



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. (56-2) 433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

**Dream S.A.**

Mayo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	<b>A</b> <b>Estable</b>
EEFF base	Marzo 2013

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 10 años Línea de bonos a 30 años	Nº 736 de 21.11.12 Nº 737 de 21.11.12

EERR Consolidado IFRS				
M\$	Mar-2013 <sup>1</sup>	Dic-2012	Dic-2011	Dic-2010
Ingresos de actividades ordinarias	23.870.920	93.235.337	80.402.471	62.162.898
Costo de ventas	-14.324.554	-56.033.593	-50.918.454	-38.630.231
Gastos de Administración	-4.093.760	-14.763.761	-12.419.356	-12.688.711
Costos financieros	-1.237.437	-4.717.258	-4.402.165	-2.348.124
Ganancia	3.151.853	14.921.061	7.227.776	9.031.009

Balance General Consolidado IFRS				
M\$	Mar-2013	Dic-2012	Dic-2011	Dic-2010
Activos Corrientes	25.764.713	37.592.740	18.274.681	12.217.669
Activos No Corrientes	201.344.748	193.505.909	199.392.315	200.758.040
Total Activos	227.109.461	231.098.649	217.666.996	212.975.709
Pasivos Corrientes	32.586.404	34.728.437	29.871.029	41.148.857
Pasivos No Corrientes	62.906.700	67.813.176	81.360.097	84.070.519
Patrimonio	131.616.357	128.557.036	106.435.870	87.756.333

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2012. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2013 recientemente publicados, 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.

Estado de Resultados Consolidado PCGA		
M\$	Dic -2008	Dic-2009
Ingresos de explotación	34.440.708	54.611.443
Costos de explotación	-21.989.599	-27.954.400
Gastos de administración y ventas	-9.331.288	-12.508.276
Resultado operacional	3.119.821	14.148.767
Resultado fuera de explotación	-3.311.698	-3.342.356
Gastos financieros	-2.814.672	-2.418.820
Utilidad neta	36.571	8.642.841

Balance General Consolidado PCGA		
M\$	Dic -2008	Dic-2009
Activos circulante	9.224.588	10.062.960
Activos fijo	120.583.546	145.501.988
Otros activos	38.554.583	34.494.846
Total activos	168.362.717	190.059.794
Pasivos circulantes	23.190.686	39.850.103
Pasivos a largo plazo	78.343.443	74.738.845
Patrimonio	66.788.267	75.431.108
Total pasivos	168.362.717	190.059.794

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

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

A diciembre de 2012 la compañía presentó ingresos por \$ 93.235 millones, con un nivel de EBITDA de \$ 37.128 millones. A diciembre poseía un nivel de activos de \$ 231.098 millones con un total de deuda financiera de \$ 81.328 millones. La generación de EBITDA se divide en un 88% aportado por el negocio del juego, 6% aportado por el negocio hotelero y un 6% por el negocio de alimentos y bebidas.

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 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 de 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 2012 la firma contaba con un indicador de margen EBITDA cercano al 40%, presentando un porcentaje similar como promedio en los últimos dos cierres anuales (por su parte, los “flujos de efectivo netos procedentes de actividades de operación” representaron el 33% de los ingresos diciembre de 2012).

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<sup>2</sup> de **Humphreys**, arrojando una relación de 3,5 veces a diciembre de 2012 (la relación deuda financiera sobre EBITDA fue 2,2). Junto a ello, se debe considerar el perfil de pago de los pasivos, que a partir de 2014 no presenta desembolsos superiores a \$ 20.000 millones (85% del flujo de caja de largo plazo determinado por la clasificadora y 54% del EBITDA de diciembre de 2012); situación que atenúa el riesgo por la eventual disminución de los flujos producto de pérdida de alguna concesión municipal en el año 2015. De acuerdo a la información entregada por el agente colocador y la empresa, una eventual colocación de bonos mantendría un perfil acorde con el riesgo de pérdida de concesión durante el año 2015.

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

---

<sup>2</sup> Utilizando los estados financieros de diciembre de 2010, diciembre de 2011 y diciembre de 2012.

para una toma de decisión informada y para el control y gestión de los riesgos; no obstante, sólo la aplicación en el tiempo permitirá que pueda ser e catalogada como una herramienta arraigada en la cultura de la sociedad.

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. En efecto, en los últimos años se puede observar que las visitas a los casinos han mostrado una elevada tasa de crecimiento; según datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, de 35% y 8% en los años 2011 y 2012, respectivamente. En paralelo, se ha incrementado el gasto promedio por visita, pasando de \$ 31.099 en diciembre de 2009 a \$ 44.196 en diciembre de 2012.

La clasificación de riesgo se ve restringida por el hecho que la empresa posee dos de sus seis casinos bajo 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, en donde 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. Sumado a lo anterior, existe cierto grado de incertidumbre del rumbo que tomaran 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 clasificación incorpora el hecho, según lo expresado inicialmente por la empresa, que en una eventual colocación de los bonos, el 80% de los recursos iría a refinanciamiento de pasivos y el 20% implicarían incremento neto de deuda. Dado lo anterior, la Clasificadora tomó en consideración dicho antecedente en la asignación de la categoría de riesgo; no obstante, que las evaluaciones internas incluyeron escenarios que implicaban distintas distribuciones en el uso de los fondos, situación que deberá ser revisada al momento que se materialice la operación. Asimismo, el análisis efectuado supone que los actuales acreedores que se mantengan como tales, después de colocados los bonos, no quedarán en una posición particularmente ventajosa respecto a los bonistas, ya sea por radicarse las deudas en las entidades que generan los flujos, disponer de garantías reales significativas u otro motivos que menoscabe el pago de los instrumentos de deuda.

A diciembre de 2012 la compañía presenta un indicador de deuda financiera a EBITDA de 2,2 veces y a flujo de caja de largo plazo de 3,5 veces. Si se emitiera el monto total de la línea (UF 5.000.000), quedando ese monto como deuda financiera, el primer ratio sería cercano a las 3,1 veces, reduciéndose a futuro en función de la rentabilidad de las nuevas inversiones asociadas al incremento de los pasivos.

El *rating* asignado recoge también la reducida historia del grupo, es así como la compañía se forma el año 2008, producto de la unión de Inversiones Pacífico Sur Ltda. (Grupo Fischer) y Entretenimientos del Sur Ltda (Citigroup); no obstante, se reconoce la mayor experiencia del grupo Fischer en el manejo de casinos.

Por otra parte tampoco es ajeno a la clasificación la mayor concentración relativa que presenta la compañía en términos de su generación de EBITDA, es así como en términos de generación de caja el indicador de *herfindahl* (usado comúnmente para medir concentraciones), arroja un *ratio* mayor a otras empresas de la industria.

Para la mantención de la clasificación se hace necesario que la colocación de los títulos de deuda se circunscriba a los supuestos utilizados en la evaluación; principalmente en lo relativo a perfil de las amortizaciones, uso de los fondos e igualdad de tratamiento a los bonistas con respecto a otros acreedores. También la clasificación de riesgo seguirá de cerca el impacto de la Ley de Tabaco en la visitas a los casinos y, por ende, en los ingresos de la compañía.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Elevada generación de EBITDA en relación a su ingreso, con un indicador cercano al 40%
- Bajo endeudamiento relativo que se manifiesta en un indicador de deuda financiera EBITDA de 2,2 veces a diciembre de 2012

#### Fortalezas complementarias

- Potencial del negocio de juegos de azar dentro del país

#### Fortalezas de apoyo

- Sistema de *balanced scorecard*, que mitiga riesgo operativo de la compañía

#### Riesgos considerados

- Potencial pérdida de licencias municipales (probabilidad no menor, pero considerada en la categoría de riesgo)
- Alta concentración de sus flujos en algunos de sus casinos (riesgo medio)
- Cambios en la regulación (impacto poco predecible)
- Menor experiencia relativa de sus controladores en el negocio del juego, en comparación con otros actores del mercado (riesgo de baja magnitud).

## 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.

## Hechos recientes

Los ingresos ordinarios a diciembre de 2012 alcanzaron los \$ 93.235 millones, lo cual implica un aumento de 15,4% en relación con lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Por su parte, los costos de venta alcanzaron los \$ 56.033 millones, con un crecimiento de 10,0% y representaron el 60,1% de los ingresos.

Los gastos de administración alcanzaron a diciembre de 2012 \$ 14.763 millones, lo que representa un incremento del 18,9% con respecto al mismo periodo del año anterior. Este nivel de gasto es equivalente al 15,8% de los ingresos que se compara negativamente en relación con 2011 en donde el *ratio* fue de 15,4%.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 14.921 millones, que se coteja positivamente con la ganancia de \$ 7.227 a diciembre de 2011. La diferencia se explica principalmente por una mayor ganancia bruta en el periodo.

En relación con su deuda financiera, **Dreams** mantenía a diciembre de 2012 obligaciones financieras por \$ 81.328 millones. Por su parte, el EBITDA móvil por la compañía a la misma fecha correspondía a \$ 37.128 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación con su EBITDA, es de 2,2 veces.

A mayo de 2012 comienza la operación del casino de Coyhaique, casino que cuenta con 10 mesas de juego, 150 maquinas de azar y un hotel con 40 habitaciones.

En diciembre de 2012 la la filial peruana Dreams Corporation S.A.C. adquirió las licencias y demás activos de las salas de juego "New York City" y "New York Casino", ambas operadas por casino New York, ubicadas en la Provincia y Departamento de Lima, República del Perú, cuyo precio de compra ascendió a US\$ 24 millones, aproximadamente.

## Oportunidades y fortalezas

**Baja deuda financiera relativa:** Según los últimos estados financieros y considerando la importancia de la inversión inmobiliaria, la compañía presenta bajos niveles relativos de endeudamiento. A diciembre de 2012 presentaba un *ratio* de pasivo exigible sobre patrimonio de 0,8 veces y un indicador de deuda financiera a EBITDA de 2,2 veces, ambos indicadores son menores comparativamente con otras compañías de la industria. La incorporación del casino de Coyhaique, así como el crecimiento natural del negocio, debiera repercutir favorablemente en el indicador; no obstante del posible descenso en los flujos el año 2016 por el eventual cierre de los casinos municipales.

**Alta generación de EBITDA:** **Dreams** posee una alta generación de EBITDA en relación a su negocio, es así como a diciembre de 2012 el margen EBITDA de la compañía ascendía a 39,7%, *ratio* más elevado que su principal competidor con información pública.

**Potencial de crecimiento del negocio del juego:** El negocio del juego posee un potencial de crecimiento elevando dentro del contexto nacional. De acuerdo con la última información recopilada el gasto per cápita promedio en Chile alcanza al 0,2% del PIB, llegando en países como España a un 1,15% del PIB. Dado lo anterior, aun existe un potencial de crecimiento importante para la industria de casinos, en donde **Dreams** podría verse beneficiado al rentabilizar más sus unidades de negocio, lo cual debería verse reflejado en mayores niveles absolutos de flujo de caja anual.

## Factores de riesgo

**Potencial pérdida de concesiones:** Dos de sus seis unidades de negocio poseen licencias municipales, las cuales expiran el año 2015. Considerando que las categorías de riesgos, entre otros aspectos, reflejan las holguras de los flujos antes del pago de los cupones de la deuda; se incluye como un elemento adverso el no poder estimar razonablemente los excedentes de caja a partir de 2016. De acuerdo a la última información recopilada estos casinos representan cerca del 43% del EBITDA

**Riesgo asociado a regiones particulares:** La compañía se encuentra sujeta a riesgos particulares de cada región en la que opera; básicamente producto de los riesgos sectoriales asociados a aquellos rubros de mayor importancia en cada zona. También presenta exposición a posibles siniestros en los casinos, dada la elevada importancia relativa de cada uno de ellos en



forma individual. Sin perjuicio de lo anterior, se reconoce la existencia de seguros que acotan el riesgo.

**Riesgo regulatorio:** Como toda entidad regulada, siempre está afecta a cambios en la normativa vigente. En el presente el término de los casinos municipales podría afectar negativamente los ingresos para algunas comunas dentro del país, las cuales ya han comenzado a ejercer mecanismos de presión para mantener, al menos en parte, los actuales privilegios. Esta situación podría llevar a modificaciones en la ley.

**Nueva Ley del Tabaco:** En marzo de 2013 comenzó a operar en Chile la nueva ley del tabaco, la cual prohíbe fumar en todo espacio cerrado de acceso público. A la fecha de clasificación no se tiene claridad respecto de cuánto podría afectar al negocio de casinos, sin embargo dada las experiencias internacionales, se podría esperar una caída de un 20% en los ingresos en el primer año, lo cual impactaría negativamente en la generación de caja y en la capacidad de pago de corto plazo de la compañía, evento a la fecha aún no se puede predecir con exactitud.

## Antecedentes generales

### Historia y Propiedad

**Dreams** se crea durante el año 2008 producto de la unión de Inversiones Pacifico Sur Ltda. (Grupo Fischer) y Entretenimientos del Sur Ltda (Citigroup); no obstante, se reconoce la mayor experiencia del grupo Fischer en el manejo de casinos quien desde el año 2000 participaba con el 50% de la propiedad del casino de Puerto Varas, participación que se incrementó al 100% en 2010 (en el período 2000-2009 el casino fue operado por copropietario Enjoy S.A.)

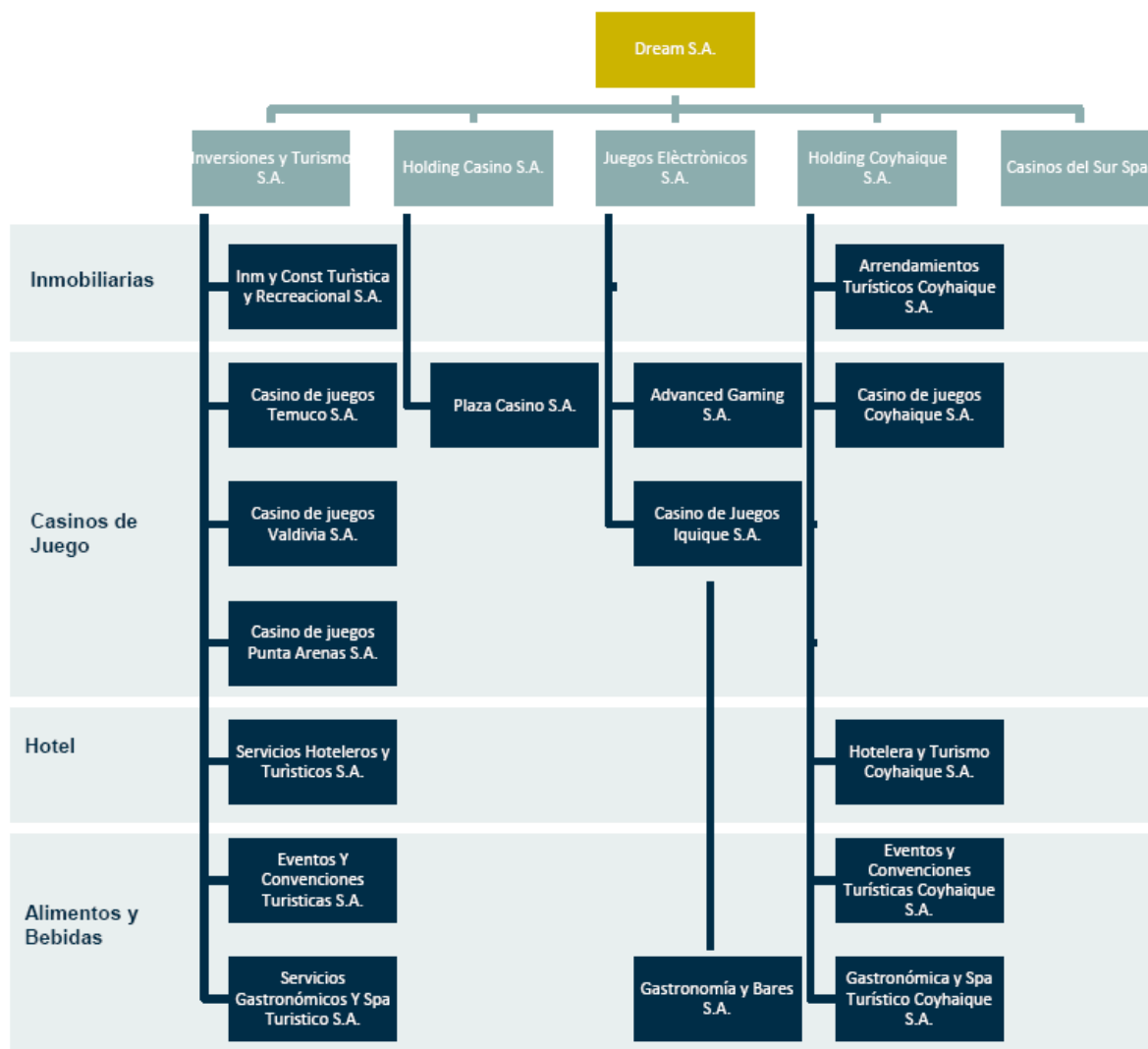
Durante el año 2008 producto de la unión de los actuales accionistas de **Dreams**, el grupo pasa a tener operaciones en dos casinos, Puerto Varas e Iquique. Posteriormente, en el año 2009, se inician las operaciones de los casinos de Temuco, Valdivia y Punta Arenas, en enero, febrero y marzo de ese año, respectivamente.

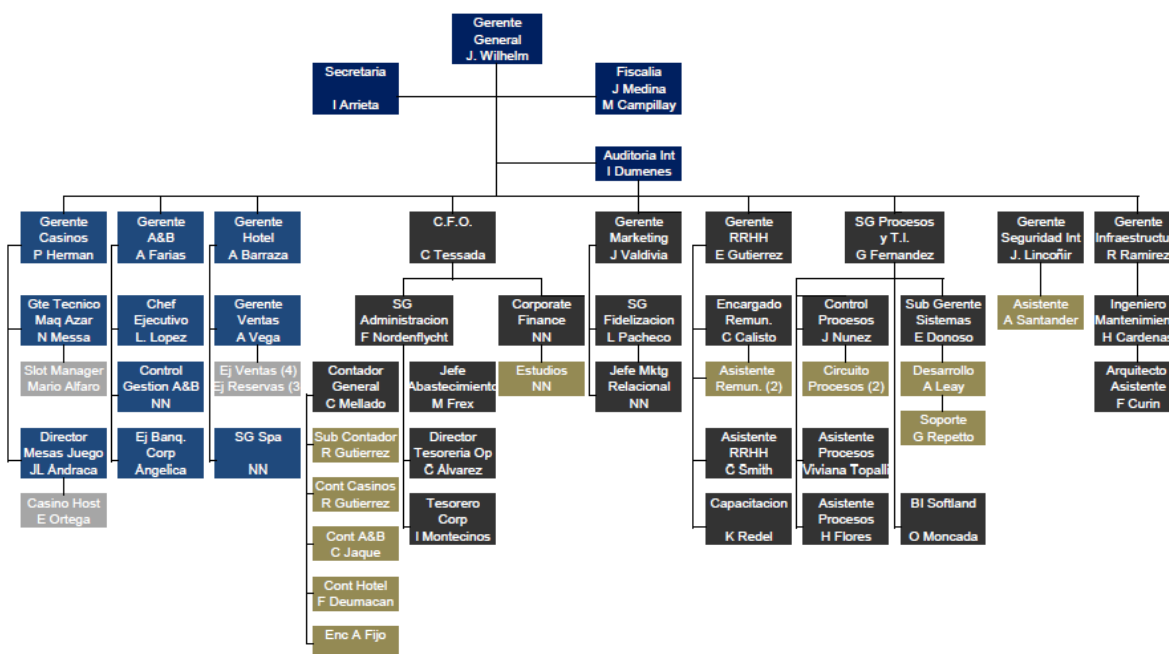
### Propiedad y Administración

Al 31 de diciembre de 2012 la propiedad de **Dreams** era compartida por Inversiones Pacifico Sur Ltda. y Entretenimientos del Sur Ltda., con participaciones accionarias de 51% y 49%, respectivamente. Componía de la siguiente manera.

Inversiones Pacífico Sur Ltda. es propiedad en partes iguales de los señores Claudio Fischer Llop y Humberto Fischer Llop. Entretenimientos del Sur Ltda. es propiedad del fondo CVCIGP II South Entertainment, parte del Citigroup.

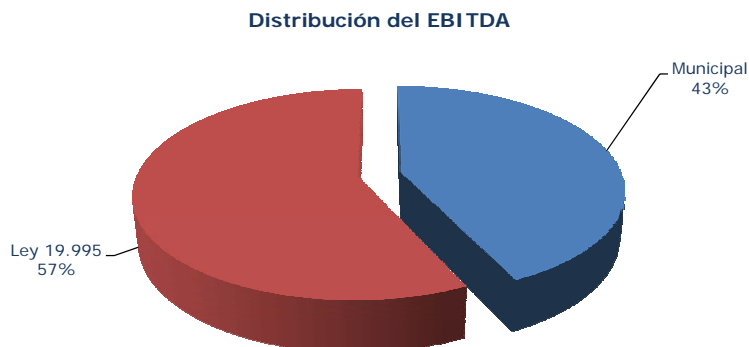
Por su parte la estructura societaria del grupo y el organigrama son los que presentan a continuación:





## Líneas de negocio

La compañía posee seis propiedades, en las cuales posee negocios de casinos, 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 del EBITDA en relación la generación por los casinos pertenecientes a las Ley 19.995 y los casinos municipales se presenta en el gráfico siguiente:



A continuación se presenta un cuadro resumen con los servicios ofrecidos por la compañía en sus seis propiedades.

Tipo	
Mesas de juego	153
Maquinas de azar	2.647
Habitaciones de hotel	378
Capacidad en centros de convenciones (personas)	4.900
Restaurantes	12
Bar / Clubs	10
Fitness Center & Piscina (metros cuadrados)	6.800

## Industria

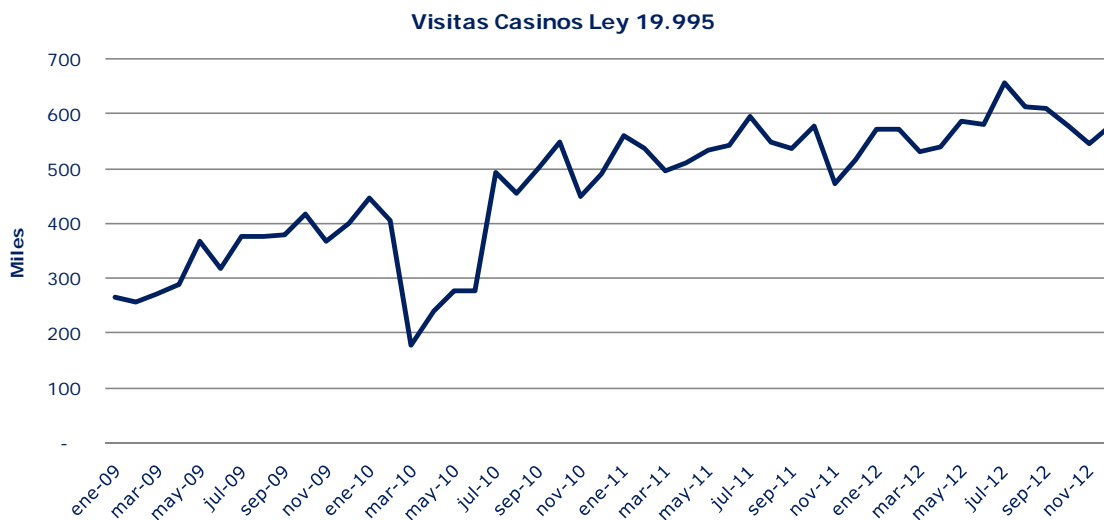
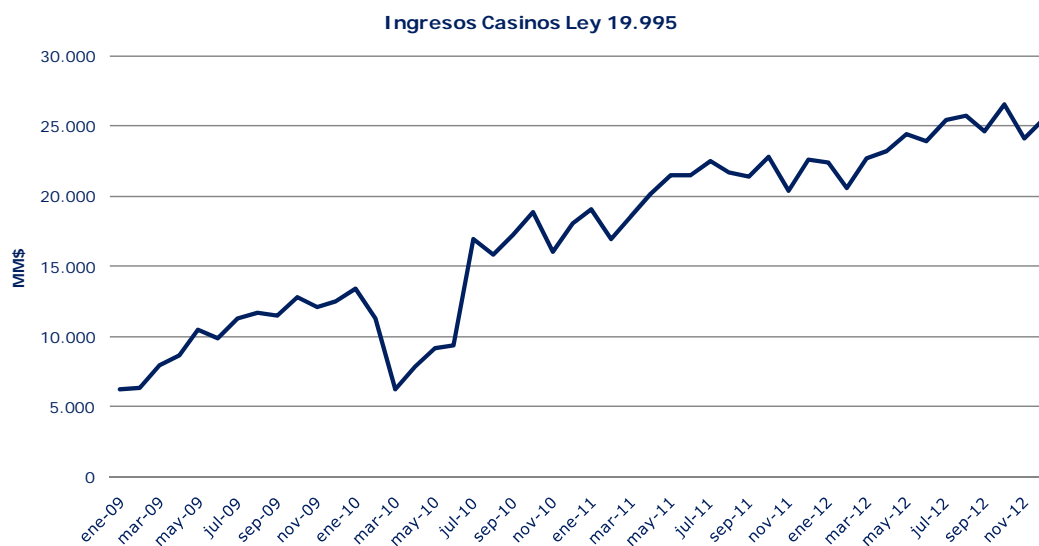
Como resultado de la promulgación de la Ley N° 19.995 de 2005, la industria de casinos en Chile experimentó un significativo crecimiento, lo que hasta la fecha se ha traducido en niveles de inversión superior a los US\$ 1.000 millones. En paralelo a las siete concesiones municipales de casinos se agregan 18 establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

En el cuadro siguiente se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

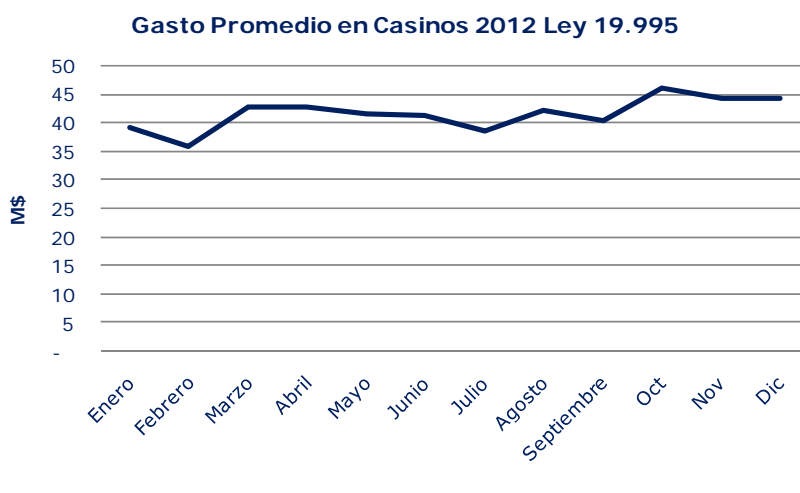
Municipales		Ley 19.995			
Arica	Puerto Varas	Antofagasta	Mostazal	Los Ángeles	Coyhaique
Iquique	Puerto Natales	Calama	Santa Cruz*	Temuco	Ovalle
Coquimbo		Copiapó	Talca	Valdivia	Castro
Viña del Mar		Rinconada	Chillán	Osorno	
Pucón*		San Antonio	Talcahuano	Punta Arenas	

La constitución de nuevos casinos –aumento de la oferta- ha incidido en un crecimiento en los gastos de la población en este tipo de consumo. Según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a diciembre de 2012, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a US\$ 595 millones aproximadamente.

También se puede observar un incremento de la concurrencia de consumidores, así, en 2009 se registraron 4.092.649 visitas, mientras que en 2012 éstas alcanzaron un total de 6.964.522. La tendencia creciente, tanto en el número de visitas como de ingresos brutos, se ve interrumpida el mes de marzo de 2010, situación que se explica por el cese temporal de operaciones de algunos casinos por efecto del terremoto del 27 de febrero de dicho año.



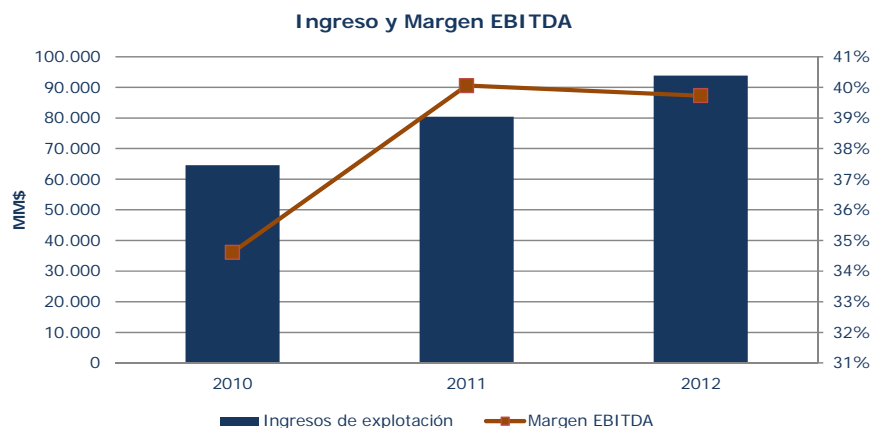
En cuanto al gasto promedio por visita, se observa una tendencia al alza durante 2012, pasando de un gasto cercano a \$ 39.000 en enero a casi \$ 44.000 en diciembre del mismo año (crecimiento de 13%).



## Análisis financiero

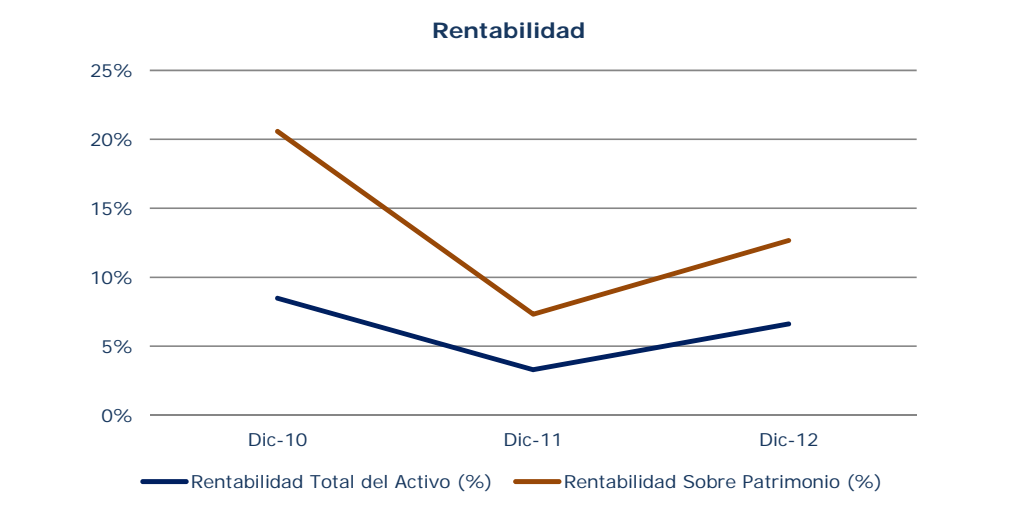
### Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de la compañía han presentado un crecimiento sostenido en los años de operación, producto de la maduración de las inversiones efectuadas por la empresa. Por su parte el margen EBITDA, producto por la misma maduración, también ha mostrado un alza sostenida, pasado de 34,61% en el año 2010 a 39,7% en a diciembre de 2012. El gráfico que sigue muestra la evolución de ambos ítems.



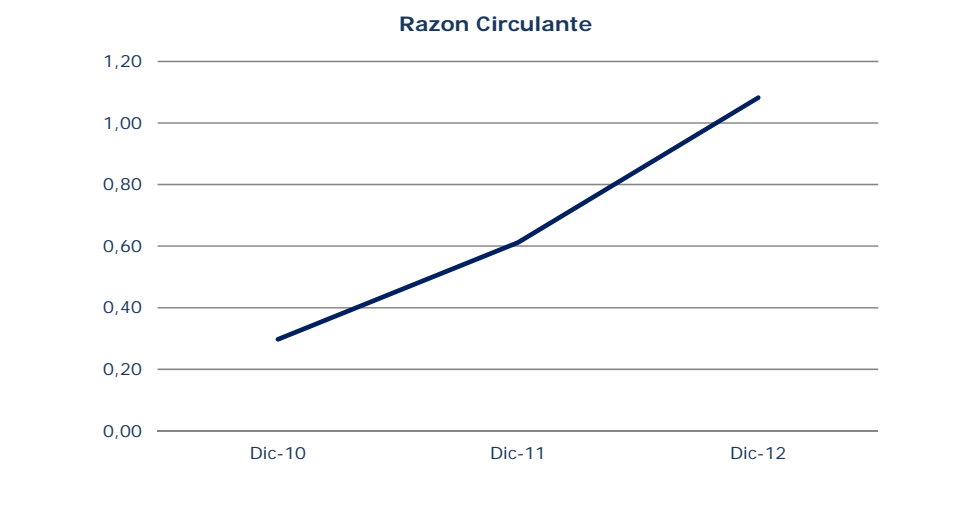
## Rentabilidad

Se puede observar que el año 2011 la rentabilidad muestra una disminución, este descenso se da por un menor resultado final de la compañía generado principalmente por un aumento del gasto financiero y mayores pérdidas por unidades de reajustes, sin embargo, esta caída es revertida en diciembre de 2012, producto de los buenos resultados brutos del periodo.



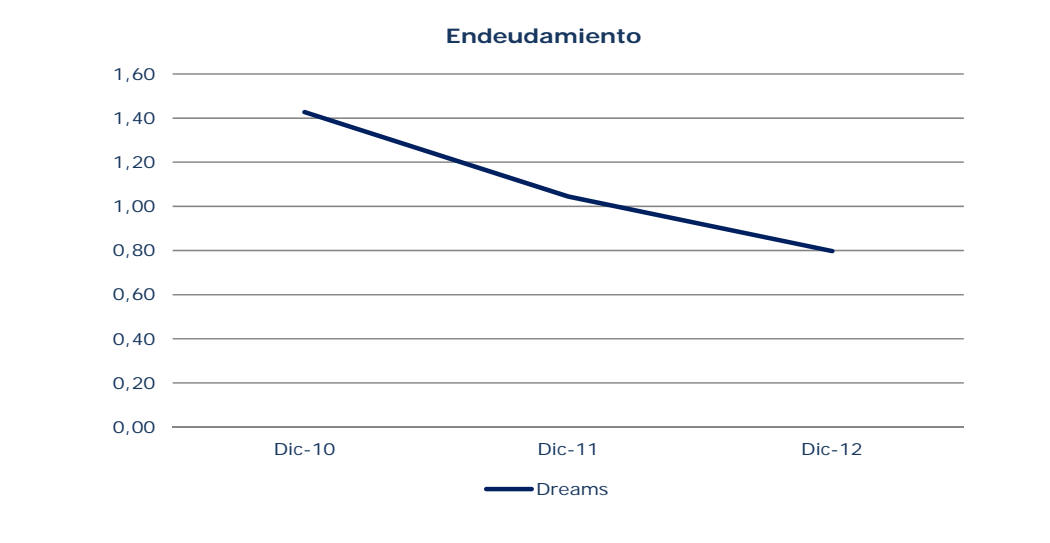
## Liquidez

La compañía presenta contablemente niveles de liquidez bajos; si embargo, debe tenerse en consideración que el modelo de negocio propio de la industria permite altos niveles de generación de caja en forma recurrente. Al cierre de 2012 aumenta el indicador, por las inversiones liquidas que se mantiene para la compra de los casinos en Perú.



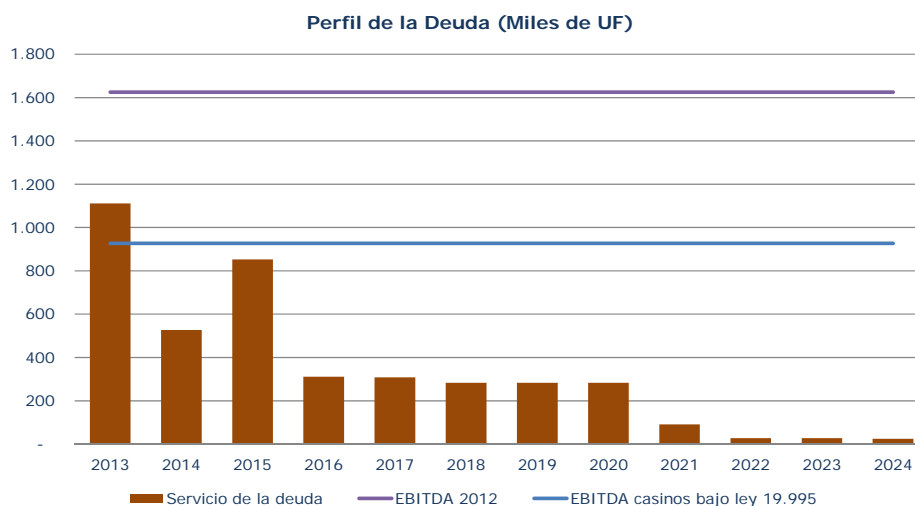
## Endeudamiento

En general, dado lo intensivo en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía es bajo, medido como pasivo exigible sobre patrimonio. A diciembre de 2012 presenta un *ratio* de 0,8 veces, siendo siempre menor a 1,6 desde el año 2009. El endeudamiento desde 2010 ha bajado producto de los resultados positivos que ha exhibido la empresa, los cual ha aumentado el patrimonio a través de utilidades retenidas; también hasta septiembre de 2012, en términos absolutos la deuda financiera mostraba una tendencia a la baja, descenso que se revierte a diciembre de 2012, producto de la necesidad de recursos para la compra de los casinos en Perú.





En el gráfico siguiente se refleja que el perfil de pago de la deuda del emisor se acomoda satisfactoriamente con su generación de flujos y, además, considera la probable disminución de ingresos por el término de las concesiones de los casinos municipales (2015). Asimismo, se aprecia un adecuado flujo de calce, incluso si se asume una caída en el rendimiento futuro de las inversiones.



*“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 Superintendencia de Valores y Seguros 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”.*