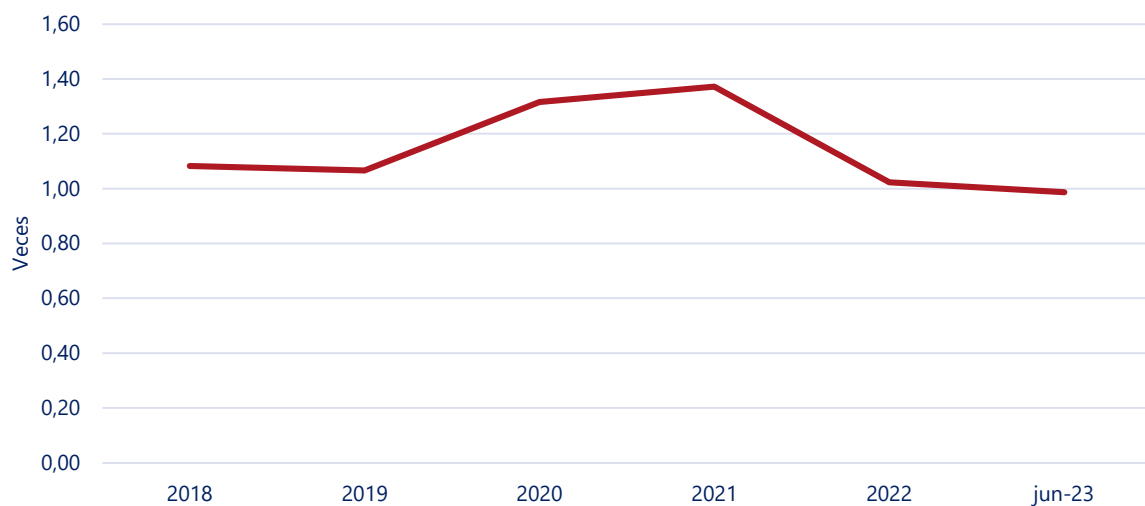


Ilustración 8: Pasivo Exigible sobre Patrimonio

Los indicadores de endeudamiento relativo, medido como la relación deuda financiera a EBITDA y deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), que se presentan en la Ilustración 6, evidencian una disminución a partir de septiembre de 2021 dada la apertura paulatina de los casinos de la compañía, posterior a la crisis sanitaria, incluso a niveles inferiores a prepandemia.

A junio de 2023, la deuda financiera ha disminuido en \$ 69.565 con respecto a su máximo observado en 2020 en términos reales, por su parte, el EBITDA ha disminuido un 4,8% con respecto a diciembre de 2022 dado un alza en gastos generales, del personal y servicios externos, impactado desfavorablemente por la inflación. En el caso del FCLP, se ve un aumento de un 2,3% con respecto a esa fecha, producto de la consolidación de los flujos tras la apertura de casinos. Actualmente, los ratios de DF/EBITDA y de DF/FCLP son 2,2 y 3,6 veces, respectivamente.

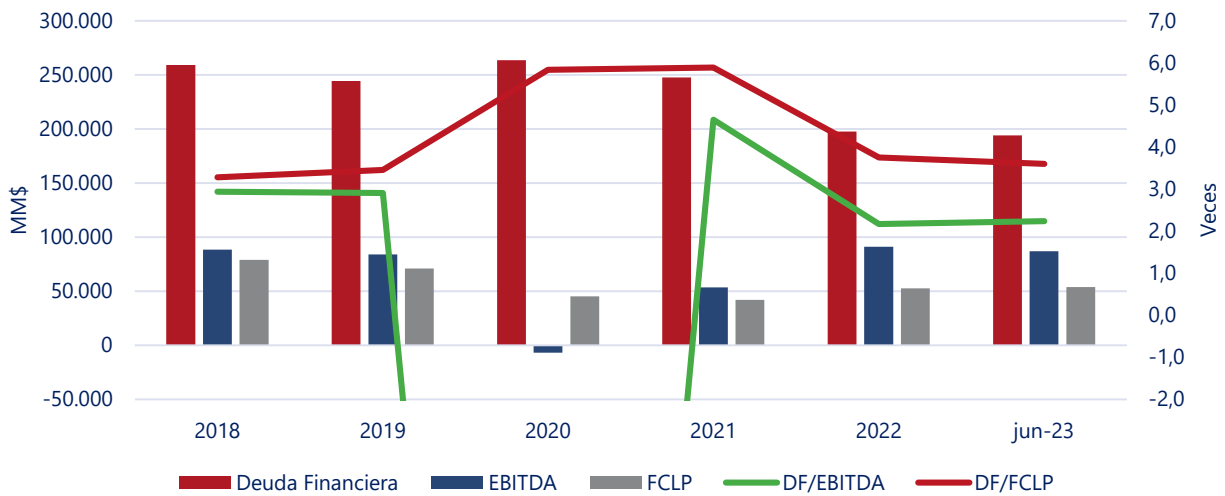


Ilustración 7: Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo

La Ilustración 9 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA. Se observa que, dada la capacidad de generación de flujos, representado por el EBITDA y FCLP estimado por **Humphreys**, existe un alto nivel de holgura para cubrir los vencimientos entre los años 2022 y 2027. Sin embargo, en 2028 vence el bono *bullet*, lo que conlleva a un riesgo de refinanciamiento, susceptible de ser financiado teniendo en consideración que se renovaron todas las licencias de casino de la Ley 19.995 por 15 años a partir de 2022.

Dado que el retorno del negocio en los años de pandemia no es representativo de la capacidad de generación de flujos de los activos, para efecto de la estimación del Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP ajustado) se ha excluido la rentabilidad de los activos los años afectados por la pandemia (2020 y 2021), alcanzando, así, un valor de \$ 70.244 millones (línea verde punteada), considerado por esta clasificadora de mayor representación del futuro.

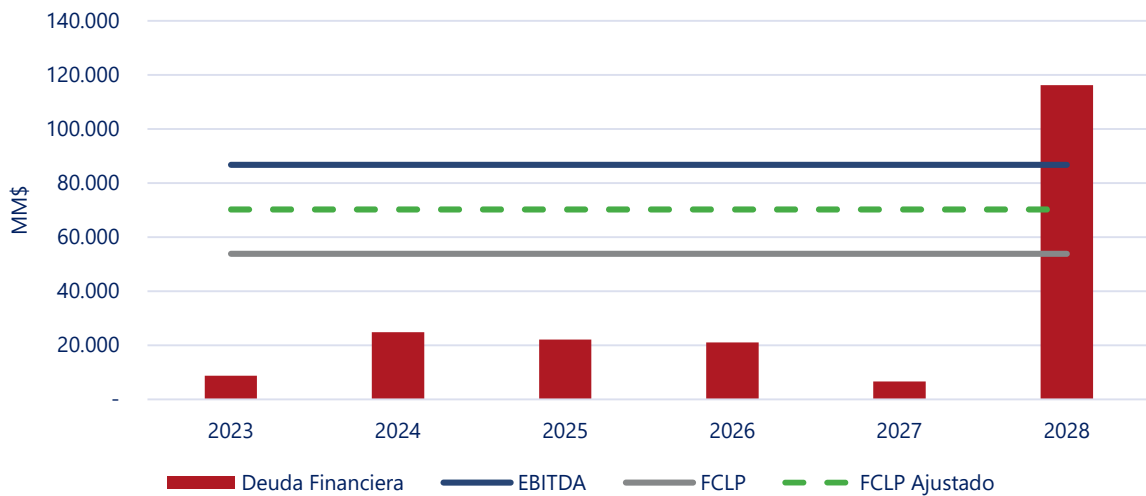


Ilustración 9: Perfil de Vencimientos

Evolución de la liquidez

La liquidez de la compañía, medida como activos corrientes sobre pasivos circulantes, si bien ha presentado un comportamiento oscilante, cayendo por bajo la unidad durante los últimos años, desde 2021 cuando los casinos aún se encontraban cerrados. A junio de 2023, el indicador muestra recuperación alcanzando un valor de 0,99 veces debido al aumento en el efectivo y equivalente efectivo.

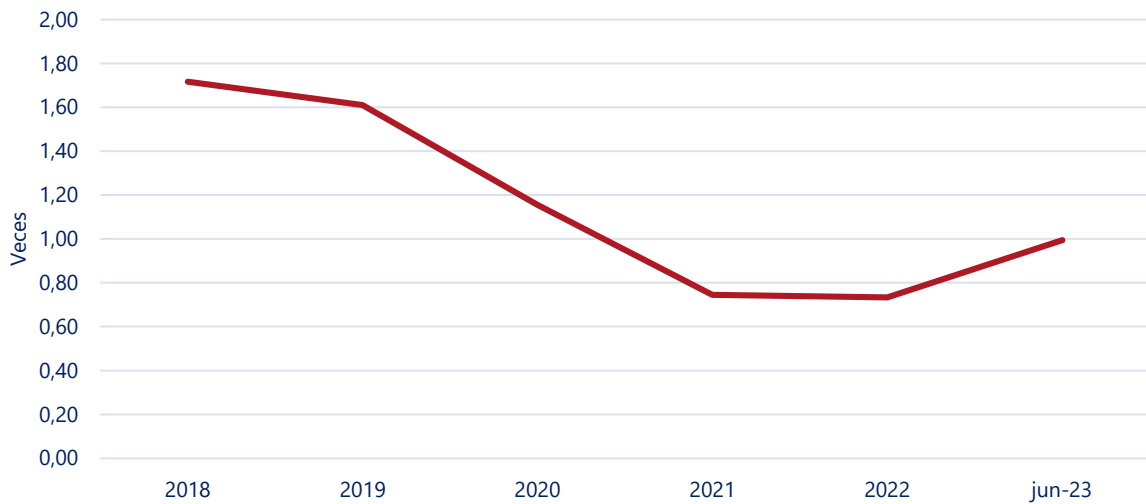


Ilustración 10: Evolución de la Liquidez

Evolución de la rentabilidad

Durante 2019 los indicadores se encontraban en niveles saludables alcanzando la rentabilidad de los activos, operacional y del patrimonio 2,4%, 8,7% y 4,9%, respectivamente. Como consecuencia de la pandemia, estos indicadores cayeron drásticamente, alcanzando sus mínimos en diciembre de 2020, debido al nulo resultado operacional a consecuencia del cierre de las operaciones del casino. En diciembre de 2022 los indicadores se vuelven positivos nuevamente, y a junio de 2023 alcanzan un 4,0%, 12,3% y 8,4%, respectivamente. Esto se le atribuye, en parte, a la buena gestión de la administración desde la reapertura de casinos.

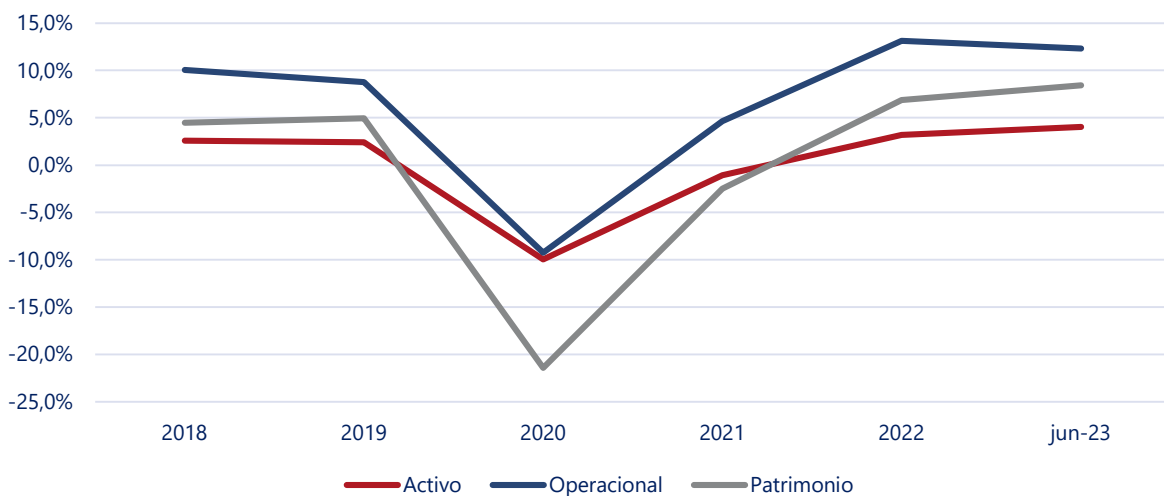


Ilustración 11: Rentabilidad

Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	jun-23
Razón de Endeudamiento	Límite superior: 4,5	1,79
Deuda Financiera Neta	Límite superior: 270.000.000	151.722.245
Capital Mínimo	Límite inferior: 168.000.000	211.789.985

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Liquidez (veces)	2,32	2,16	1,57	2,44	2,28	2,17
Razón Circulante (Veces)	1,72	1,61	1,15	0,75	0,73	0,99
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,48	1,43	1,15	0,74	0,73	0,89
Razón Ácida (veces)	1,67	1,56	1,13	0,73	0,70	0,96
Rotación de Inventarios (veces)	33,33	39,91	18,73	40,13	57,99	50,29
Promedio Días de Inventarios (días)	10,95	9,14	19,49	9,10	6,29	7,26
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	30,55	28,53	6,13	19,57	25,63	27,85
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	11,95	12,80	59,52	18,65	14,24	13,11
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,51	3,85	2,06	2,13	3,87	3,84
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	80,95	94,71	177,19	171,63	94,33	95,01
Diferencia de Días (días)	69,00	81,91	117,67	152,98	80,08	81,91
Ciclo Económico (días)	58,05	72,77	98,18	143,89	73,79	74,65

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Endeudamiento (veces)	0,52	0,52	0,57	0,58	0,51	0,50
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,08	1,07	1,32	1,37	1,02	0,99
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,30	0,28	0,30	0,43	0,34	0,33
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,93	2,91	-37,44	4,65	2,17	2,23
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,34	0,34	-0,03	0,22	0,46	0,45
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	74,64%	73,35%	80,94%	75,95%	62,85%	63,94%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,40%	0,39%	0,00%	0,00%	0,80%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	4,73	2,74	-7,46	-0,89	2,36	2,65

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Margen Bruto (%)	44,27%	40,57%	-12,96%	39,91%	45,82%	43,85%
Margen Neto (%)	5,75%	5,16%	-82,82%	-3,48%	6,23%	7,79%
Rotación del Activo (%)	42,77%	46,91%	12,64%	30,98%	48,30%	49,26%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	2,57%	2,41%	-9,97%	-1,08%	3,19%	4,04%
Rentabilidad Total del Activo (%)	2,53%	2,38%	-9,84%	-1,07%	3,16%	3,99%
Inversión de Capital (%)	121,38%	119,85%	138,99%	146,93%	141,34%	134,67%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	4,95	6,79	6,25	-6,97	-14,07	-688,03
Rentabilidad Operacional (%)	10,06%	8,75%	-9,24%	4,65%	13,14%	12,30%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	4,47%	4,94%	-21,43%	-2,51%	6,86%	8,43%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	43,13%	46,40%	63,83%	40,93%	43,86%	46,05%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	55,73%	59,43%	112,96%	60,09%	54,18%	56,15%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	25,93%	25,86%	45,89%	28,55%	25,78%	25,10%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	14,26%	14,08%	-15,23%	8,18%	22,08%	20,29%

E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%) 30,94% 27,74% -9,71% 30,52% 30,36% 28,85%

Otros Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022	jun-23
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	6,01%	4,32%	0,31%	0,28%	0,10%	2,54%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	15,65%	15,97%	15,76%	14,90%	23,38%	23,59%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,00%	0,14%	0,11%	0,16%	0,14%	0,13%
Capital sobre Patrimonio (%)	90,58%	90,38%	113,85%	111,06%	68,30%	66,61%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."