



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Sun Dreams S.A.

Diciembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	A- Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2019 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 10 años	Nº 736 de 21.11.12
Línea de bonos a 30 años Serie D ((BDRMS-D) Serie E (BDRMS-E) Serie F (BDRMS-F)	Nº 737 de 21.11.12 Segunda emisión Tercera emisión Cuarta emisión

Balance General Consolidado IFRS						
Miles de \$	2014	2015	2016	2017	2018	sept-19
Activos Corrientes	33.477.835	44.010.047	54.496.523	57.448.463	105.304.571	83.489.483
Activos No Corrientes	199.203.512	193.316.581	445.276.563	410.618.597	407.362.540	418.587.856
Total Activos	232.681.347	237.326.628	499.773.086	468.067.060	512.667.111	502.077.339
Pasivos Corrientes	21.379.651	23.855.072	42.786.443	45.601.686	61.291.107	47.683.541
Pasivos No Corrientes	72.677.273	69.385.983	133.637.254	115.051.573	206.610.307	207.852.072
Patrimonio	138.624.423	144.085.573	323.349.389	307.413.801	244.765.697	246.541.726
Pasivos y Patrimonio	232.681.347	237.326.628	499.773.086	468.067.060	512.667.111	502.077.339
Deuda Financiera	79.079.496	74.325.373	121.889.962	112.613.067	197.800.846	176.121.888

Estado de Resultados Consolidados IFRS						
Miles de \$	2014	2015	2016	2017	2018	sept-19
Ingresos de actividades ordinarias	96.564.064	94.135.748	149.579.794	183.240.975	215.941.436	176.303.548
Costo de ventas	-55.917.508	-61.743.062	-87.339.088	-101.590.780	-120.350.667	103.599.521
Gastos de Administración	-23.611.222	-15.656.971	-37.965.567	-50.128.295	-56.003.884	45.012.918
Costos financieros	-3.399.797	-4.519.175	-6.217.002	-3.559.165	-6.716.920	5.937.702
Ganancia	9.090.987	9.110.986	5.074.843	2.202.508	12.344.510	7.630.404
EBITDA	33.653.623	30.281.856	45.807.345	57.265.225	66.774.536	50.032.830

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2019. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2019, 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.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Sun Dreams S.A. (Sun 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, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas², Coyhaique y Punta Arenas, ocho en Perú (Lima / Tacna / Cusco), dos en Colombia (Cartagena de Indias y Bogotá), una en Panamá (Punta Pacífica) y una en Argentina (Mendoza).

A septiembre de 2019, la compañía presentó ingresos por más de US\$ 242 millones, con un nivel de EBITDA de US\$ 68 millones. A la misma fecha poseía un nivel de activos de US\$ 689 millones, con un total de deuda financiera de US\$ 241 millones. Los ingresos se dividen en un 83% aportado por el negocio del juego, 8% aportado por el hotelero y un 9% por el de alimentos y bebidas.

Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos en "*Categoría A-*", están las características propias del negocio que le han permitido operar con un margen EBITDA relativamente elevado, que si bien se ha reducido en los últimos años, se mantiene por sobre el 25% (en el pasado llegó a 35%). 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, aunque considera el hecho que el bono *bullet* del emisor tendría un vencimiento con posterioridad a la fecha de término de los actuales casinos concesionados (riesgo de pérdida de flujos de caja). No obstante, el adecuado nivel de endeudamiento de la empresa queda de manifiesto al contrastar el pasivo financiero de **Sun Dreams** con su capacidad de generación de caja de largo plazo, según metodología de **Humphreys**, arrojando una relación de Deuda Financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP³) de 3,4 veces a junio de 2019 y una relación deuda financiera sobre EBITDA fue 2,9 veces (a futuro este indicador debiera verse afectado negativamente por la pérdida del casino de Puerto Varas, pero positivamente por el crecimiento natural de los ingresos de los restantes salones de juegos y las nuevas adquisiciones). Junto a ello, se debe considerar que la concesión del casino Monticello, principal generador de flujos, tiene vigencia hasta 2023. Dado esto, la modalidad del título de deuda *-bullet-* conlleva el riesgo de refinanciamiento y, en este caso, se acentúa por la posibilidad de pérdida de las concesiones.

² La compañía no renovó la concesión en el proceso de licitación municipal 2018 pero en la actualidad sigue operando.

³ 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 y de deuda financiera. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

Otro elemento favorable es el modelo de gestión implementado por la compañía, basado en un *Balanced Scorecard*, que involucra a todas las unidades de la compañía y en los distintos niveles, permitiendo generar medidas e incentivos para alinear a toda la organización con la estrategia previamente definida y, con ello, tender a que las actividades y operaciones de las distintas áreas de negocios mantengan elevados indicadores de rentabilidad. En la práctica el modelo permite generar una cantidad relevante de antecedentes, formalizados vía reportes, que son utilizados para una toma de decisión informada y para el control y gestión de los riesgos.

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 Nº 19.995) como por las expectativas de incremento a futuro.

Por otro lado, Sun International, compañía sudafricana fundada en 1969 que tiene una vasta experiencia en la administración de Hoteles y Casinos, se fusionó con Dreams, creando **Sun Dreams**, lo cual respalda la posición de la compañía como uno de los mayores operadores del país.

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

La clasificación de riesgo se ve restringida por la constatación de que la compañía se encuentra expuesta a la no renovación de sus concesiones debiendo además enfrentar un nuevo proceso de licitación el año 2023 en el marco de la Ley 19.995. En los hechos, cabe señalar que el proceso de licitación mostró que las empresas que antiguamente disponían de la concesión de un casino en una comuna en particular, por ese sólo hecho, no tenían garantizado nuevamente la adjudicación del mismo. En este proceso, **Sun Dreams** tendría que competir con otros actores de la industria o con nuevos que se quieran incorporar (riesgo de pérdida de flujos). Sin perjuicio de lo anterior, no se desconoce que la compañía podría participar en nuevas licitaciones de casinos y adjudicarse alguna de ellas. También se reconocen los esfuerzos de la compañía por diversificar sus fuentes de ingresos, mediante la adquisición de nuevos negocios.

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 a un 40%), concesión que deberá defender en el proceso de licitación de 2023, situación que genera una mayor exposición de **Sun Dreams** frente a una concesión en particular.

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.

La tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se califica en "*Estable*", porque en el corto plazo y de acuerdo con el análisis de la clasificadora, no se observan elementos que incidan en los fundamentos que soportan la clasificación.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Potencial del negocio de juegos de azar dentro del país.
- Bajo endeudamiento relativo que se manifiesta en un indicador de deuda financiera EBITDA de 2,9 veces a junio de 2019.

Fortalezas de apoyo

- Fortaleza negocio inmobiliario.
- Sistema de *balanced scorecard*, que mitiga riesgo operativo de la compañía.
- Experiencia grupo controlador.

Riesgos considerados

- Potencial pérdida de concesiones Ley 19.995 antes del vencimiento del bono *Bullet* de 2028 (probabilidad no menor, de alto impacto en caso de materializarse).
- Alta concentración de sus flujos en algunos de sus casinos (riesgo medio).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).

Hechos recientes

Resultados septiembre 2019

Los ingresos ordinarios a septiembre de 2019 alcanzaron los \$ 176.303 millones, lo cual implica un incremento de 13,2% respecto al mismo período del año anterior, explicado principalmente por los mayores ingresos en los tres segmentos de la compañía, casinos, hoteles y alimentos.

A su vez, los costos de venta alcanzaron los \$ 103.599 millones, significando un aumento de 20,5% respecto al año anterior, y representando el 58,8% de los ingresos. Los gastos de administración suman \$ 45.012 millones a junio de 2019, lo que representa un incremento del 11,3% con respecto al mismo período del año anterior. Este nivel de gasto es equivalente al 25,5% de los ingresos.

La compañía alcanza una ganancia final de \$ 7.630 millones, que representa una disminución de 35,1% respecto del nivel alcanzado al primer semestre de 2018, explicado por el menor resultado operacional, impulsado por mayor depreciación y gastos de administración, y, también, por la baja del resultado no operacional debido a mayores gastos financieros.

En relación con su deuda financiera, a septiembre de 2019, **Sun Dreams** mantenía obligaciones por \$ 176.121 millones. Por su parte, el EBITDA a la misma fecha correspondía a \$ 50.032 millones.

Eventos recientes

En mayo de 2019, se informó que la compañía efectuó un memorándum de entendimiento con Clairvest Chile Ltda., Operadora Clairvest Cordillera Ltda., Operadora Latin Ltda. (Clairvest) e Inversiones Lomas de San Andrés Ltda. (Marina), con el objeto de avanzar en los acuerdos y trámites necesarios para efectuar la fusión de las operaciones de **Sun Dreams** con los casinos de juego de Calama, Chillán, Talcahuano y Osorno, de propiedad de Clairvest y Marina. Sin embargo, en noviembre de 2019, se comunica que el memorándum de entendimiento caducó, debido a que **Sun Dreams** y Marina del Sol no lograron concluir la fusión propuesta. No obstante, las partes informaron que seguirán evaluando una posible unión en el futuro.

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 los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Alta generación de EBITDA: La compañía posee una alta generación de EBITDA en relación con su negocio, es así como a junio de 2019 el margen EBITDA de la compañía ascendía a 28,7%, *ratio* más elevado que su principal competidor con información pública.

Fortaleza de negocio inmobiliario: Las operaciones de la compañía presentan ciertas características del negocio inmobiliario, puesto que implican una elevada inversión inmobiliaria. A septiembre de 2019, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$ 309 mil millones y la deuda financiera es de M\$ 176 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, tras la promulgación de la Ley de Tabaco, se registró una caída en el número de visitas, estas se han estabilizado en torno a los 5,5 millones anuales, existiendo aún un potencial de crecimiento importante para la industria de casinos, en el que **Sun 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, en donde existen barreras de entrada muy altas en donde restringen los casinos en la región metropolitana, un máximo de tres casinos por región y a una distancia mínima de 70 kilómetros de distancia entre casinos. Por otra parte la 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 esta indexada a la situación económica del país, la cual en el ultimo tiempo se ha mostrado estable.

Controlado endeudamiento: Sun Dreams se encuentra en una posición favorable de endeudamiento, en donde su ratio deuda financiera sobre el flujo de caja de largo plazo es 3,44 veces, la cual dentro de la industria es acotado. Cabe señalar que, la compañía posee un perfil de vencimientos holgado hasta 2027 incluso considerando la perdida del casino de Monticello. No obstante, en 2028 vence el bono *bullet* de la compañía lo que representa un riesgo de refinanciamiento en el caso que se pierda algunas de las concesiones en la licitación de 2023.

Balanced scorecard: La compañía ha implementado el sistema de Balanced Scorecard, la cual ha repercutido en todas sus áreas de negocio lo que ha permitido en tomar decisiones acertadas, entregando mayor rentabilidad a sus operaciones.

Experiencia grupo controlador: La compañía luego de la fusión son Sun Internacional, en 2016, logró posicionarse como uno de los mas importantes operadores de casinos en el país. Cabe señalar, la basta experiencia en la industria que posee Sun Internacional dentro de la industria e internacionalmente con una antigüedad superior a 50 años.

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 reciente proceso de licitación municipal 2018, **Sun Dreams** registró la pérdida del casino de Puerto Varas y, en el mediano plazo, la compañía enfrenta el riesgo asociado a la renovación de concesiones relativo a los casinos de la Ley 19.995, lo que podría generar presiones de liquidez frente al vencimiento de sus obligaciones financieras. Considerando que la categoría de riesgo asignada a la compañía se sustenta, entre otras cosas, en la holgura que tiene en sus flujos respecto al pago de la deuda, se incluye como un elemento adverso el no poder estimar razonablemente los excedentes de caja a partir de 2023. De acuerdo con la última información disponible el casino de Sun Monticello representa aproximadamente el 45% del EBITDA. Cabe mencionar que la concesión de Monticello finaliza en 2023 (y el bono *bullet* tiene vencimiento el 2028).

Concentración de flujos: De acuerdo a la información proporcionada por la compañía, **Sun Dreams** concentra la generación de ingresos y de ebitda en el casino Monticello, el cual generó el 39% de los ingresos y el 40% del ebitda. Adicionalmente, en el corto plazo dejará de operar el casino de puerto Varas dejando de percibir esos flujos, son obstante, la compañía esta llevando a cabo un plan de diversificación y crecimiento realizando nuevas inversiones en los últimos años, principalmente en Argentina.

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

Sun Dreams se creó el año 2008 producto de la unión de Inversiones Pacifico 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 Varas, Coyhaique y Punta Arenas; en el exterior mantiene presencia en Perú, Colombia, Panamá y Argentina.

Al 31 de diciembre de 2018 la propiedad de **Sun Dreams** era compartida por Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. y Sun Latam SpA, con participaciones accionarias de 35,06% y 64,94%, respectivamente.

Sun Latam SpA es controlada por Sun Chile (99,16%) y Lasud (0,84%). A su vez, Sun Chile tiene como único accionista a Sun International Limited. Por su parte, la sociedad Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. tiene como accionistas a Claudio Fisher (50%) y Humberto Fisher (50%).

Actualmente, la compañía presenta el siguiente organigrama corporativo:

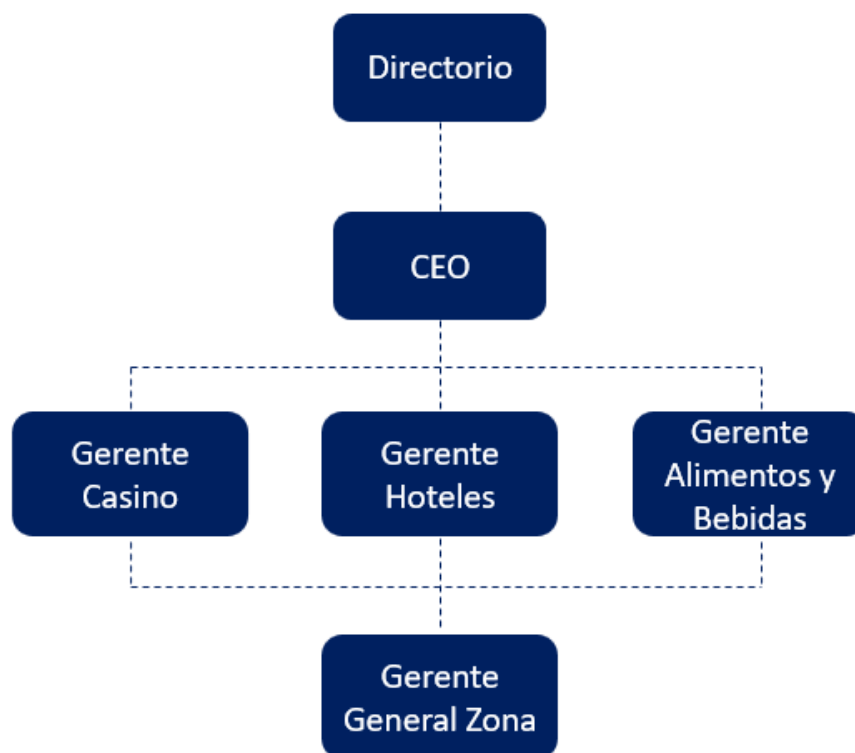


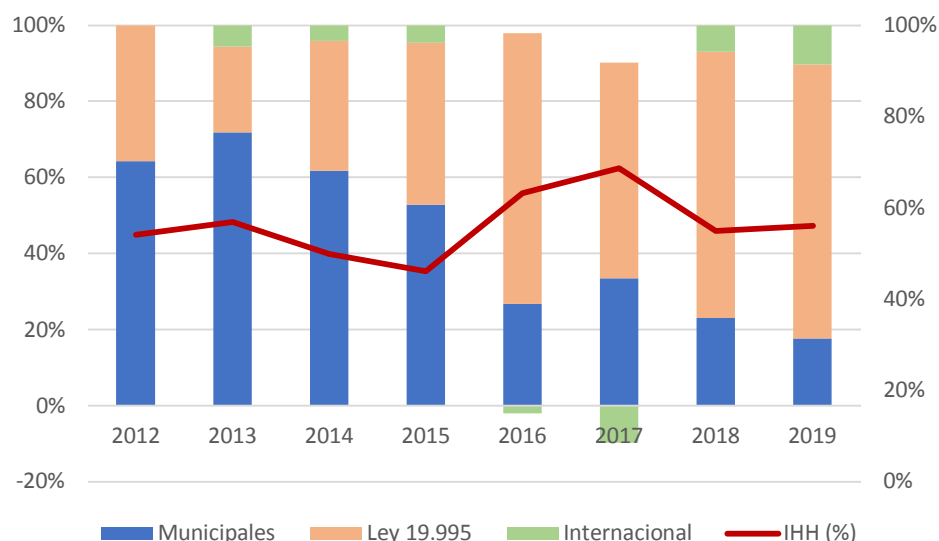
Ilustración 1
Organígrama Sun Dreams

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

Líneas de negocio

La compañía, en lo central, desarrolla el negocio de casinos, que lo complementa con los segmentos de alimentos y bebidas y hoteles. En términos de generación de ingreso y de flujo, el negocio del juego es el que aporta el mayor porcentaje, seguido por alimentos y bebidas, y hoteles. La distribución del EBITDA, desglosada por casinos sujetos a las Ley 19.995, casinos municipales y casinos internacionales, se muestra en la *Ilustración 2*:

Ilustración 2
Estructura EBITDA
 2012-2019



La *Ilustración 2* muestra, además, la caída presentada por el Índice de Herfindahl-Hirschman⁴ hasta el año 2015, indicativo de una menor concentración en la generación de EBITDA. La mayor importancia de casinos de la Ley 19.995 en el EBITDA, a contar de 2016, responde a la incorporación de Monticello, debido a la fusión ya mencionada, actualmente Monticello representa un 42% del EBITDA.

A continuación, se presenta un cuadro resumen con la disponibilidad de servicios en las distintas instalaciones del emisor a septiembre de 2019.

Tipo	N°
Máquinas de azar	5.017 ⁵
Posiciones de juego (mesas y bingo)	2.555 ⁵
Habitaciones de hotel	719
Centros de convenciones	7
Restaurantes	33
Bares/Club	24
Spa	7
Centro de espectáculos Gran Arena	1

⁴ El Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) corresponde a la suma al cuadrado de las participaciones de cada categoría, y fluctúa entre el valor 0 (absoluta desconcentración) y 10.000 (concentración máxima).

⁵ Solo en territorio chileno

Industria

Como resultado de la promulgación de la Ley N° 19.995 de 2005, la industria de casinos en Chile experimentó 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 18 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		

19.995		
Antofagasta	Calama	Copiapó
Ovalle	Rinconada	Mostazal
San Antonio	Santa Cruz	Talca
Chillán	Talcahuano	Los Ángeles
Temuco	Valdivia	Osorno
Castro	Coyhaique	Punta Arenas

La constitución de nuevos casinos –aumento de la oferta- impulsó el crecimiento en el gasto de la población para este tipo de consumo, lo cual, sin embargo, se revirtió por la entrada en vigencia de la Ley de Tabaco y Ley de Alcoholes, para alcanzar los últimos ejercicios niveles superiores a los de 2012. De esta forma, según datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, para el periodo entre enero y junio 2019, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente \$ 73.939 millones (ver *Ilustración 3*) y se registraron cerca de 2,3 millones de visitas, lo que representa una caída de 4,7% y 15,5%, respectivamente, en comparación con el mismo periodo del año anterior.

Ilustración 3
Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995
(Millones de \$ / Enero 2012 - Junio 2019)

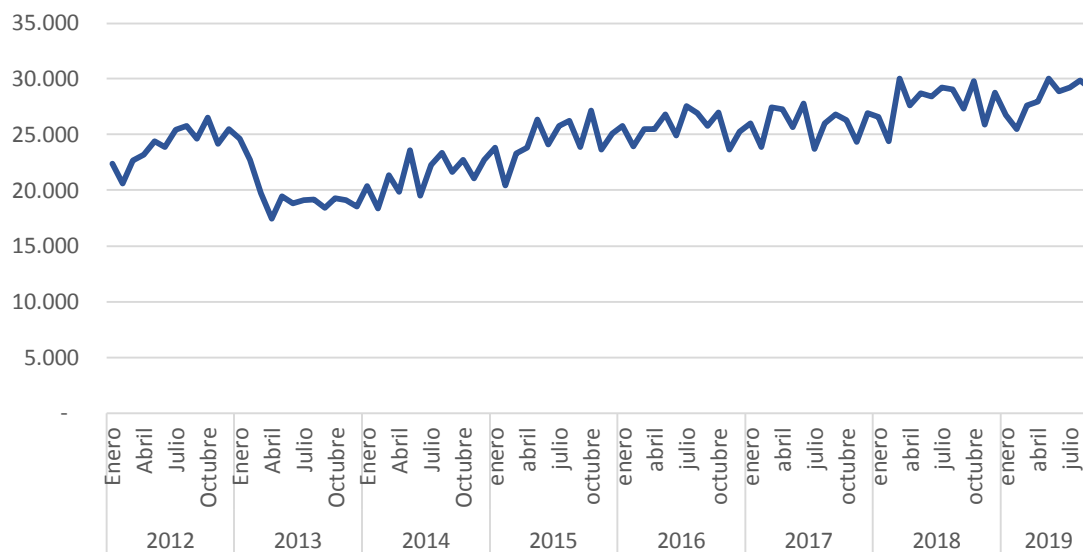
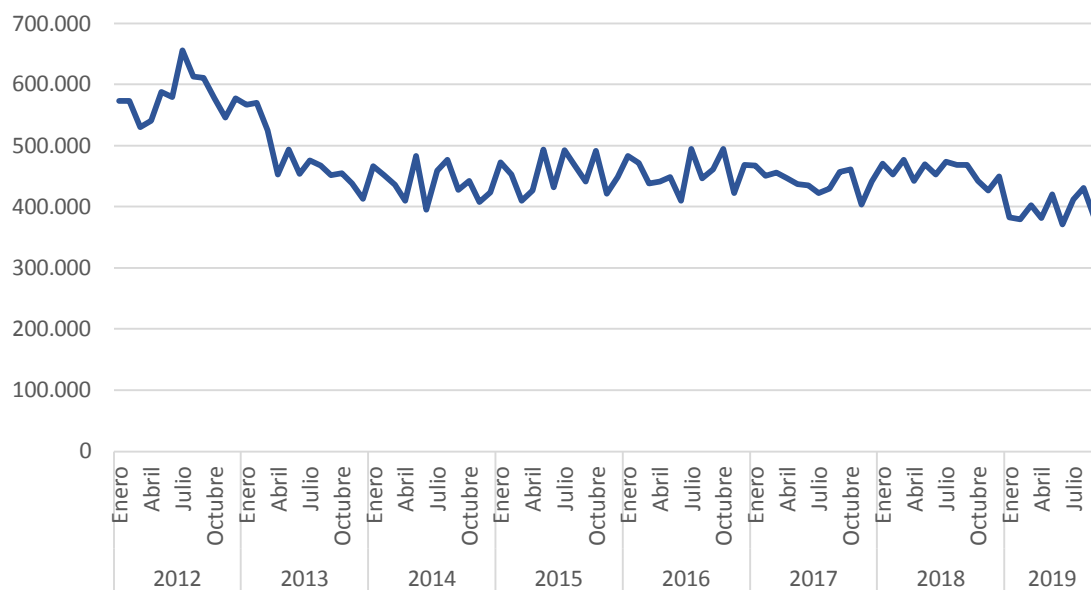


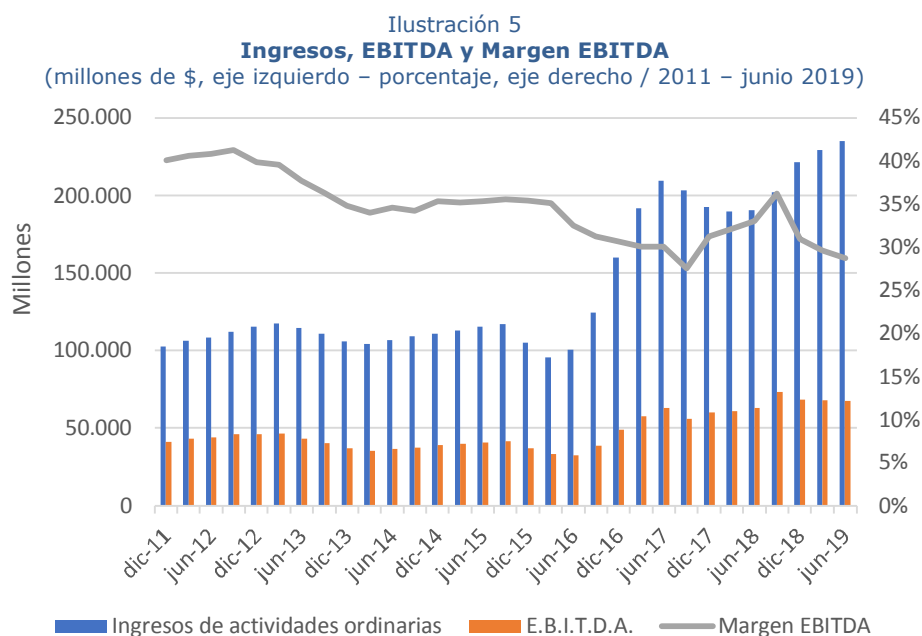
Ilustración 4
Visitas Casinos Ley 19.995
(Enero 2012 - Junio 2019)



Análisis financiero⁶

Evolución ingresos y EBITDA

Los ingresos de la compañía muestran un importante crecimiento en el año de 2016 debido a la fusión entre **Sun** y **Dreams** a mediados de ese año, aumento que se acentúa en 2017, donde se obtienen los ingresos de las operaciones conjuntas de todo el ejercicio. En 2019, se observa un alza en este ítem, llegando en torno a los \$ 235 mil millones, principalmente por crecimientos en todos los segmentos (casinos, hoteles, bebidas y alimentos), en conjunto con nuevas operaciones en Argentina y Perú. Por su parte, el margen EBITDA presentó caída en 2013, producto de los cambios legales en la industria, y en 2016, tras la fusión antes señalada. A junio de 2019, este indicador sitúa cerca del 28% La *Ilustración 5* muestra la evolución de ambos ítems.



Por otra parte, el EBITDA, ha mostrado una leve caída debido a un impacto negativo de un nuevo impuesto en Perú que grava los ingresos de casinos a partir de enero de 2019 y al aumento en los gastos de administración y ventas.

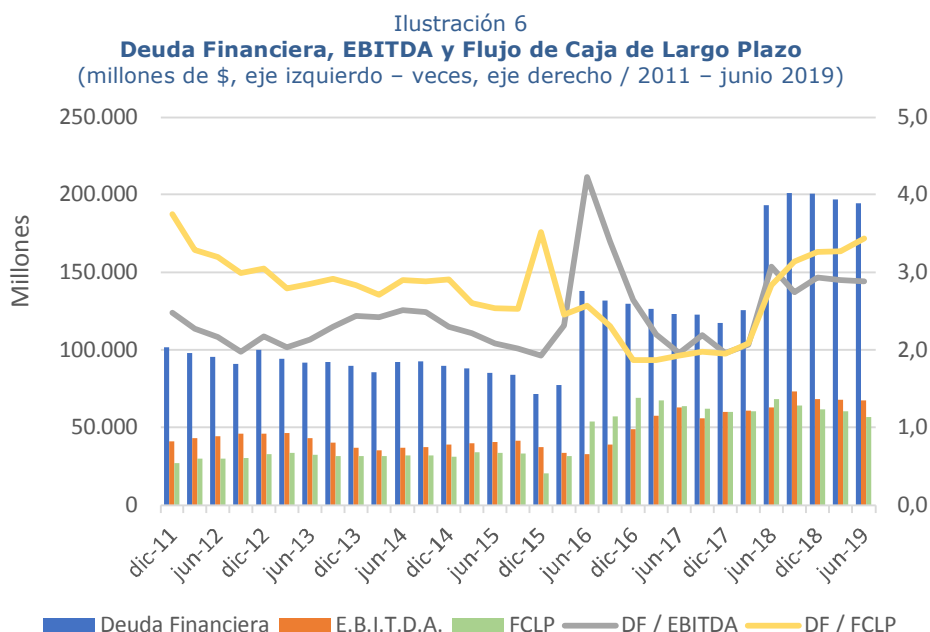
⁶ Las cifras presentadas a continuación han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

Evolución del endeudamiento

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 un alza en los últimos doce meses como consecuencia del bono *bullet* colocado en 2018,

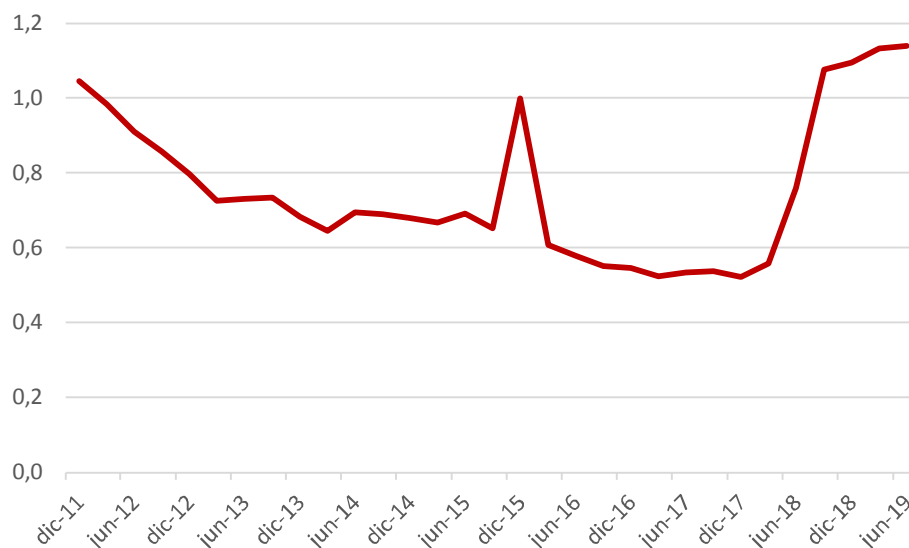
Si bien a junio de 2019, la deuda financiera muestra una disminución de 3%, lo mismo sucede con el EBITDA (cae 1,3%) y con el FCLP (cae 8,1%), llevando los ratios de DF/EBITDA y de DF/FCLP a 2,9 y 3,4 veces, respectivamente.

Recientemente, la compañía inscribió los bonos serie F por un monto UF 1.900.000, fondos que serán utilizados para nuevas inversiones. Dado esto, el indicador deuda financiero sobre FCLP alcanzaría niveles alrededor de las 4 veces.



En general, pese a que la sociedad es intensiva en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, estuvo en el pasado relativamente acotado. Sin perjuicio de lo anterior, con la colocación de los bonos Serie D y E en 2018, la compañía aumenta su *leverage*, el cual se ha mantenido en 1,1 veces de septiembre 2018 a junio 2019.

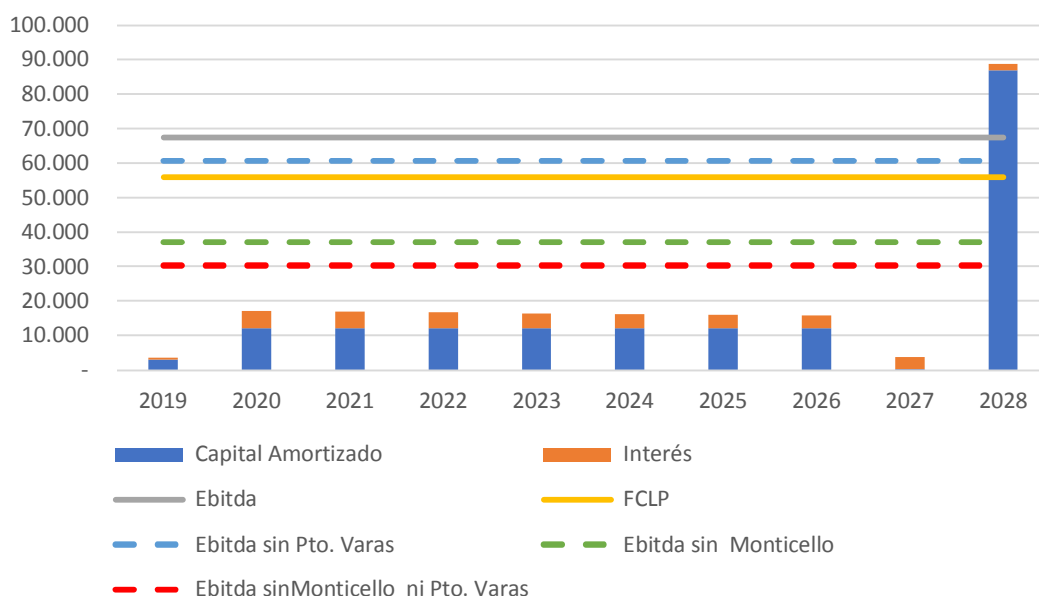
Ilustración 7
Pasivo Exigible sobre Patrimonio
(veces / 2011 – junio 2019)



La *Ilustración 8* muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP). Se observa que, dada la capacidad de generación de flujos, representado por el EBITDA y el FCLP estimado por **Humphreys**, existe un alto nivel de holgura entre los años 2020 y 2027, sin embargo, en 2028 vence el bono *bullet*, lo que conlleva el riesgo de refinanciamiento y, en este caso, se acentúa por la posibilidad de pérdida de concesiones de la Ley 19.995, en especial la concesión del casino Monticello, principal generador de flujos, que tiene vigencia hasta 2023. Adicionalmente, la compañía espera colocar un bono *bullet* a comienzos de 2020, el cual tendría un vencimiento en el año 2029.

De acuerdo a estimaciones realizadas por esta clasificadora, en caso de estresar los flujos para reflejar la pérdida del casino de Puerto Varas y/o la eventual pérdida de la concesión de Monticello, podemos concluir que los niveles de EBITDA serían capaces de cubrir los vencimientos de la nueva deuda entre los años 2020 y 2027.

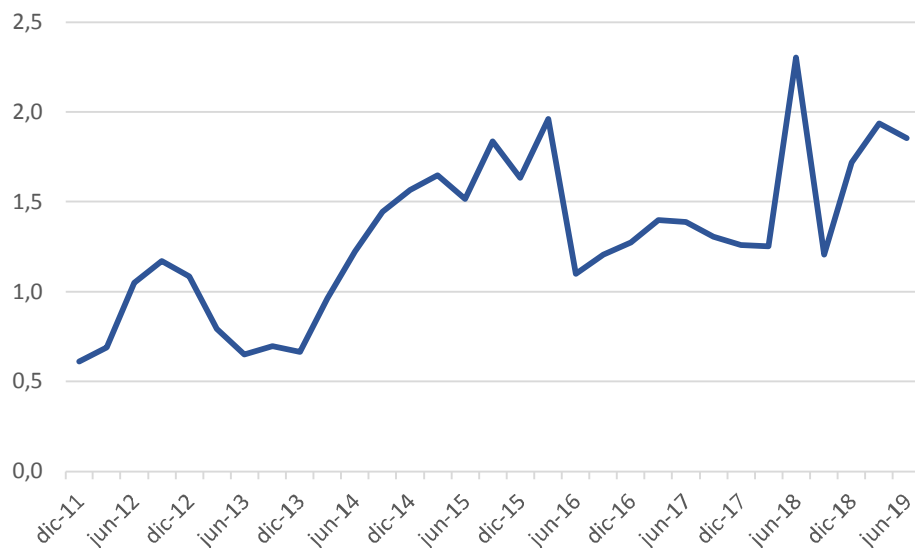
Ilustración 8
Perfil de Vencimientos
(millones de \$ / 2019 – 2028)



Liquidez

La liquidez de la compañía, medida como activos corrientes sobre pasivos circulantes, si bien ha presentado un comportamiento oscilante, se ha mantenido por sobre la unidad durante los últimos años. A diciembre de 2018 el indicador se eleva a 1,7 veces. A junio de 2019, el indicador alcanzó un valor de 1,9 debido a la reducción de las cuentas por cobrar relacionadas no consolidadas y menores pasivos financieros corrientes.

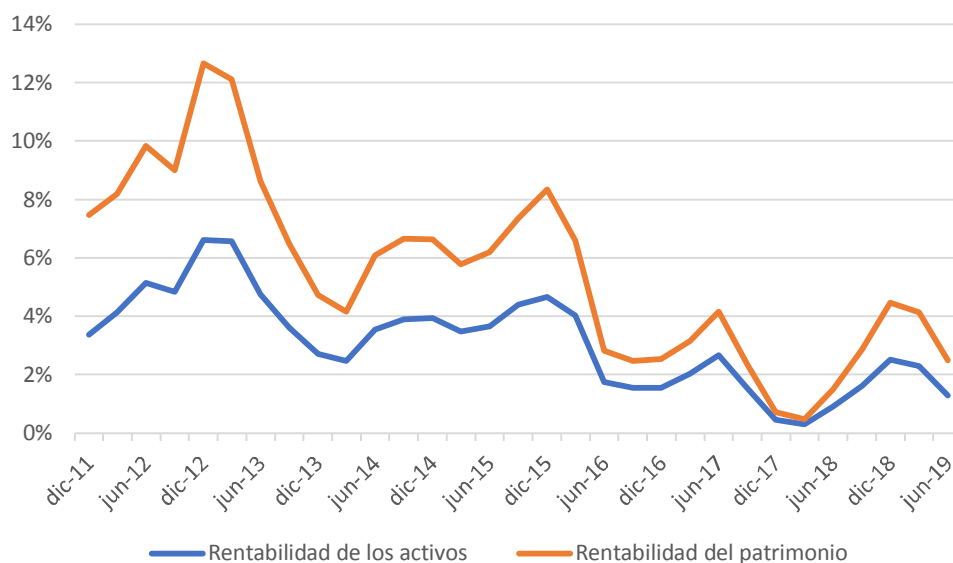
Ilustración 9
Evolución de la Liquidez
(veces / diciembre 2009 - junio 2019)



Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad muestran los efectos de la implementación de la Ley de Tabaco en el año 2013 y la fusión de los casinos en 2016. Durante 2017 los indicadores disminuyeron, alcanzando sus niveles más bajos en todo el periodo evaluado, estos ven un repunte en 2018. Finalizando el período, la rentabilidad de los activos y del patrimonio eran 2,5% y 4,5%, respectivamente. A junio, los indicadores son 1,3% y 2,5%. Esto debido al menor resultado operacional impulsado por mayor depreciación y gastos de administración.

Ilustración 10
Rentabilidad
(porcentaje / diciembre 2011 - junio 2019)



Características de las líneas de bonos

Los *covenants* de las líneas de bonos inscritas por **Sun Dreams** a junio de 2019 son:

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Junio 2019
Deuda financiera neta sobre EBITDA	Menor o igual a 4,5 veces	2,88 veces
Deuda financiera neta sobre patrimonio	Menor o igual a 2,0 veces	0,8 veces

Principales ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T3
Liquidez (veces)	2,50	2,09	2,27	2,42	2,32	2,17
Razón Circulante (Veces)	1,57	1,63	1,27	1,26	1,72	1,75
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,57	0,38	1,24	0,81	1,48	1,71
Razón Ácida (veces)	1,54	1,52	1,21	1,20	1,67	1,70
Rotación de Inventarios (veces)	57,75	28,82	24,31	26,73	33,33	35,99
Promedio Días de Inventarios (días)	6,32	12,66	15,01	13,66	10,95	10,14
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	14,34	106,02	22,48	24,55	30,55	26,13
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	25,45	3,44	16,24	14,87	11,95	13,97
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,83	6,56	3,07	3,68	4,51	5,20
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	75,58	55,61	118,74	99,16	80,95	70,18
Diferencia de Días (días)	50,13	52,17	102,50	84,29	69,00	56,21
Ciclo Económico (días)	43,81	39,51	87,49	70,63	58,05	46,07
Ratios de endeudamiento	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T3
Endeudamiento (veces)	0,40	0,50	0,35	0,34	0,52	0,51
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,68	1,00	0,55	0,52	1,09	1,04
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,29	0,41	0,32	0,40	0,30	0,23
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,30	1,93	2,64	1,96	2,93	2,60
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,43	0,52	0,38	0,51	0,34	0,39
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	84%	84%	69%	70%	74%	69%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0%	0%	1%	1%	0%	0%
Veces que se gana el Interés (veces)	3,09	2,48	1,57	5,12	4,73	3,29
Ratios de rentabilidad	2014	2015	2016	2017	2018	2019.T3
Margen Bruto (%)	43%	35%	42%	45%	44%	42%
Margen Neto (%)	10%	10%	3%	1%	6%	3%
Rotación del Activo (%)	42%	61%	30%	39%	43%	48%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	4%	5%	2%	0%	3%	2%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4%	5%	2%	0%	3%	2%
Inversión de Capital (%)	117%	137%	103%	106%	121%	125%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	8,05	6,68	12,86	15,57	4,95	6,67
Rentabilidad Operacional (%)	9%	10%	9%	8%	10%	9%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7%	8%	3%	1%	4%	3%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	40%	48%	44%	41%	43%	46%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	57%	65%	58%	55%	56%	58%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	25%	17%	25%	27%	26%	26%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	12%	15%	12%	10%	14%	15%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	35%	35%	31%	31%	31%	28%

"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."