



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 2433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Dream S.A.

Mayo 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	31 de marzo de 2014 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 10 años Serie A Serie B Línea de bonos a 30 años Serie C	Nº 736 de 21.11.12 Primera Emisión Primera Emisión Nº 737 de 21.11.12 Primera Emisión

EERR Consolidado IFRS						
Miles de \$	2010	2011	2012	2013	Ene-Mar 2013	Ene-Mar 2014
Ingresos de actividades ordinarias	62.162.898	80.402.471	93.235.337	86.894.985	23.870.920	23.277.719
Costo de ventas	-38.630.231	-50.918.454	-56.033.593	-53.073.221	-14.324.554	-13.491.426
Gastos de Administración	-12.688.711	-12.419.356	-14.763.761	-18.799.003	-4.093.760	-5.286.464
Costos financieros	-2.348.124	-4.402.165	-4.717.258	-4.517.661	-1.237.437	-999.370
Ganancia	9.031.009	7.227.776	14.921.061	6.207.556	3.151.853	2.564.763
EBITDA	21.513.869	32.208.401	37.128.415	30.230.750	9.396.858	8.491.964

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2013. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2014 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.

Balance General Consolidado IFRS					
Miles de \$	2010	2011	2012	2013	Mar-14
Activos Corrientes	12.217.669	18.274.681	37.592.740	24.248.962	23.003.385
Activos No Corrientes	200.758.040	199.392.315	193.505.909	202.188.662	201.801.400
Total Activos	212.975.709	217.666.996	231.098.649	226.437.624	224.804.785
Pasivos Corrientes	41.148.857	29.871.029	34.728.437	36.601.766	23.917.690
Pasivos No Corrientes	84.070.519	81.360.097	67.813.176	55.766.254	64.181.126
Patrimonio	87.756.333	106.435.870	128.557.036	134.069.604	136.705.969
Pasivos y Patrimonio, Total	212.975.709	217.666.996	231.098.649	226.437.624	224.804.785
Deuda Financiera	76.053.152	80.942.817	81.328.948	74.717.505	72.260.645

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, y tres en Lima, Perú.

A diciembre de 2013 la compañía presentó ingresos por \$ 86.895 millones, con un nivel de EBITDA de \$ 30.231 millones. A diciembre poseía un nivel de activos de \$ 226.438 millones con un total de deuda financiera de \$ 74.718 millones. La generación de EBITDA se divide en un 75% aportado por el negocio del juego, 9% aportado por el negocio hotelero y un 16% 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 (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 2013 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. De este modo, los “flujos de efectivo netos procedentes de actividades de operación” representaron casi el 33% de los ingresos a diciembre de 2013.

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 (FCLP²) de 2,8 veces a diciembre de 2013 (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 \$ 12.000 millones (47% del flujo de caja de largo plazo determinado por la clasificadora y aproximadamente un 41% del EBITDA de diciembre de 2013); situación que atenúa el riesgo por la eventual disminución de los flujos producto de pérdida de alguna concesión municipal en 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 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 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 reciente implementación de la ley que restringe el consumo de tabaco tuvo como efecto una caída relevante de los ingresos de la compañía, lo cual ha significado que la administración ha debido implementar diversas acciones destinadas a mitigar esta situación, y se han realizado nuevas inversiones destinadas a armonizar las conductas y costumbres del público consumidor de tabacos. Con todo, aún los

² 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.

niveles de ingresos resultan inferiores a aquellos registrados con anterioridad a la implementación de la ley, por lo cual **Humphreys** monitoreará los niveles de flujos que registre la compañía en el futuro.

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) 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 tomarán estas 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).

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-Hirschman* (usado comúnmente para medir concentraciones), arroja un *ratio* mayor a otras empresas de la industria.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevada generación de EBITDA en relación a su ingreso, con un indicador cercano al 35%.
- Bajo endeudamiento relativo que se manifiesta en un indicador de deuda financiera EBITDA de 2,5 veces a diciembre de 2013.

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, de alto impacto en caso de materializarse).
- Alta concentración de sus flujos en algunos de sus casinos (riesgo medio).
- Cambios en la regulación (impacto poco predecible).
- Incapacidad de revertir caída de los ingresos asociada a entrada en vigencia de Ley del Tabaco (riesgo medio).

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 2013 alcanzaron los \$ 86.895 millones, lo cual implica una caída de 6,8% en relación con lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior, explicado por la implementación de la Ley del Tabaco. Por su parte, los costos de venta alcanzaron los \$ 53.073 millones, con una disminución de 5,3% y representaron el 61,1% de los ingresos.

Los gastos de administración alcanzaron a diciembre de 2013 \$ 18.799 millones, lo que representa un incremento del 27,3% con respecto al mismo periodo del año anterior, explicado por los costos asociados al inicio de operaciones de casinos en Perú (período que usualmente exhibe una mayor proporción de costos respecto al nivel de ingresos) y los mayores gastos comerciales para enfrentar la Ley de Tabaco. Este nivel de gasto es equivalente al 21,6% de los ingresos, lo que confirma la tendencia creciente en este indicador, el que se ha incrementado consistentemente respecto del nivel de 15,4% alcanzado en 2011, en tanto que en 2012 representó un 15,8% de los ingresos.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 6.208 millones, que representa una caída de más de 58% respecto del nivel alcanzado en 2012, explicado por los menores ingresos y mayores costos del período.

En relación con su deuda financiera, **Dreams** mantenía a diciembre de 2013 obligaciones financieras por \$ 74.718 millones. Por su parte, el EBITDA a la misma fecha correspondía a \$ 30.231 millones. De esta manera, la deuda financiera de la compañía, en relación con su EBITDA, es de 2,5 veces. La deuda financiera neta / EBITDA, por su parte, alcanza a 2,1 veces.

En enero de 2013 comienza la operación del casino "New York Casino", que cuenta con aproximadamente 500 máquinas y 20 mesas de juego, en tanto que, en septiembre de 2013, se concreta la adquisición de dos salas de juegos (Edén y Mirasol), que cuentan, en conjunto, con 360 máquinas. Estas operaciones se sitúan en Lima, Perú.

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 2013 presentaba un *ratio* de pasivo exigible sobre patrimonio de 0,7 veces y un indicador de deuda financiera a EBITDA de 2,5 veces, ambos indicadores son menores comparativamente con otras compañías de la industria. La incorporación de las salas de Lima ya señaladas, así como Mirasol y Cono Norte en la misma ciudad, en conjunto con la esperada recuperación de los flujos en Chile, 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 2013 el margen EBITDA de la compañía ascendía a 34,8%, *ratio* más elevado que su principal competidor con información pública. Este *ratio* es levemente superior al registrado en 2010, habiéndose incrementado a 40,1% en 2011, para, posteriormente reducirse a 39,8% en 2012.

Potencial de crecimiento del negocio del juego: El negocio del juego posee un potencial de crecimiento elevado 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 2,4%. Dado lo anterior, aún 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 en Chile 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 representaron, en promedio, cerca del 67% del EBITDA en 2012-2013.

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, como el reciente terremoto en Iquique, 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 este caso, 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. De acuerdo a lo señalado por la compañía, la caída de los ingresos durante 2013 (6,8%) se explica fundamentalmente por la entrada en vigencia de ese cuerpo legal, parcialmente compensado por las operaciones en Lima y la maduración del casino de Coyhaique.

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 (Fondo CVCi); 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. Durante 2012 se inaugura el casino de Coyhaique, en tanto que, como se dijo, durante 2013 se han incorporado tres operaciones de juego en Lima, esperándose la incorporación de dos salas adicionales en 2014.

Propiedad y administración

Al 31 de diciembre de 2013 la propiedad de **Dreams** era compartida por Inversiones Pacífico Sur Ltda. y Entretenimientos del Sur Ltda., con participaciones accionarias de 51% y 49%, respectivamente.

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

La estructura del grupo societaria se muestra en la Ilustración 1, en tanto que el organigrama matricial de la compañía se presenta en la Ilustración 2.

Ilustración 1
Estructura Societaria Dream

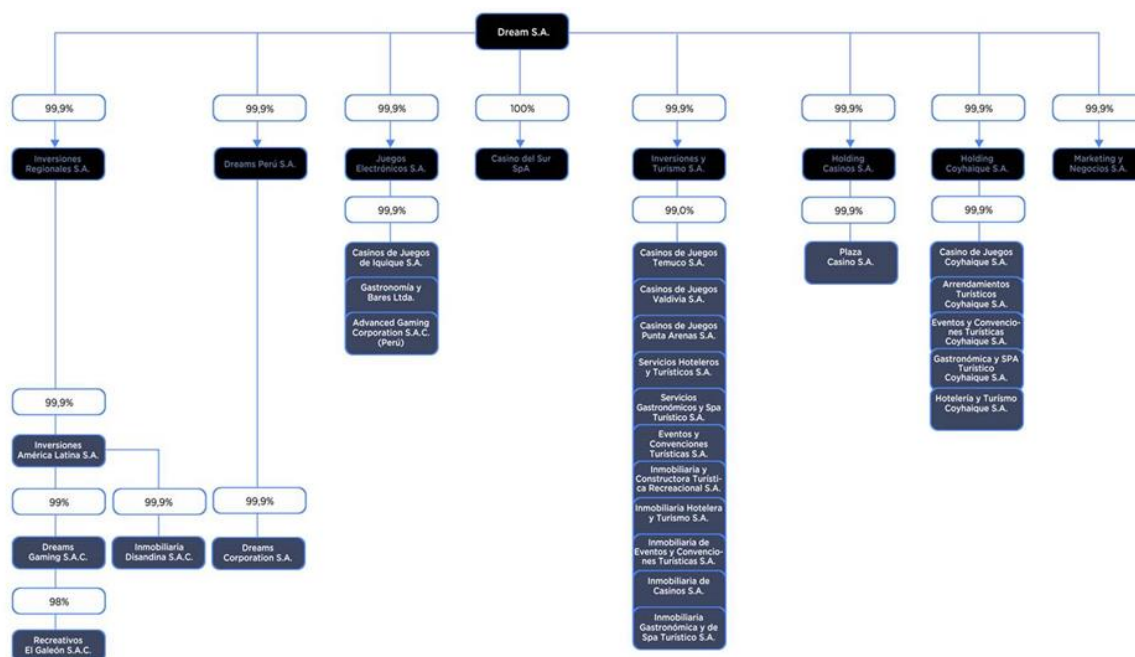


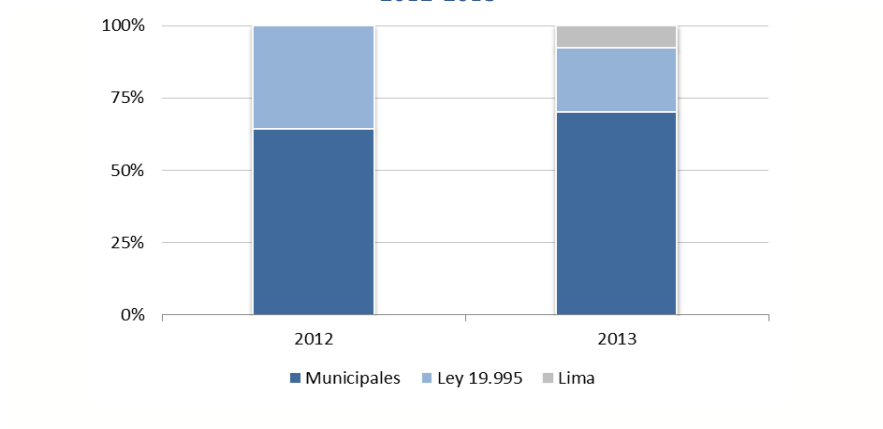
Ilustración 2
Organigrama Dream



Líneas de negocio

La compañía posee nueve propiedades, con negocios de casinos, alimentos y bebidas y hoteles³. 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 y casinos municipales, se muestra en la Ilustración 3:

Ilustración 3
Estructura EBITDA
2012-2013



³ Se excluye Iquique, que no opera hotel.

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

Tipo	
Mesas de juego	165
Máquinas de azar	3.448
Habitaciones de hotel	378
Capacidad en centros de convenciones (personas)	4.900
Restaurantes	8
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. De esta forma, en paralelo a las siete concesiones municipales de casinos existente inicialmente, se agregaron 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- impulsó el crecimiento en el gasto de la población para este tipo de consumo, lo cual, sin embargo, ha sido revertido por la entrada en vigencia de la Ley de Tabacos. De esta forma, según datos de la Superintendencia de

Casinos, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a US\$ 479 millones aproximadamente (ver Ilustración 4).

También se puede observar que, luego del máximo histórico de 6.964.522 alcanzado en 2012, durante 2013 se redujo el número de visitas, al totalizar 5.760.668, por efecto de los cambios legales señalados (ver Ilustración 5).

Ilustración 4
Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995
Millones de \$
Ene 2012- Dic 2013

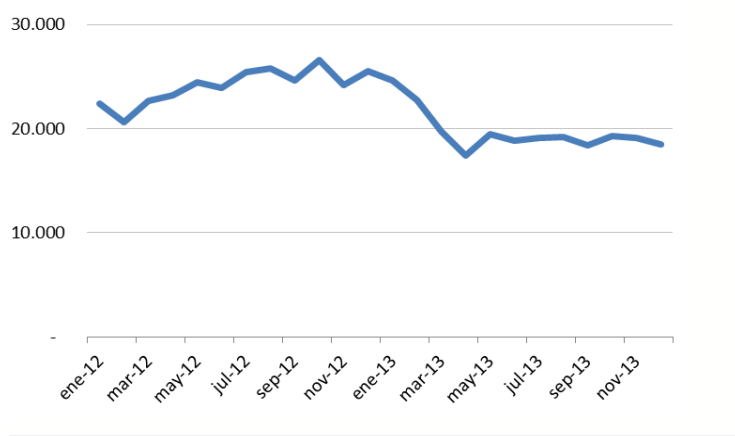
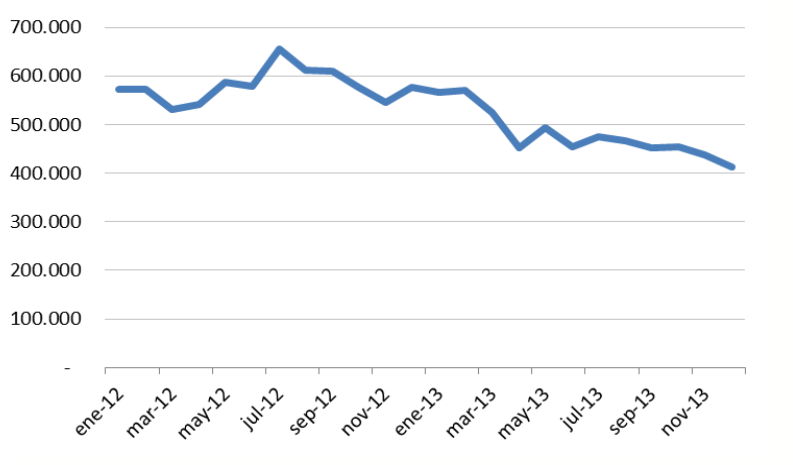
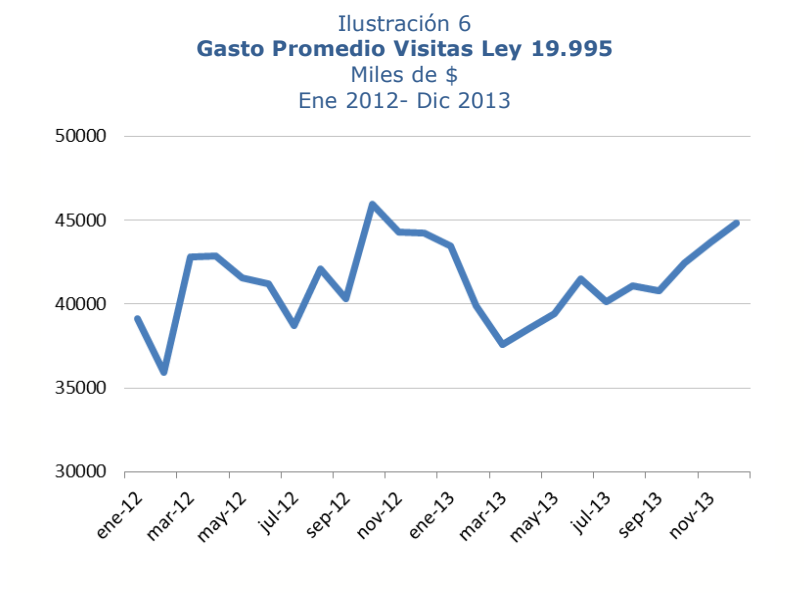


Ilustración 5
Visitas Casinos Ley 19.995
Ene 2012- Dic 2013



En cuanto al gasto promedio por visita, se observa que, luego de la caída evidenciada en marzo de 2013 (en parte por motivos estacionales), este indicador ha mostrado una tendencia creciente, como muestra la Ilustración 6, para situarse en valores similares a los registrados a fines de diciembre de 2012.

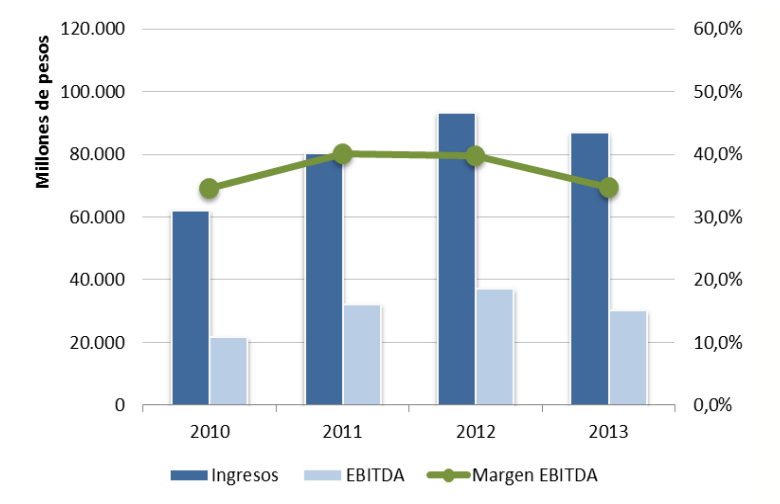


Análisis financiero

Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de la compañía han presentado un crecimiento sostenido en los años de operación, a excepción del año 2013, por los cambios legales registrados y ya comentados en este informe. Por su parte, y producto de los mismos, el margen EBITDA mostró una caída durante el más reciente ejercicio, reduciéndose desde 39,8% a 34,8%. La Ilustración 7 muestra la evolución de ambos ítems.

Ilustración 7
Ingresos, EBITDA y margen EBITDA
Millones de \$ y porcentaje



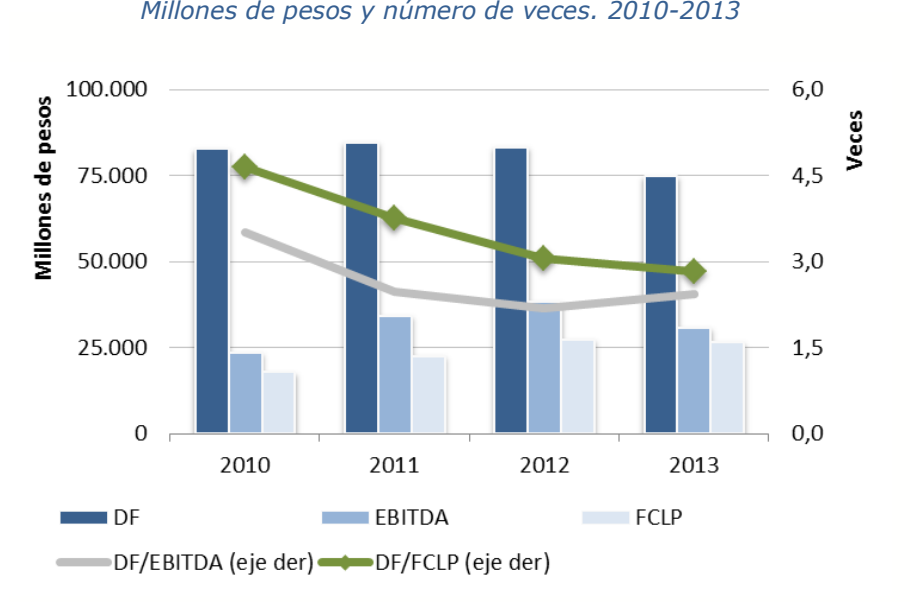
Evolución del endeudamiento y la liquidez

La reducción de la deuda financiera en el período 2010-2012, en conjunto con un incremento en la generación de flujos, tuvo como resultado una permanente caída de los indicadores de endeudamiento relativo, medido como la relación deuda financiera a EBITDA y deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)⁴, como se observa en la Ilustración 8. Durante 2013, sin embargo, la caída en el EBITDA significó que, a pesar de la reducción de la deuda financiera, el indicador DF/EBITDA mostrarse un leve incremento. Con todo, estos indicadores muestran bajos niveles, inferiores a 3, en la más reciente observación.⁵

⁴ 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. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

⁵ Por construcción, el Flujo de Caja de Largo Plazo excluye el efecto de la inflación. Por lo tanto, en este acápite, tanto la deuda financiera como el EBITDA y el FCLP se expresan en valores a diciembre de 2013.

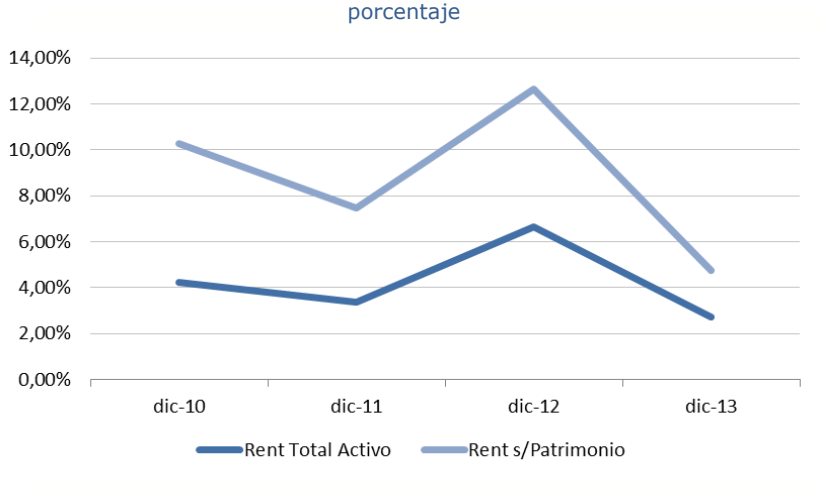
Ilustración 8
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
Millones de pesos y número de veces. 2010-2013



Rentabilidad

Se puede observar que el año 2013 exhibe una disminución de los indicadores de rentabilidad, debido, como se ha dicho, a la implementación de la Ley del Tabaco, por lo cual, tanto la rentabilidad de los activos como la del patrimonio se sitúa en su menor nivel en el período 2010-2013.

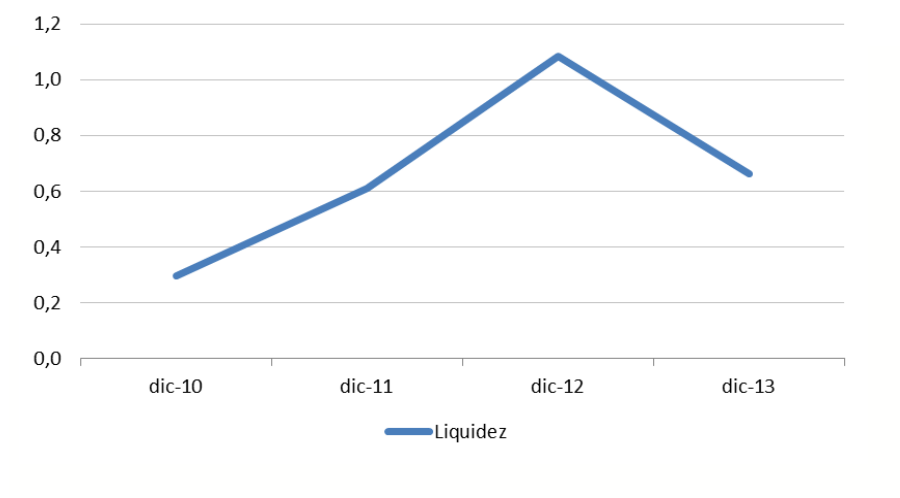
Ilustración 9
Rentabilidad Total del Activo y Rentabilidad sobre Patrimonio
porcentaje



Liquidez

Al cierre de 2013 la liquidez de la compañía presentó una reducción respecto sus valores de 2012, la cual, no obstante, estaba influida por la mantención de inversiones líquidas para la adquisición de casinos en Perú. Con todo, se debe reconocer que los bajos niveles contables de liquidez que muestra esta compañía son compatibles con el modelo de negocio propio de la industria, el cual genera altos niveles de caja en forma recurrente.

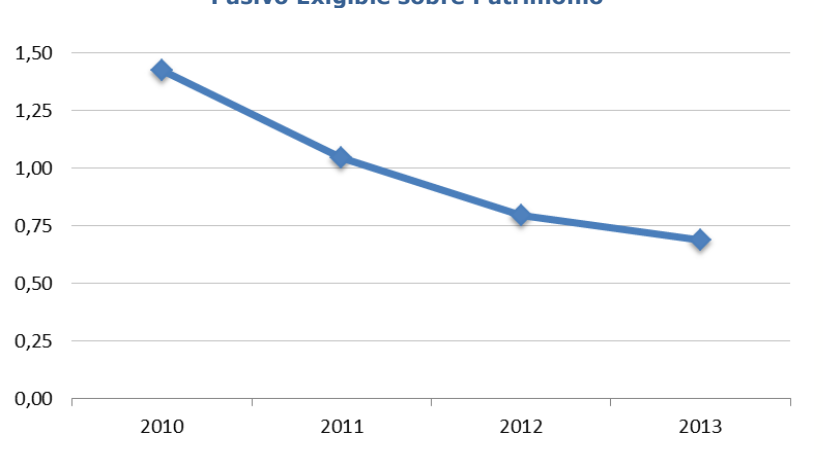
Ilustración 10
Rentabilidad Total del Activo y Rentabilidad sobre Patrimonio
porcentaje



Endeudamiento

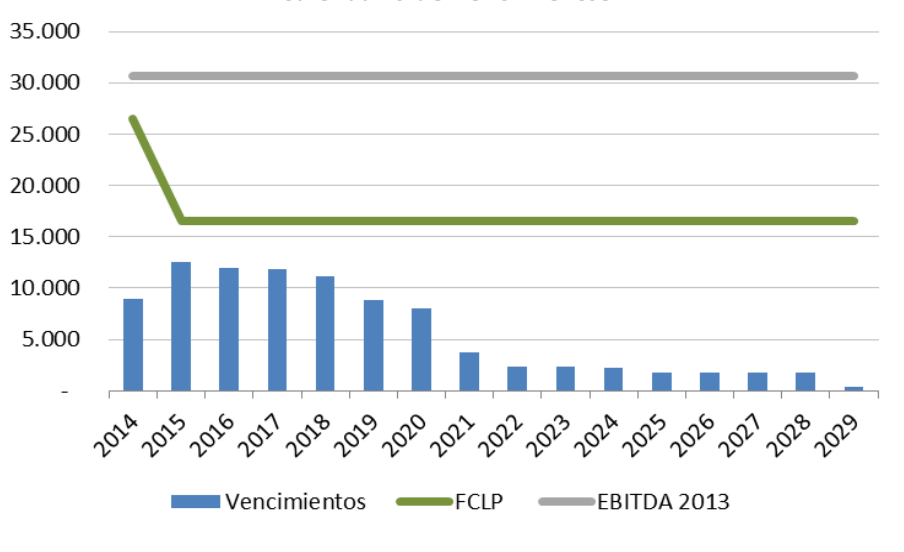
En general, dado lo intensivo en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía es bajo, medido como pasivo exigible sobre patrimonio. A diciembre de 2013 presenta un *ratio* de 0,69 veces. El endeudamiento relativo se ha reducido desde 2010 producto, por una parte, de los resultados positivos que ha exhibido la empresa, los cuales ha aumentado el patrimonio a través de utilidades retenidas, y, por otra parte, por una reducción absoluta del nivel de deuda financiera, descenso que se revierte transitoriamente en diciembre de 2012 (respecto de septiembre de 2012), producto de la necesidad de recursos para la compra de los casinos en Perú, pero que, posteriormente, ha continuado, como muestra la Ilustración 11.

Ilustración 11
Pasivo Exigible sobre Patrimonio



La Ilustración 12 muestra que el perfil de pago de la deuda del emisor se acomoda satisfactoriamente con su generación de flujos. Además, se aprecia que, bajo supuestos plausibles, aun en un escenario de reducción del Flujo de Caja de Largo Plazo 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.

Ilustración 12
Calendario de Vencimientos



"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."