

## Producto del anuncio de la fusión con Sun International Limited

### ***Humphreys cambia a "En Observación" la tendencia de clasificación de los bonos de Dreams***

Santiago, 17 febrero de 2015. **Humphreys** ratificó la clasificación de las líneas de bonos inscritas por **Dream S.A. (Dreams)** en "Categoría A" y modificó la tendencia desde "Estable" a "En Observación".

El cambio de tendencia en la clasificación de bonos emitidos por **Dreams** responde al anuncio de la empresa, realizado a través de un hecho esencial con fecha 13 de febrero de 2015. En él se anuncia que la firma ha suscrito un memorándum de entendimiento con la compañía Sudafricana Sun International Limited (Sun). El documento desarrolla los términos para que Sun Latam (operación sudamericana de Sun) –que incluye el casino Monticello en Chile, el Casino Ocean Sun en Panamá y un proyecto en desarrollo en Colombia– se fusione por incorporación con **Dreams**, lo que inmediatamente provocaría que los actuales accionistas de **Dreams** queden con el 50% de la propiedad de la entidad combinada y Sun International con lo restante. Posteriormente Sun International aumentaría su participación hasta un 55% mediante la adquisición secundaria de acciones y la suscripción de acciones de primera emisión en el marco de un aumento de capital para tal efecto. 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, revisaría la clasificación de riesgo.

Es importante señalar que la empresa resultante representaría cerca del 46% de los ingresos brutos de los juegos de casinos regidos bajo la ley 19.995 (de acuerdo a los resultados acumulados a diciembre de 2014). Esto le daría al grupo el liderato indiscutido de la participación de mercado en la industria de casinos en Chile. También se reconoce que la nueva sociedad tendría una mayor diversificación de sus ingresos en comparación con la situación actual de **Dreams**, producto de incorporar nuevas unidades operativas, teniendo en consideración que la más importante (Casino Monticello) además está regida por la ley de casinos, elemento que aporta a que la empresa resultante tenga una menor dependencia a los ingresos producidos por los casinos municipales. Sin perjuicio de lo anterior, cabe señalar que la experiencia ha mostrado que las fusiones tienden a ser dificultosas, situación que le agrega un grado de incertidumbre al proceso y su posterior funcionamiento. De acuerdo a lo informado en el hecho esencial, al 31 de diciembre de 2014, en base a los resultados no auditados, **Dreams** y las operaciones latinoamericanas de Sun tenían un volumen de negocios combinado de aproximadamente US\$ 400 millones y un EBITDA de cerca de US\$ 100 millones. La nueva compañía tendría 6.642 máquinas de azar y 295 mesas de juego distribuidas en doce licencias de juego en cuatro países.

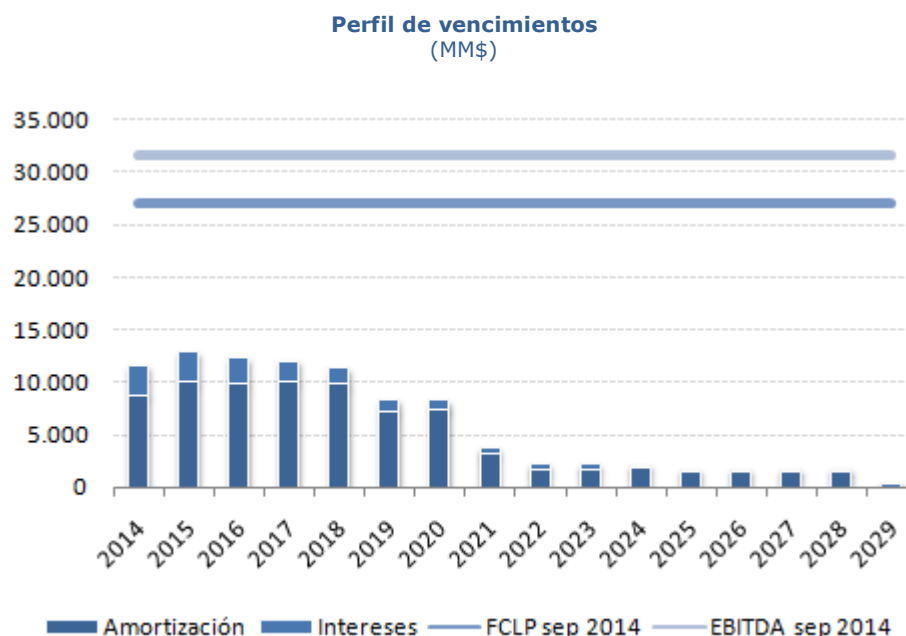
Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos en "Categoría A", está la elevada capacidad de generación de caja neta que tiene la empresa por unidad de venta (incluso considerando la baja del año 2013) y su sólida posición deudora, reflejada en una deuda reducida 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 septiembre de 2014 la firma contaba con un indicador de margen EBITDA cercano al 35%. Esto, a pesar de representar una caída respecto de los niveles cercano al 40% que se produjeron antes de la vigencia de la ley de tabacos, denota la alta capacidad de generación de caja por

parte de la compañía. De este modo, los “flujos de efectivo netos procedentes de actividades de operación” representaron el 30% de los ingresos a septiembre de 2014.

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 (FCLP<sup>1</sup>) de 3,0 veces a septiembre de 2014 (la relación deuda financiera sobre EBITDA fue 2,5). Junto a ello, se debe considerar el perfil de pago de los pasivos, que a partir de 2015 no presenta desembolsos superiores a \$ 13.000 millones (48% del flujo de caja de largo plazo determinado por la clasificadora y aproximadamente un 41% del EBITDA a septiembre de 2014); situación que atenúa el riesgo por la eventual disminución de los flujos producto de pérdida de alguna concesión municipal en el año 2015<sup>2</sup>, aunque se estima altamente probable la ampliación del plazo de concesión de estos casinos, por lo menos hasta 2017, y con ello se espera que los flujos provenientes de los casinos de juego de Iquique y Puerto Varas continúen aportando a la generación de flujos consolidados del emisor.

Si se consideran supuestos conservadores, aun en un escenario de reducción del FCLP a partir de 2015, asociado a la pérdida de las concesiones municipales, se registrarían holguras suficientes para el pago de los vencimientos de la deuda de la emisora.



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.

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> Por fines conservadores, se asumió en el análisis la extinción de las concesiones en diciembre de 2015, pero ha sido de conocimiento público el proyecto de ley que prorrogaría la concesión de los actuales casinos municipales.

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 con 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 compañía opera dos de sus seis casinos en Chile bajo la modalidad de licencias municipales, siendo el casino de Iquique (con licencia municipal) el que aporta una mayor proporción de los ingresos consolidados de la firma. Estas licencias expiran en el año 2015. Sin embargo, este riesgo se ve acotado, en el corto plazo, por el proyecto de ley que envió el ejecutivo en enero y que establece la prórroga de las concesiones de los casinos municipales hasta diciembre de 2017. Si perjuicio de lo anterior, existe cierto grado de incertidumbre del rumbo que tomarán las nuevas licitaciones (riesgo regulatorio), dado que eventualmente se podrían llegar a soluciones distintas a las que actualmente establece la legislación.

**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 tres en Lima, Perú.

A septiembre de 2014 la compañía presentó ingresos por \$ 71.234 millones, con un nivel de EBITDA de \$ 24.853 millones. Al 31 de septiembre de 2014 poseía activos por \$ 230.561 millones, con un total de deuda financiera de \$ 79.956 millones. La generación de EBITDA se divide en un 87% aportado por el negocio del juego, 8% por el negocio hotelero y un 5% por el negocio de alimentos y bebidas.

Contacto en **Humphreys**:

Elisa Villalobos H.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: [elisa.villalobos@humphreys.cl](mailto:elisa.villalobos@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

E-mail: [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl) con el asunto "eliminar de la lista".