



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Sun Dreams S.A.**

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

**ANALISTAS:**

Antonio González G.

Carlos García B.

[antonio.gonzalez@humphreys.cl](mailto:antonio.gonzalez@humphreys.cl)

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

**FECHA**

Diciembre 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)



Humphreys Clasificadora De Riesgo



@humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos

**BBB+**

Tendencia

**Estable<sup>1</sup>**

EEFF base

30 de septiembre 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
---	--

Línea de bonos

N° 736 de 21.11.2012

Línea de bonos

N° 737 de 21.12.2012

Bono serie D (BDRMS-D)

Segunda emisión

Bono serie E (BDRMS-E)

Tercera emisión

Bono serie F (BDRMS-F)

Cuarta emisión

**Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS**

Miles de \$	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Activos corrientes	54.496.523	57.448.463	105.304.571	92.284.018	69.786.200	87.020.144
Activos no corrientes	445.276.563	410.618.597	407.362.540	414.518.462	461.937.382	382.384.103
<b>Total activos</b>	<b>499.773.086</b>	<b>468.067.060</b>	<b>512.667.111</b>	<b>506.802.480</b>	<b>531.723.582</b>	<b>469.404.247</b>
Pasivos corrientes	42.786.443	45.601.686	61.291.107	57.283.935	60.440.801	73.877.278
Pasivos no corrientes	133.637.254	115.051.573	206.610.307	204.212.679	202.030.725	204.851.434
Patrimonio	323.349.389	307.413.801	244.765.697	245.305.866	199.465.856	190.675.535
<b>Pasivos y patrimonio</b>	<b>499.773.086</b>	<b>468.067.060</b>	<b>512.667.111</b>	<b>506.802.480</b>	<b>461.937.382</b>	<b>469.404.247</b>
Deuda financiera	121.889.962	112.613.067	197.800.846	191.808.233	212.442.592	213.177.944

<sup>1</sup> Tendencia anterior: En Observación.

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
Miles de \$	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Ingresos de actividades ordinarias	149.579.794	183.240.975	215.941.436	234.833.731	57.605.198	75.796.780
Costo de ventas	-87.339.088	-101.590.780	-120.350.667	-139.570.856	-65.208.362	-54.368.146
Gastos de administración	-37.965.567	-50.128.295	-56.003.884	-60.726.872	-26.480.354	-22.920.896
Costos financieros	-6.217.002	-3.559.165	-6.716.920	-7.780.624	-7.942.921	-6.354.929
<b>Ganancia</b>	<b>5.074.843</b>	<b>2.202.508</b>	<b>12.344.510</b>	<b>12.128.239</b>	<b>-47.944.584</b>	<b>-15.236.338</b>
EBITDA	45.807.345	57.265.225	66.774.536	65.138.653	-5.683.238	18.284.692

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Sun 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, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas<sup>2</sup>, 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 2021, la compañía presentó ingresos por \$ 75.797 millones, con un nivel de EBITDA de \$ 18.285 millones. A la misma fecha poseía un nivel de activos por \$ 469.404 millones, con un total de deuda financiera de \$ 213.178 millones.

El cambio de la tendencia de la clasificación de las líneas de bonos de **Dreams**, desde "*En Observación*" a "*Estable*", se debe a que la compañía ha mostrado un cambio en la tendencia de sus resultados durante el último trimestre, como consecuencia de eliminación de las restricciones de movilidad de acuerdo al plan Paso a Paso y eliminación del toque de queda por parte de las autoridades, las que permitieron tener una mayor cantidad de visitas, lo que se traduce en una rápida generación de flujos. Cabe señalar que la compañía está trabajando con sus clientes de mayor valor, los cuales tienen un gasto promedio más alto en sus visitas a los casinos, haciendo más eficientes sus esfuerzos de marketing. Durante el periodo de la pandemia, la cual aún no ha finalizado, la compañía no presentó cambios significativos en sus fortalezas estructurales y con un incremento administrable de su endeudamiento, además ha mostrado niveles de liquidez adecuados frente al vencimiento de sus pasivos. **Humphreys** estará atento a posibles futuras restricciones producto de la pandemia, específicamente derivadas de un rebrote del virus en la población, analizando los efectos sobre la capacidad de pago de la compañía.

Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos en "*Categoría BBB+*" se consideran las características propias del negocio, la cuales en periodos de normalidad le han permitido operar con un margen EBITDA relativamente elevado, del orden del 35%, pero que producto de la pandemia se ha

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

reducido en los últimos años, llegando a septiembre a un 17,5%. 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. En contraposición, 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.

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 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 a **Dreams**, ya que son activos que pueden ser entregados en 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, para la cual ya ha presentado 3 proyectos para los casinos de Temuco, Valdivia y Punta Arenas. (proceso para el casino Monticello aún sigue suspendido) 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, **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 al 40%), concesión que deberá defender en el proceso de licitación de 2023, situación que genera una mayor exposición de **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.

### 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.
- Sistema de *balanced scorecard*, que mitiga riesgo operativo de la compañía.
- Controlado endeudamiento para importancia de activos inmobiliarios
- Experiencia de controladores.

#### 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 a septiembre de 2021

Los ingresos ordinarios a septiembre de 2020 alcanzaron los \$ 75.797 millones, lo cual implica un aumento de 50,8% respecto al mismo período del año anterior, el cual estuvo afectado principalmente por el cierre de casinos debido a la pandemia provocada por el Covid-19.

A su vez, los costos de venta alcanzaron los \$ 54.368 millones, significando un aumento de 3,8% respecto al año anterior. Los gastos de administración suman \$ 22.921 millones a septiembre de 2021, lo que representa un crecimiento de 6,1% con respecto al mismo período del año anterior.

La compañía alcanza una ganancia durante el periodo de \$ 7.630 millones, importante cambio con respecto a las pérdidas presentadas al mismo periodo del año anterior.

En relación con su deuda financiera, a septiembre de 2020, **Dreams** mantenía obligaciones por \$ 213.178 millones. Por su parte, el EBITDA a la misma fecha correspondía a \$ 50.033 millones.

### Eventos recientes

En febrero de 2021, **Dreams** informó que ha mantenido conversaciones preliminares ante una eventual fusión con Enjoy S.A.

Durante el mes de agosto de 2021, la Superintendencia de Casinos y Juegos (SCJ) inició el proceso para revocar la licencia a Enjoy del casino de Puerto Varas, con lo que **Dreams** seguirá operando el casino hasta que sea licitado nuevamente.

En octubre de 2021, a través de un hecho esencial se informó que **Dreams** y Enjoy habían alcanzado un entendimiento preliminar de los términos y condiciones para una eventual fusión de las compañías, incluyendo una potencial relación de canje que otorgaría a los accionistas de **Dreams** el 63.9% de las acciones de la eventual entidad combinada.

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría BBB

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

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor 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 previo a la pandemia el margen EBITDA de la compañía ascendía a cerca de 27%, ratio más elevado que su principal competidor con información pública. (considerando que los casinos comenzaron a abrir en julio del presente año y previo a ese hecho, el EBITDA que había generado la compañía era negativo).

**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 2021, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$ 266 mil millones y la deuda financiera es de \$ 213 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, excluido pandemia, los visitantes se han estabilizado en torno a los 5,5 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 esta indexada a la situación económica del país, la cual en el último tiempo se ha mostrado estable.

**Controlado endeudamiento:** **Dreams** tiene el 57% de los activos invertidos en propiedades, plantas y equipos, con un componente relevante de terrenos, edificios propios e infraestructura (51% del ítem), es decir, bienes de largo plazo. Bajo esa perspectiva, se considera que la relación de pasivo exigible sobre patrimonio de 1,46 veces es compatible con su estructura de activo. Cabe señalar que, la compañía posee un perfil de vencimientos holgado hasta 2027 incluso considerando la pérdida 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 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 12 años de Inversiones Pacifico Sur en la industria, quienes controlarán el 100% 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 reciente proceso de licitación municipal 2018, **Dreams** registró la pérdida del casino de Puerto Varas, la que, si bien sigue operando, esta será licitada nuevamente, 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 Monticello representa aproximadamente el 78% del EBITDA. Cabe mencionar que la concesión de Monticello finaliza en 2023 (y el bono *bullet* tiene vencimiento el 2028). No obstante, siempre es posible efectuar inversiones en otros casinos.

**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 40% de los ingresos y el 78% del EBITDA del último periodo, siendo los últimos cuatro años sobre el 40%. Adicionalmente, en el corto plazo dejará de operar el casino de Puerto Varas dejando de percibir esos flujos, son obstatante, 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

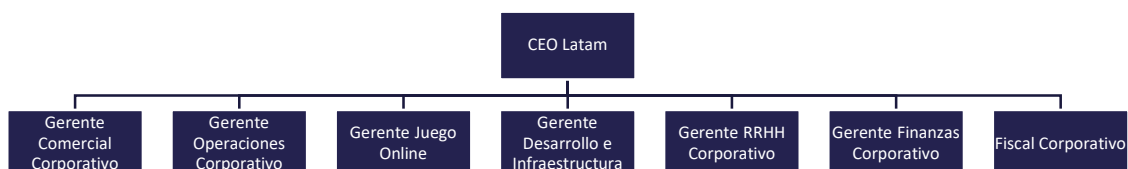
### La compañía

**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 Varas<sup>3</sup>, Coyhaique y Punta Arenas; en el exterior mantiene presencia en Perú, Colombia, Panamá y Argentina.

En diciembre de 2020, la propiedad de **Dreams** pertenecía a Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. con una participación del 100% de las acciones, directa e indirectamente, sociedad que, a su vez, tiene como accionistas a Claudio Fisher (50%) y Humberto Fisher (50%).

Actualmente, la compañía presenta el siguiente organigrama corporativo:

Ilustración 1  
**Organigrama Dreams**



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

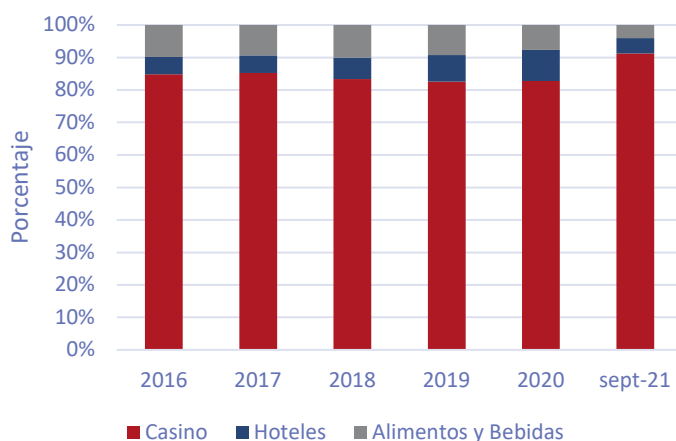
### Composición de los flujos

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 hoteles y por alimentos y bebidas, como se puede apreciar en la Ilustración 2.

<sup>3</sup> Concesión de casino pasó en 2018 a Enjoy, sin embargo, aun lo sigue operando **Dreams**.

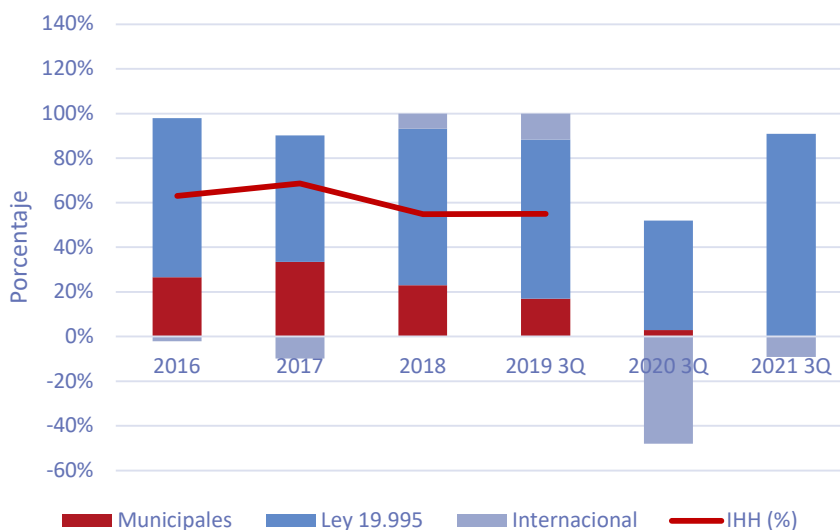


Ilustración 2  
**Estructura Ingresos**  
2016 – septiembre 2021



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

Ilustración 3  
**Estructura EBITDA**  
2016 – septiembre 2021



La Ilustración 3 muestra, además, la caída presentada por el Índice de Herfindahl-Hirschman<sup>4</sup>, la cual se produce por la mayor importancia de casinos de la Ley 19.995 en la generación de EBITDA, lo que responde a la

<sup>4</sup> 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).

incorporación de Monticello, debido a la fusión ya mencionada, actualmente Monticello representa un 78% del EBITDA.

A continuación, se presenta un cuadro resumen con la disponibilidad de servicios en las distintas instalaciones del emisor a septiembre de 2021.

Tipo	N
Máquinas de azar	4.243 <sup>5</sup>
Posiciones de juego (mesas y bingo)	926 <sup>5</sup>
Habitaciones de hotel	533
Centros de convenciones	7
Restaurantes	23
Bares/Club	16
Spa	6
Centro de espectáculos Gran Arena	1

## 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 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		

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*		

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

<sup>5</sup> Solo en territorio chileno.

Entre los años 2016 y 2019 las visitas se han mantenido estables promediando las 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. Ya en el transcurso del 2020 estas variables se vieron fuertemente afectadas, las visitas fueron prácticamente 0, lo que redujo sustancialmente los ingresos de la compañía. Sin embargo, posteriormente, teniendo como antecedentes que las medidas tomadas por las autoridades tal como los toques de queda y cuarentenas fueron menos estrictas, las visitas mostraron una fuerte recuperación, así como los ingresos que lo hicieron en mayor proporción, de lo cual se desprende que los clientes en sus visitas gastan en promedio cerca de \$90.000, lo que previo a la pandemia era en torno a los \$60.000. De esta forma, de acuerdo a datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, durante el año 2021, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) durante el primer semestre ascendieron, en promedio, a cerca de \$ 5.300 millones mensuales, mientras que en julio, agosto y septiembre promediaron \$ 30.000 millones mensuales (ver Ilustración 4); y con las visitas, se registraron cerca de 265.000 visitas durante los seis primeros meses, y durante julio, agosto y septiembre sumaron en total 959.000 visitas. lo que representa un crecimiento de 75,1% y 26,3%, respectivamente, en comparación con el mismo periodo del año anterior. Cabe señalar que la Superintendencia de Casinos y Juegos aprobó e informó la vigencia del “Protocolo de Manejo y Prevención ante COVID-19 en casinos y establecimientos de juego y entretenimiento”, el que permite la reapertura gradual de los casinos de juego que se ubiquen en las comunas que se encuentren en las Fases 2, 3, 4 o 5, de acuerdo con las condiciones que se establecen en el citado documento.

Ilustración 4  
**Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995**  
 2016 – septiembre 2021

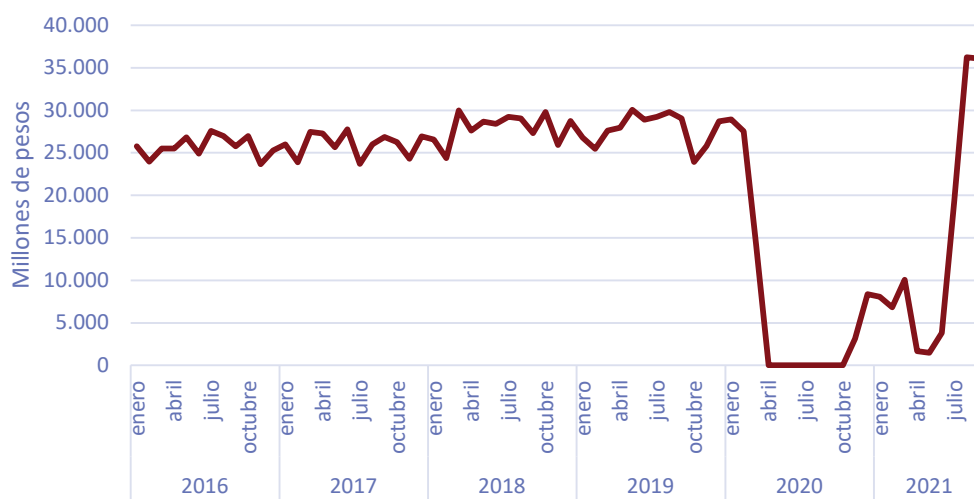
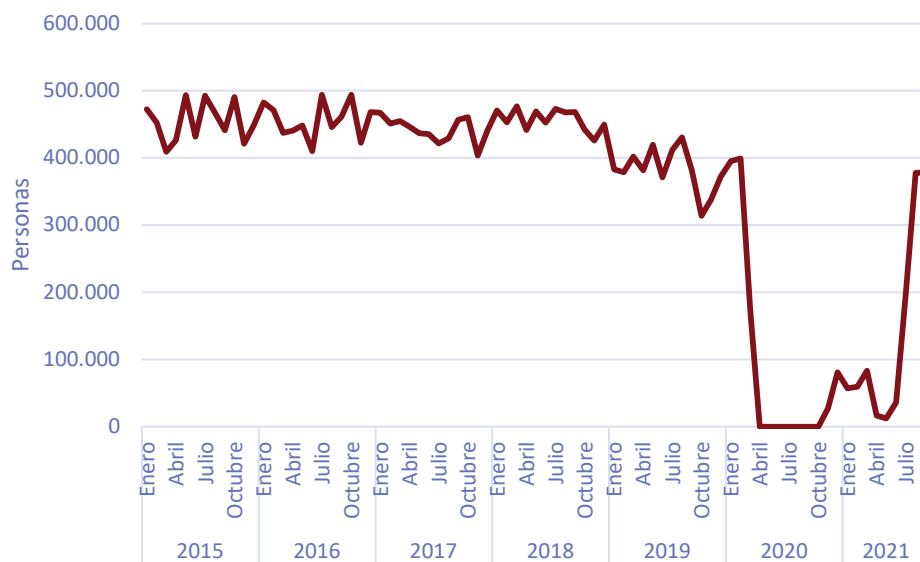


Ilustración 5  
**Visitas Casinos Ley 19.995**  
 2016 – septiembre 2021



## Análisis financiero<sup>6</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Dreams** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2016 y septiembre de 2021.

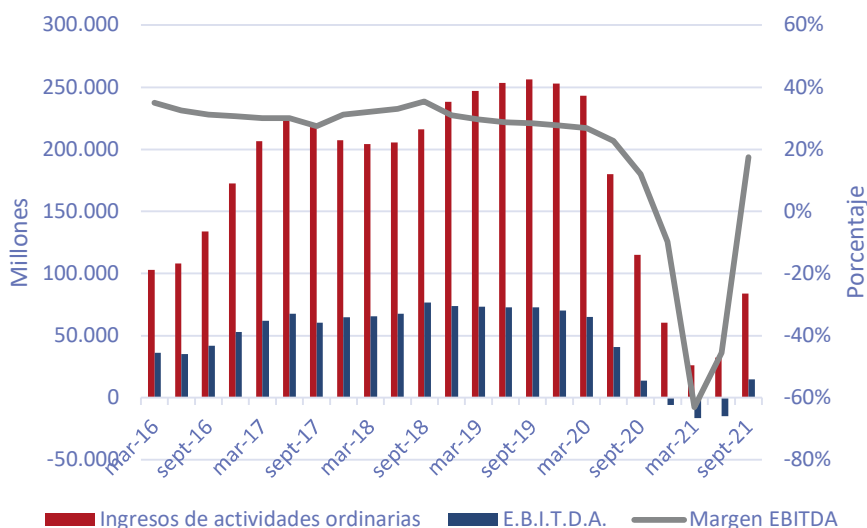
### Evolución de los ingresos y EBITDA

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, principalmente por crecimientos en todos los segmentos (casinos, hoteles, bebidas y alimentos), en conjunto con nuevas operaciones en Argentina y Perú. Por otra parte, el EBITDA, mostró una leve caída durante el periodo 2019, 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. 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. Ya a partir del segundo semestre del 2021, se observa una recuperación, dado que las autoridades decidieran eliminar las cuarentenas y restricciones de movilidad a la población, con lo que, a septiembre de 2021, el margen EBITDA se sitúa cerca del 17,5%, considerando que la compañía durante los últimos nueve meses presentó un EBITDA negativo. La Ilustración 6 muestra la evolución de ambos ítems.

Ilustración 6

<sup>6</sup> 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 septiembre de 2021.

### Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA 2016 – septiembre 2021



### 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 meses como consecuencia del cierre obligatorio de casinos y la consecuente baja en los flujos.

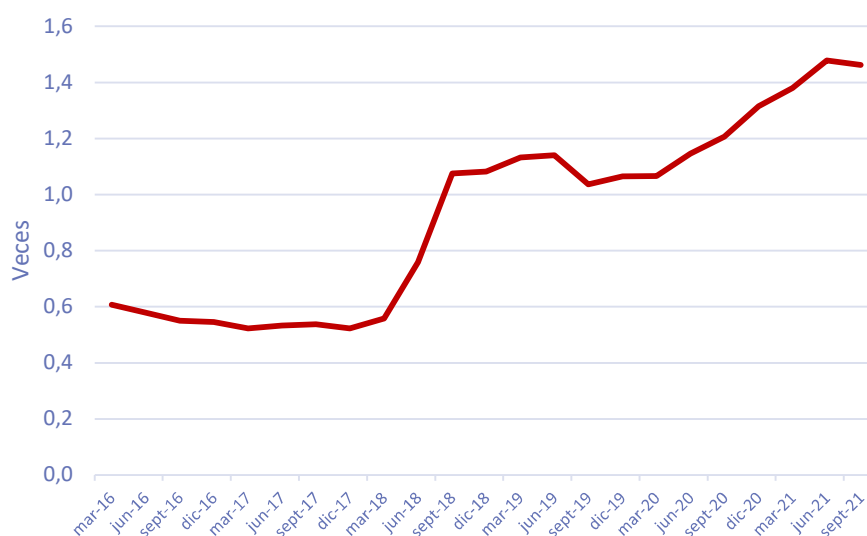
A septiembre de 2021, la deuda financiera se ha mostrado estable, con respecto años previos, evidenciando al adecuado manejo de la compañía, por su parte, el EBITDA y el FCLP han caído con respecto a diciembre de 2019, en un 80% y 48% respectivamente, producto de la pandemia, lo cual llevo los ratios de DF/EBITDA y de DF/FCLP a 14,5 y 7,0 veces, respectivamente.

Ilustración 7  
**Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo**  
 2016 – septiembre 2021



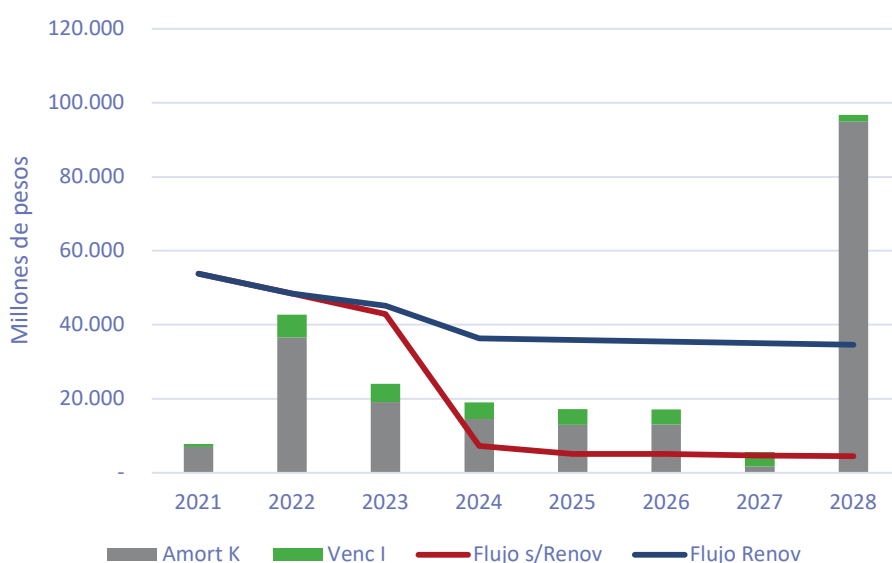
En general, pese a que la sociedad es intensiva en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, fue relativamente acotado en el pasado. Sin perjuicio de lo anterior, con la colocación de los bonos Serie D y E en 2018, la compañía aumenta su *leverage* por sobre la unidad, y la que actualmente se encuentra en 1,5 veces a septiembre de 2021.

Ilustración 8  
**Pasivo Exigible sobre Patrimonio**  
 2016 – septiembre 2021



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 estimado por **Humphreys**, existe un alto nivel de holgura entre los años 2022 y 2027, en caso de mantener la concesión de todos los casinos que actualmente posee (línea color gris). 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 del casino Monticello, principal generador de flujos, que tiene vigencia hasta 2023. Se observa, en línea color naranja, el flujo generado en caso de no renovar ninguna concesión<sup>7</sup>.

Ilustración 9  
**Perfil de Vencimientos**  
2021 – 2028

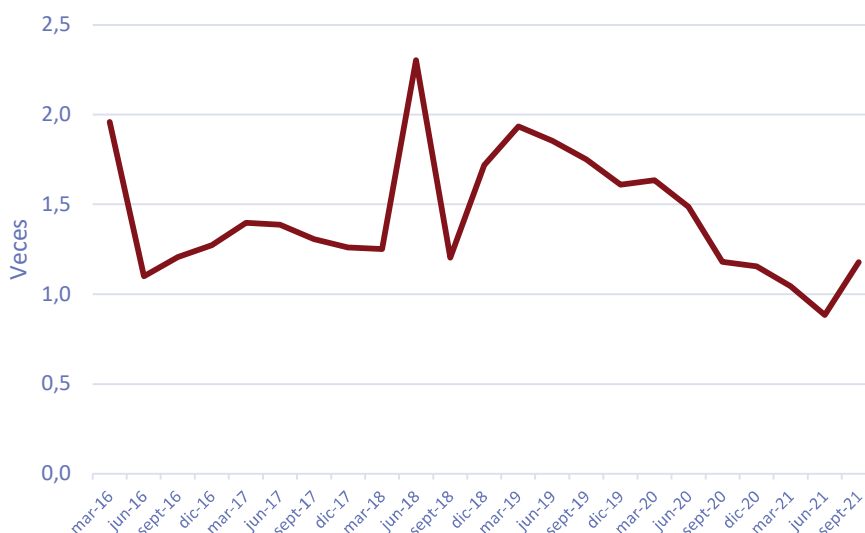


## Liquidez

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, cayendo solo durante junio de 2021, cuando los casinos aún se encontraban cerrados. A septiembre de 2021, el indicador alcanzó un valor de 1,2 debido al aumento de pasivos financieros por la emisión de nueva deuda.

<sup>7</sup> Riesgo de alto impacto pero de baja probabilidad.

Ilustración 10  
**Evolución de la Liquidez**  
 2016 – septiembre 2021

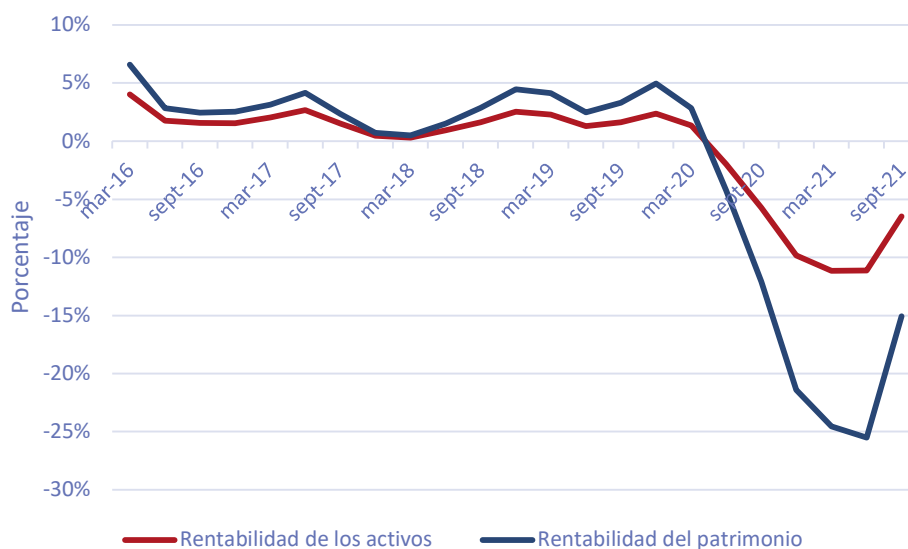


## Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad muestran los efectos de la fusión de los casinos en 2016 y la pandemia. Durante 2019 los indicadores se encontraban en niveles saludables alcanzando la rentabilidad de los activos y del patrimonio eran 2,4% y 4,9%, respectivamente. Como consecuencia de la pandemia, estos indicadores cayeron drásticamente, alcanzando sus mínimos en junio de 2021, debido al nulo resultado operacional a consecuencia del cierre de las operaciones del casino. A septiembre de 2021, los indicadores, si bien aún siguen siendo negativos, han mostrado una rápida recuperación, alcanzando -6,5% y -15,1% respectivamente. Esto debido a la apertura de casinos.



Ilustración 11  
**Rentabilidad**  
 2016 – septiembre 2021



## Covenants

Los contratos de emisión de las líneas de bonos presentan los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Límite	sept 2021
Razón de endeudamiento	Inferior o igual a 4,5 veces	(1)
Deuda financiera neta	Inferior o igual a \$ 270 millones	M\$ 166.629.820
Capital mínimo	Superior o igual a \$ 168 mil millones	M\$ 221.696.802

(1) Waiver hasta septiembre de 2021.

## Ratios financieros

Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Liquidez (veces)	2,27	2,42	2,32	2,16	1,57	2,04
Razón Circulante (Veces)	1,27	1,26	1,72	1,61	1,15	1,18
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,24	0,81	1,48	1,43	1,15	1,17
Razón Ácida (veces)	1,21	1,20	1,67	1,56	1,13	1,16
Rotación de Inventarios (veces)	24,31	26,73	33,33	39,91	18,73	20,16
Promedio Días de Inventarios (días)	15,01	13,66	10,95	9,14	19,49	18,10
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	22,48	24,55	30,55	28,53	6,13	15,16
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	16,24	14,87	11,95	12,80	59,52	24,07
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,07	3,68	4,51	3,85	2,06	1,37
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	118,74	99,16	80,95	94,71	177,19	266,01
Diferencia de Días (días)	102,50	84,29	69,00	81,91	117,67	241,95
Ciclo Económico (días)	87,49	70,63	58,05	72,77	98,18	223,84

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Endeudamiento (veces)	0,35	0,34	0,52	0,52	0,57	0,59
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	0,55	0,52	1,08	1,07	1,32	1,46
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,32	0,40	0,30	0,28	0,30	0,36
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	2,64	1,96	2,93	2,91	-37,44	14,53
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,38	0,51	0,34	0,34	-0,03	0,07
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	69,09%	70,10%	74,64%	73,35%	80,94%	76,48%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	1,34%	0,73%	0,40%	0,39%	0,00%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	1,57	5,12	4,73	2,74	-7,46	-4,43

Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Margen Bruto (%)	41,63%	44,54%	44,27%	40,57%	-12,96%	18,67%
Margen Neto (%)	3,40%	1,23%	5,75%	5,16%	-82,82%	-37,28%
Rotación del Activo (%)	30,13%	39,40%	42,77%	46,91%	12,64%	17,87%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	1,58%	0,47%	2,57%	2,41%	-9,97%	-6,55%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,55%	0,46%	2,53%	2,38%	-9,84%	-6,48%
Inversión de Capital (%)	102,81%	105,67%	121,38%	119,85%	138,99%	139,65%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	12,86	15,57	4,95	6,79	6,25	6,38
Rentabilidad Operacional (%)	9,14%	8,15%	10,06%	8,75%	-9,24%	-3,44%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	2,53%	0,71%	4,47%	4,94%	-21,43%	-15,07%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	43,99%	41,40%	43,13%	46,40%	63,83%	48,92%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	58,37%	55,46%	55,73%	59,43%	112,96%	81,33%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	25,38%	27,37%	25,93%	25,86%	45,89%	33,59%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	12,12%	9,94%	14,26%	14,08%	-15,23%	-6,03%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	30,63%	31,23%	30,94%	27,74%	-9,71%	17,49%

*"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."*