



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

A n a l i s t a s

Luis Felipe Illanes Z.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

carlos.garcia@humphreys.cl

luisfelipe.illanes@humphreys.cl

Dream S.A.

Mayo 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia EEFF base	A En Observación 31 de marzo de 2016 ¹

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

EERR Consolidado IFRS							
Miles de \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Mar-16
Ingresos de actividades ordinarias	62.162.898	80.402.471	93.235.337	86.894.985	96.564.064	108.300.372	28.338.634
Costo de ventas	-38.630.231	-50.918.454	-56.033.593	-53.073.221	-55.917.508	-58.751.182	-13.466.035
Gastos de Administración	-12.688.711	-12.419.356	-14.763.761	-18.799.003	-23.611.222	-27.799.016	-6.862.466
Costos financieros	-2.348.124	-4.402.165	-4.717.258	-4.517.661	-3.399.797	-2.378.675	-555.281
Ganancia	9.031.009	7.227.776	14.921.061	6.207.556	9.090.987	10.440.361	5.029.822
EBITDA	21.513.869	32.208.401	37.128.415	30.230.750	33.653.623	30.281.856	10.416.000

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2015. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2016 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	2014	2015	Mar-16
Activos Corrientes	12.217.669	18.274.681	37.592.740	24.248.962	33.477.835	44.010.047	47.850.583
Activos No Corrientes	200.758.040	199.392.315	193.505.909	202.188.662	199.203.512	193.316.581	192.160.400
Total Activos	212.975.709	217.666.996	231.098.649	226.437.624	232.681.347	237.326.628	240.010.983
Pasivos Corrientes	41.148.857	29.871.029	34.728.437	36.601.766	21.379.651	23.855.072	24.423.167
Pasivos No Corrientes	84.070.519	81.360.097	67.813.176	54.821.722	72.677.273	69.385.983	66.324.170
Patrimonio	87.756.333	106.435.870	128.557.036	134.069.604	138.624.423	144.085.573	149.263.646
Pasivos y Patrimonio, Total	212.975.709	217.666.996	231.098.649	226.437.624	232.681.347	237.326.628	240.010.983
Deuda Financiera	76.053.152	80.942.817	81.328.948	74.717.505	79.079.496	74.325.373	71.309.525

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 cuatro en Lima, Perú.

A diciembre de 2015 la compañía presentó ingresos por más de US\$153 millones, con un nivel de EBITDA de US\$ 55 millones. A ese mismo mes poseía un nivel de activos de US\$ 334 millones con un total de deuda financiera de US\$ 105 millones. La generación de EBITDA se divide en un 85% aportado por el negocio del juego, 9% aportado por el hotelero y un 6% por el 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 2015 la firma contaba con un indicador de margen EBITDA sobre el 35%, lo que,

a pesar de representar una caída respecto de los niveles cercanos a 40% registrados en 2011-12, 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 (FCLP²) de 2,4 veces a diciembre de 2015 (la relación deuda financiera sobre EBITDA fue 1,9 veces). Junto a ello, se debe considerar el perfil de pago de los pasivos, cuyo máximo valor se registra en 2016, y resulta inferior a \$ 11.975 millones (39% del flujo de caja de largo plazo determinado por la clasificadora y aproximadamente un 31% del EBITDA de diciembre de 2015); situación que atenúa el riesgo por la eventual disminución de los flujos producto de pérdida de alguna concesión municipal a partir del año 2018, fecha en que, de acuerdo al proyecto actualmente en el Parlamento, caducan las actuales concesiones municipales de casinos.

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 como por las expectativas de incremento a futuro, descontado el efecto de la implementación de la Ley de Tabaco y Alcoholes en 2013, y que implica un cambio en aquellos factores circundantes con mayor estabilidad en el tiempo. En efecto, aun cuando los más recientes indicadores darían cuenta de una recuperación de los niveles de flujos generados por la emisora a sus niveles previos a la implementación de la Ley,

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.

se debe reconocer que la disminución de flujos experimentada por **Dreams** en el período 2013-2014 no puede ser ya recuperada, considerando que los casinos están sujetos a concesiones que caducan en el tiempo.

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, 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 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 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. Además, la postergación de la nueva licitación, programada inicialmente para 2015, refleja que una actividad regulada siempre está expuesta a cambios en las normas o a la aplicación de las mismas, al margen que esta extensión del plazo beneficio al emisor.

La tendencia asignada corresponde a “*En Observación*” debido a la materialización de la fusión de sus operaciones en Latinoamérica con la operadora Sun International, que se traduce, 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 fusionada es administrada por el actual equipo ejecutivo de **Dreams**. Dado el anuncio y posterior materialización de la operación de fusión, **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.

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 1,9 veces a diciembre de 2015.

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).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).

Hechos recientes

Los ingresos ordinarios a diciembre de 2015 alcanzaron los \$ 108.300 millones, lo cual implica un incremento de 13,6% respecto al mismo período del año anterior, explicado por los mayores ingresos de casinos. A su vez, los costos de venta alcanzaron los \$ 58.751 millones, con un aumento de 7,4% y representaron el 54,2% de los ingresos.

Los gastos de administración sumaron los \$ 27.799 millones a diciembre de 2015, lo que representa un incremento del 17,7% con respecto al mismo período del año anterior, explicado por los costos asociados a mantenciones y gastos generales. Este nivel de gasto es equivalente al 25,7% de los ingresos, lo que confirma la tendencia creciente en este indicador producto de la entrada de nuevas operaciones en Perú, 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, 21,6% durante 2013 y 24,8% durante 2014.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 10.440 millones, que representa un aumento de más de 14,8% respecto del nivel alcanzado en 2014, consecuencia de un mayor crecimiento en los ingresos en relación con el alza experimentado por los costos.

En relación con su deuda financiera, **Dreams** mantenía a diciembre de 2015 obligaciones financieras por \$ 74.325 millones. Por su parte, el EBITDA a la misma fecha correspondía a

\$ 38.282 millones. De esta manera, la deuda financiera de la compañía, en relación con su EBITDA, es de 1,9 veces. La deuda financiera neta / EBITDA, por su parte, alcanza a 1,0 veces.

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.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Alta generación de EBITDA: **Dreams** posee una alta generación de EBITDA en relación a su negocio, es así como a diciembre de 2015 el margen EBITDA de la compañía ascendía a 35,4%, *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, a 34,8% en 2013 y a 35,3% en 2014.

Fortaleza de negocio inmobiliario: Las operaciones de la compañía presentan ciertas características del negocio inmobiliario, puesto que una vez que se materializan las inversiones y que implican un fuerte desembolso, permiten cierta estabilidad en los ingresos obtenidos y una mayor eficiencia en el control de costos y gastos (a diciembre de 2015, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$158.000 millones).

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%. Más aún, desde 2009 las visitas a casinos regidos por la ley 19.995 han mostrado un incremento constante pasando de un poco más de cuatro millones a cerca de siete millones en 2012. No obstante, luego de la promulgación de la Ley de Tabaco, se ha registrado una caída en el número de visitas, las cuales totalizaron 5,7 millones en 2013, 5,2 millones en 2014 y 5,4 millones en 2015. Dado lo anterior, aún existe un potencial de crecimiento importante para la industria de casinos, en el que **Dreams** podría verse beneficiado al rentabilizar más sus unidades de negocio, lo cual debería reflejarse 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 2017. 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 2017. De acuerdo a la última información recopilada estos casinos representaron, en promedio, cerca del 60% del EBITDA en el período 2013-2015.

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 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.

Antecedentes generales

Historia y propiedad

Dreams se creó el año 2008 producto de la unión de Inversiones Pacifico Sur Ltda. (Grupo Fischer) y Entretenimientos del Sur Ltda (Fondo CVCi). En su desarrollo, y 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, a partir de 2013 se han incorporado operaciones de cinco salas de juego en Lima.

Durante 2015 se anunció la fusión de **Dreams** con las operaciones en Latinoamérica de Sun, las cuales tendrán, en principio, participaciones igualitarias en la propiedad, para, posteriormente, incrementar Sun su participación a un 55%.

Sun tiene actualmente operaciones en Chile (Monticello), en Colombia y Panamá. Las operaciones combinadas significarán más de 6.600 máquinas tragamonedas, 295 mesas de juego y más de 500 habitaciones de hotel.

Propiedad y administración

Al 31 de diciembre de 2015 la propiedad de **Dreams** era compartida por Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. y Entretenimientos del Sur Ltda., con participaciones accionarias de 51% y 49%, respectivamente.

A su vez, Nueva Inversiones Pacifico 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 societaria del grupo 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 Dreams

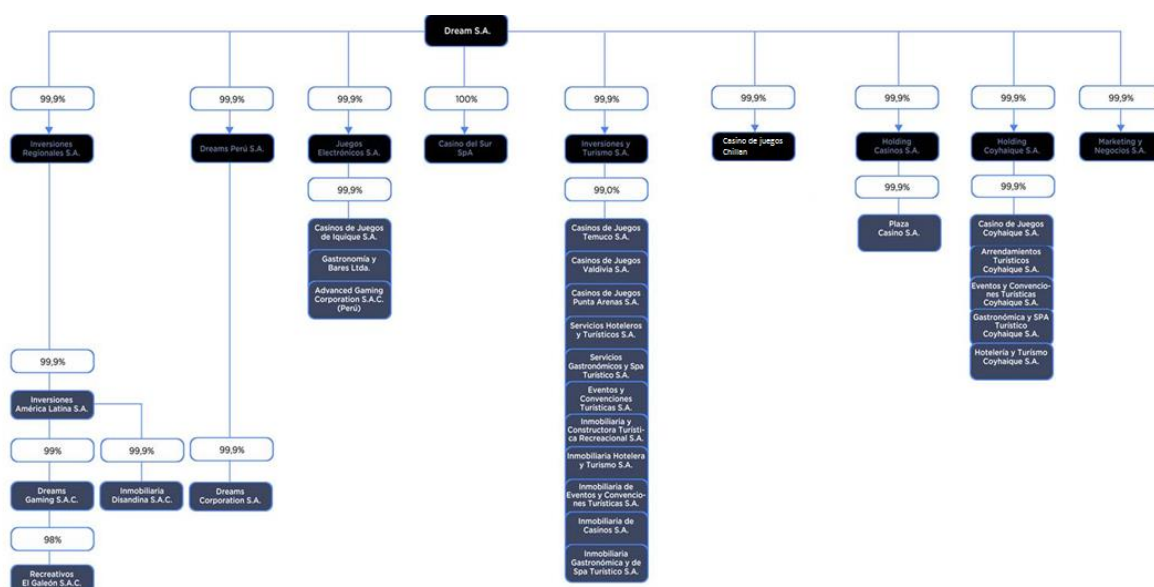


Ilustración 2
Organigrama Dreams

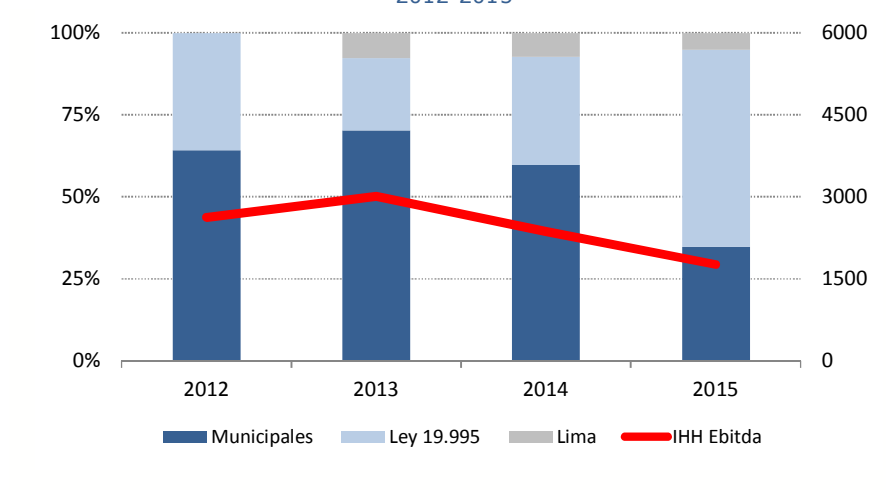


Líneas de negocio

La compañía posee diez 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 la Ley 19.995 y casinos municipales, se muestra en la Ilustración 3:

³ Se excluye Iquique, que no opera hotel.

Ilustración 3
Estructura EBITDA
2012-2015



La Ilustración 3 muestra, además, la caída presentada por el Índice de Herfindahl-Hirschman⁴ a partir de 2012, indicativo de una menor concentración en la generación de EBITDA.

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

Tipo	
Mesas de juego	170
Máquinas de azar	3.890
Habitaciones de hotel	378
Centros de convenciones	5
Restaurantes	10
Bar / Clubs	8
Fitness Center & Piscina	4

⁴ El Índice de Herfindahl-Hirschman 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).

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, se revirtió por la entrada en vigencia de la Ley de Tabaco y Ley de Alcoholes, para alcanzar el último ejercicio niveles similares a los de 2012. De esta forma, según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a diciembre de 2015, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente US\$ 378 millones aproximadamente (ver Ilustración 4).

Ilustración 4
Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995
Millones de \$
Ene 2012- Dic 2015

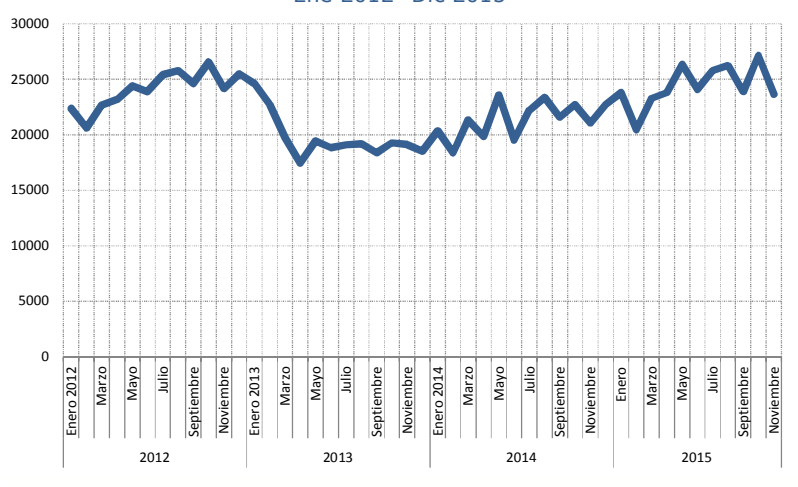
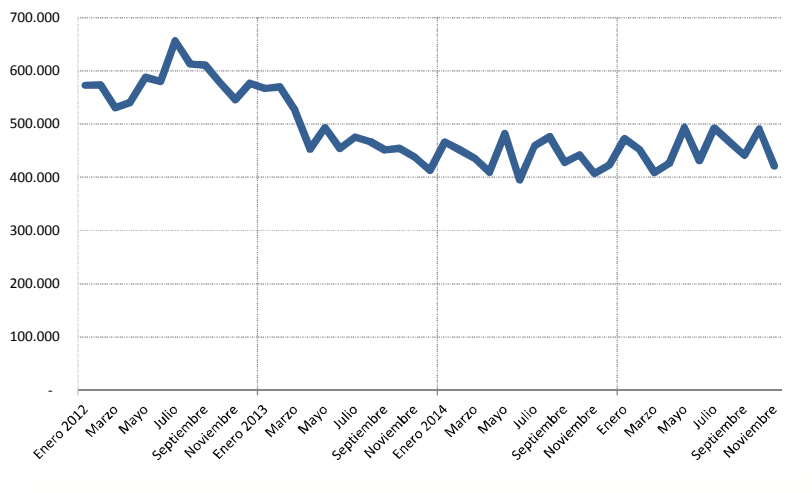


Ilustración 5
Visitas Casinos Ley 19.995
Ene 2012- Dic 2015

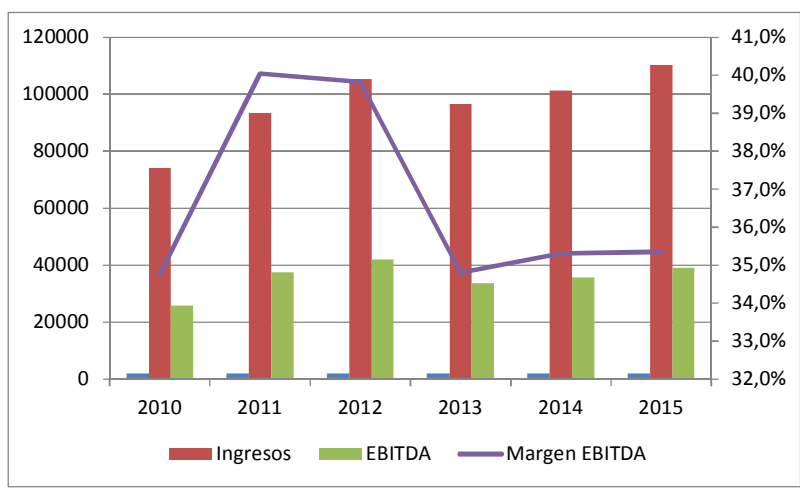


Análisis financiero

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 lo mismo, el margen EBITDA mostró una caída durante ese ejercicio, reduciéndose desde 39,8% a 34,8%, en tanto que durante 2015 alcanzó un 35,4%. La Ilustración 6 muestra la evolución de ambos ítems.

Ilustración 6
Ingresos, EBITDA y margen EBITDA
Millones de \$ y porcentaje

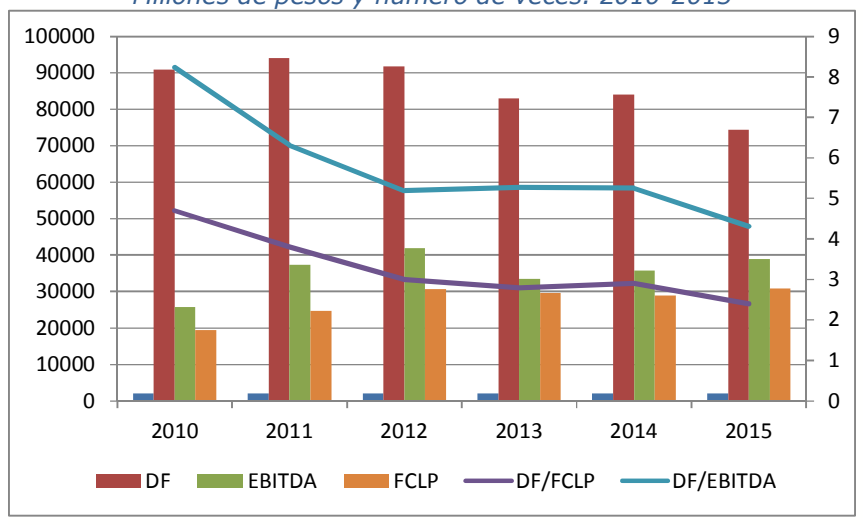


Evolución del endeudamiento y la liquidez

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), como se observa en la Ilustración 7. 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, que se revierte en 2014, alcanzando un nivel de 2,3 veces y a 1,9 veces en diciembre de 2015. Con todo, estos indicadores muestran bajos niveles, inferiores a 3, en la más reciente observación.⁵

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 2014.

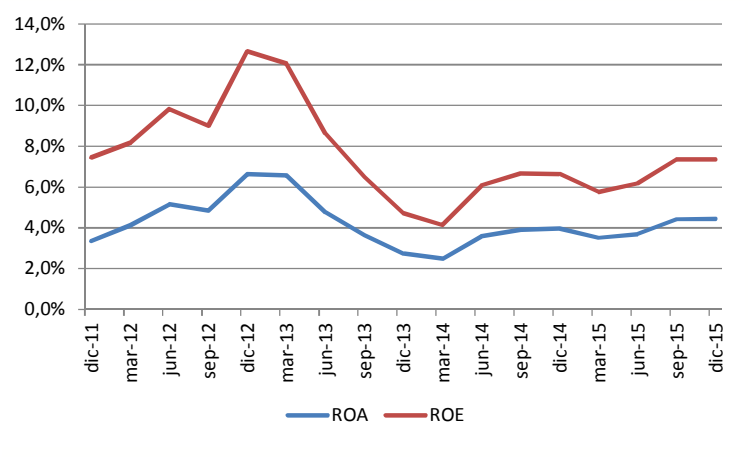
Ilustración 7
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
Millones de pesos y número de veces. 2010-2015



Rentabilidad

Se puede observar que desde el año 2014 exhibe una recuperación de los indicadores de rentabilidad, debido, como se ha dicho, a la recuperación parcial del efecto de la implementación de la Ley del Tabaco. A diciembre de 2015, la rentabilidad sobre el activo llegó a 4,4%, mientras que la rentabilidad sobre el patrimonio a 7,4%.

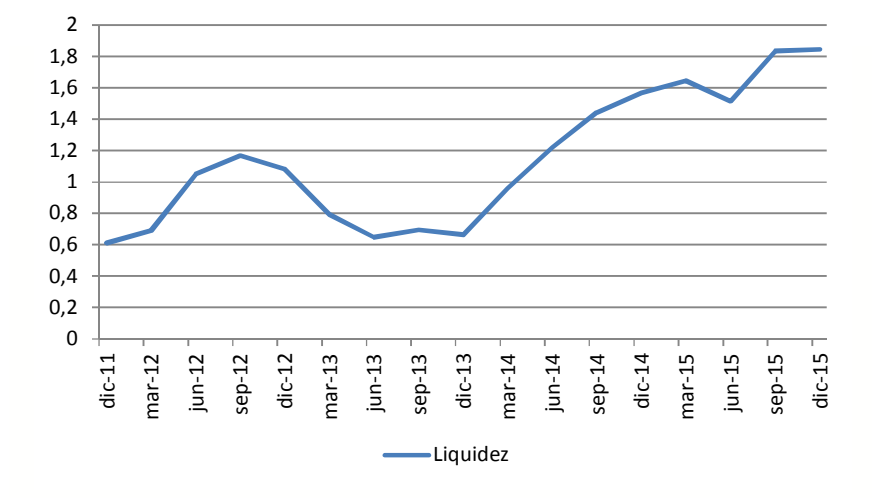
Ilustración 8
Rentabilidad Total del Activo y Rentabilidad sobre Patrimonio
porcentaje



Liquidez

Al cierre de 2015 la liquidez de la compañía presentó un incremento respecto sus valores de 2013, explicado por el aumento de la cuenta de efectivo y equivalente de efectivo, compensado por menores impuestos corrientes y deudores comerciales.

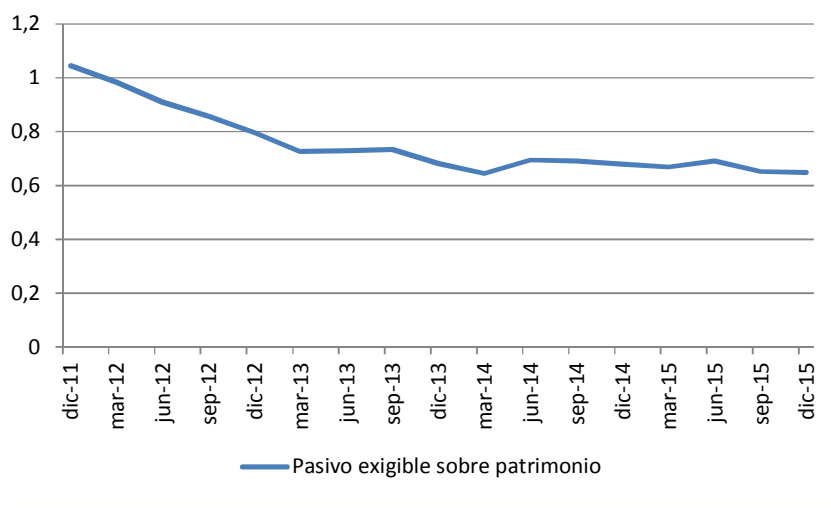
Ilustración 9
Activos circulantes sobre pasivos circulantes
Veces



Endeudamiento

En general, pese a que la sociedad es intensiva en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía es bajo, medido como pasivo exigible sobre patrimonio. A diciembre de 2014 presentaba un *ratio* de 0,68 veces, mientras que a diciembre de 2015 el ratio se redujo a 0,65 veces. El endeudamiento relativo se ha reducido desde 2010 producto, por una parte, de los resultados positivos que ha exhibido la empresa, los cuales han 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 10.

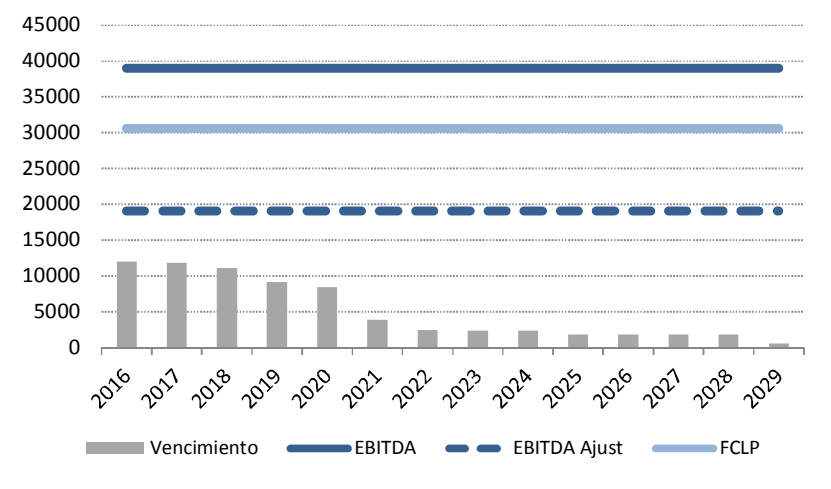
Ilustración 10
Pasivo Exigible sobre Patrimonio



La Ilustración 11 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP) registrados durante 2015. 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 2015.

En caso de estresar los flujos para reflejar la posible pérdida de las concesiones municipales en 2017, la Ilustración 11 muestra, además, que los niveles de EBITDA serían capaces de cubrir en forma holgada los vencimientos de la deuda.

Ilustración 11
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."