

Compañía opera seis casinos en Chile y cuatro en Perú

Humphreys ratifica clasificación de Dream S.A. en "Categoría A"

Santiago, 11 de junio de 2015. **Humphreys** ratificó la clasificación de las líneas de bonos inscritas por **Dream S.A. (Dreams)** en "Categoría A", manteniendo su tendencia en "Observación".

Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos en "Categoría A", está la elevada capacidad de generación de caja neta que tiene la empresa por unidad de venta (incluso considerando la baja del año 2013) y su sólida posición deudora, reflejada en una deuda reducida en términos relativos y con una adecuada estructuración en términos de vencimiento.

Dado el carácter inmobiliario que tiene la inversión en casinos, el modelo de negocios contempla altos niveles de inversión al inicio con elevados márgenes en la etapa de operación; es así como a diciembre de 2014 la firma contaba con un indicador de margen EBITDA cercano al 35%, lo que, a pesar de representar una caída respecto de los niveles cercanos a 40% registrados en los dos períodos anteriores, denota la alta capacidad de generación de caja por parte de la compañía.

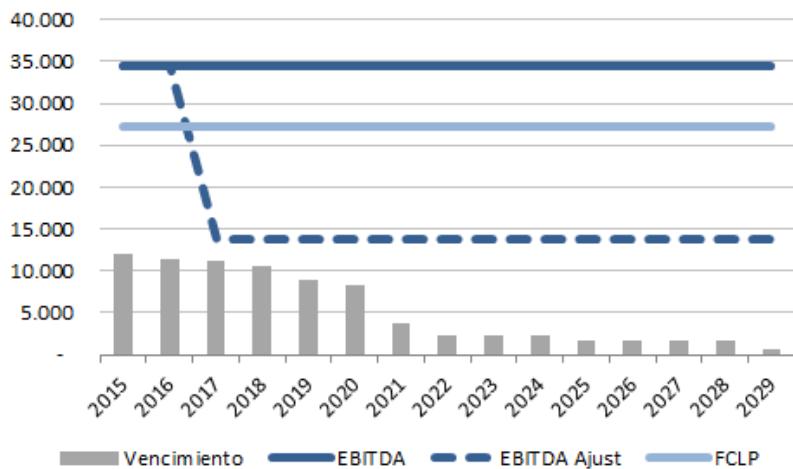
El adecuado nivel de endeudamiento de la empresa queda de manifiesto al contrastar el pasivo financiero de **Dreams** con su capacidad de generación de caja de largo plazo, según metodología de **Humphreys**, arrojando una relación de Deuda Financiera / Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP¹) de 2,9 veces a diciembre de 2014 (la relación deuda financiera sobre EBITDA fue 2,3). Junto a ello, se debe considerar el perfil de pago de los pasivos, cuyo máximo valor se registra en 2015, y resulta inferior a \$ 12.000 millones (44% del flujo de caja de largo plazo determinado por la clasificadora y aproximadamente un 36% del EBITDA de diciembre de 2014); situación que atenúa el riesgo por la eventual disminución de los flujos producto de la pérdida de alguna concesión municipal en el año 2018.

La Ilustración 1 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) registrados durante 2014. Se observa que, dada la capacidad de generación de flujos, representado por el EBITDA, existiría un nivel de holgura, el cual, no obstante, sería menos significativo si se compara con el indicador de FCLP estimado por **Humphreys**, o el Flujo de Efectivo de la Operación registrado en 2014.

En caso de estresar los flujos para reflejar la posible pérdida de las concesiones municipales en 2017, la Ilustración 1 muestra, además, que los niveles de EBITDA serían capaces de cubrir los vencimientos de la deuda.

¹ 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.

Ilustración 1
Calendario de Vencimientos



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.

La clasificación de riesgo se ve restringida por el hecho que la implementación de la ley que restringe el consumo de tabaco tuvo como efecto una caída relevante de los ingresos de la compañía. Esto significó que la administración ha debido implementar diversas acciones destinadas a mitigar esta situación, además de que se han realizado nuevas inversiones destinadas a armonizar las conductas y costumbres del público consumidor de tabacos. Con todo, aún las visitas resultan inferiores a las registradas con anterioridad a la implementación de la ley, por lo cual **Humphreys** continuará monitoreando el efecto de esta normativa en los flujos de la compañía.

Asimismo, otro elemento que limita la clasificación de la empresa es la constatación que la compañía opera dos de sus seis casinos bajo la modalidad de licencias municipales, siendo el casino de Iquique (con licencia municipal) uno de los que aporta una mayor proporción de los ingresos consolidados de la firma, y el que entrega un mayor porcentaje del EBITDA de la compañía. Estas licencias expiran en el 2017, año en que se realizaría un nuevo proceso de licitación, por lo cual, para mantenerlas, **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 adjudicar alguna de ellas. Adicionalmente, existe cierto grado de incertidumbre del rumbo que tomarán están nuevas licitaciones (riesgo regulatorio), dado que eventualmente se podrían llegar a soluciones distintas a las que actualmente establece la legislación (básicamente por cuanto algunos municipios podrían verse severamente perjudicados en sus ingresos).

La tendencia asignada corresponde a “*En Observación*” debido al anuncio de la fusión de sus operaciones en Latinoamérica con la operadora Sun International, que se traducirá, al momento de perfeccionarse la operación, en la propiedad, por parte de **Dreams**, del 50% de la empresa resultante, que posteriormente se reduciría a 45%, mediante aumentos de capital y suscripción

de acciones por parte de Sun. La empresa resultante sería administrada por el actual equipo ejecutivo de **Dreams**. Dado el anuncio, **Humphreys** deberá verificar en la práctica los efectos que tendrá la fusión en los fundamentos tanto financieros como operativos de la sociedad y, en base a ello, se procedería a revisar la clasificación de riesgo.

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 seis unidades de negocio en el país en las ciudades de Iquique, Temuco, Valdivia, Puerto Varas, Coyhaique y Punta Arenas, y cuatro en Lima, Perú.

A diciembre de 2014 la compañía presentó ingresos por más de US\$159 millones, con un nivel de EBITDA de US\$ 56 millones, mientras que a marzo de 2015 el ingreso alcanzó los US\$ 42 millones y el EBITDA ascendió a \$ 15 millones. Al 31 de marzo de 2015 poseía un nivel de activos de US\$ 373 millones, con un total de deuda financiera de US\$ 123 millones.

La generación de EBITDA se divide en un 84% aportado por el negocio del juego, 9% aportado por el negocio hotelero y un 7% por el negocio de alimentos y bebidas.

Para mayores antecedentes, ver el respectivo informe de clasificación en www.humphreys.cl.

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200- Fax (56) 22433 5201

ratings@humphreys.cl

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".