

Reseña Anual de Clasificación (estados financieros septiembre 2016)

SUN DREAMS S.A.

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Líneas de bonos	A+	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas; Industria de casinos de juego;

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en Categoría A+** con tendencia Estable, la solvencia y bonos de SUN DREAMS S.A. (en adelante SUN DREAMS, la compañía o la empresa).

La ratificación de la clasificación de solvencia y bonos se sustenta en la regulación/competencia, ubicación, características y diversificación de los activos, eficiencia operacional y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- **Regulación / competencia:** En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia.
- **Ubicación y diversificación geográfica:** En opinión de ICR, SUN DREAMS está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones principalmente en Chile (AA-, internacional), Perú (BBB+, internacional), Panamá (BBB, internacional) y Colombia (BBB, internacional). Respecto a Panamá y Colombia, dado que se trata de operaciones relativamente nuevas, y que actualmente generan pérdidas, existe incertidumbre sobre los retornos de dichas inversiones.
- **Características de los activos:** Luego de la fusión con Sun Latam, SUN DREAMS se consolidó como el principal actor en la industria local de casinos de juego en Chile, con un total de cinco casinos bajo regulación SCJ y dos bajo regulación municipal. ICR destaca que los activos de la compañía son de alta calidad en términos de antigüedad y de incorporación suficiente de Capex que permite mantener los estándares del negocio.

SUN DREAMS mantiene 13 propiedades en cuatro países de Latinoamérica, y cuenta con 6.588 máquinas de azar, 325 mesas de juego y una capacidad hotelera de 533 habitaciones.

- **Eficiencia operacional:** SUN DREAMS exhibe altos márgenes EBITDA en relación a sus competidores y al tipo de casinos que opera. En ese sentido, ICR hace la distinción entre casinos de frecuencia y destino, reconociendo que existen diferencias de márgenes entre uno y otro tipo, dadas las cualidades y recursos necesarios para operarlos. Respecto a las ganancias por máquina, la compañía exhibe altos niveles, lo que se potencia con la reciente incorporación de Monticello a su propiedad, ya que éste es uno de los casinos que exhibe mayores ganancias por máquina en la industria SCJ.
- **Situación financiera:** La compañía mantiene una estructura de endeudamiento conservadora, con un perfil calzado con sus flujos operacionales, lo que quedó en evidencia el año 2013, periodo en que los indicadores financieros de SUN DREAMS se mantuvieron estables, aun cuando la industria exhibió un deterioro en los ingresos, a raíz de la entrada en vigencia de la ley del tabaco.

Si bien durante el año 2016 se observa un incremento de las obligaciones financieras de la compañía, producto de la fusión con Sun Latam, los indicadores de endeudamiento y cobertura de obligaciones, se mantienen en niveles similares a los años anteriores, dando cuenta de una muy alta capacidad de pago de la deuda.

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Antecedentes de la Compañía¹

La compañía participa en la industria de entretenimiento en Chile (AA-, internacional), Perú (BBB+, internacional), Panamá (BBB, internacional) y Colombia (BBB, internacional). A continuación, se describen las propiedades que actualmente mantiene y opera la compañía en los países en que participa:

Propiedad	Operación
Panamá	620 máquinas de azar, 51 mesas de juego, 7 posiciones de bingo, 6 habitaciones, 4 restaurantes, 3 bares.
Colombia	220 máquinas de azar, 15 mesas de juego, un restaurante.
Perú	1.070 máquinas de azar, 32 mesas de juego, 3 restaurantes.
Iquique*	702 máquinas de azar, 22 mesas de juego, un restaurante.
Mostazal (Monticello)	1.726 máquinas de azar, 80 mesas de juego, 300 posiciones de bingo, 155 habitaciones, 8 restaurantes, 5 bares, un centro de convenciones, una discoteca, un spa.
Temuco	702 máquinas de azar, 36 mesas de juego, 176 posiciones de bingo, 96 habitaciones, un restaurante, un bar, un centro de convenciones, una discoteca, un spa.
Valdivia	413 máquinas de azar, 22 mesas de juego, 100 posiciones de bingo, 104 habitaciones, 2 restaurantes, 2 bares, un centro de convenciones, una discoteca, un spa.
Puerto Varas*	470 máquinas de azar, 36 mesas de juego, 50 habitaciones, un restaurante, dos bares, un centro de convenciones, un spa.
Coyhaique	168 máquinas de azar, 11 mesas de juego, 38 posiciones de bingo, 40 habitaciones, un restaurante, un bar, un centro de convenciones.
Punta Arenas	497 máquinas de azar, 20 mesas de juego, 100 posiciones de bingo, 88 habitaciones, un restaurante, dos bares, un centro de convenciones, un spa.
Total	6.588 máquinas de azar, 325 mesas de juego, 721 posiciones de bingo, 539 habitaciones, 23 restaurantes, 16 bares, 6 centros de convenciones, 3 discotecas, 5 spa.

Tabla 1: Detalle operaciones SUN DREAMS. * corresponde a licencias municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de Memoria 2016)

La Industria

En opinión de ICR, esta industria se caracteriza por:

- niveles de competencia que están mitigados por barreras de entrada regulatorias. Al respecto, la regulación chilena incluye extensos requerimientos para la postulación a una licencia de juego y se regula, entre otros aspectos, el número máximo de operadores, la distancia mínima entre casinos, la prohibición de operar en ciertas zonas geográficas, etc.;
- volatilidad más alta respecto al promedio de otras industrias, en línea con cambios en el ingreso discrecional de los consumidores;
- alto grado de regulación a través de licencias de juego otorgadas por plazos específicos.
- niveles de rentabilidad y de participación de mercado que dependen fuertemente de la calidad de los activos. Para obtener una

buena participación de mercado, se requieren altos niveles de inversión en publicidad y en promociones. Los operadores de casinos que mantienen una alta calidad de sus activos (por ejemplo, cuando se trata de activos relativamente nuevos o recientemente renovados) incluyendo hoteles y restaurantes, podrían tener mayor probabilidad de incrementar las visitas en sus instalaciones y junto con ello, mantener una participación de mercado relevante.

Directorio	
Claudio Fischer Llop	Presidente
Enrique Cibie Bluth	Director
Anthony Leeming	Director
Greame Stephens	Director
Roberto Chute	Director

Tabla 2: Directorio

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

Luego de la fusión con Sun Latam, esta última pasó a ser el controlador de la sociedad, ostentando a diciembre de 2016, un 55% de la propiedad. Anteriormente, el controlador era la sociedad Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda., que diluyó su participación desde 51% previo a la fusión, hasta 25,12% en la actualidad. Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. es de propiedad de los señores Claudio y Humberto Fischer.

A diciembre de 2016, los accionistas de la sociedad son los siguientes:

Accionistas	
Sun Latam SpA	55,00%
Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda.	25,12%
Entretenimientos del Sur Ltda.	19,13%
Jaime Wilhelm	0,37%
Claudio Tessada	0,30%
Juan Fernández	0,07%
Total	100%

Tabla 3: Estructura de propiedad a diciembre de 2016 (Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

buena participación de mercado, se requieren altos niveles de inversión en publicidad y en promociones. Los operadores de casinos que mantienen una alta calidad de sus activos (por ejemplo, cuando se trata de activos relativamente nuevos o recientemente renovados) incluyendo hoteles y restaurantes, podrían tener mayor probabilidad de incrementar las visitas en sus instalaciones y junto con ello, mantener una participación de mercado relevante.

Históricamente, la industria de casinos de juego en Chile se rigió por dos sistemas diferentes en cuanto a la autorización, funcionamiento y fiscalización: (1) casinos municipales, creados a través de leyes especiales entre los años 1928 y 1990, amparados en sistemas de concesión y fiscalización municipal y; (2) casinos de juego creados bajo la ley N° 19.995 del año 2005 (fiscalizados por Superintendencia de Casinos de Juego) y modificada a través de ley N° 20.856.

La normativa SCJ estipulaba que las licencias municipales tenían vigencia hasta el 31 de diciembre de 2015, lo que fue extendido hasta el 31 de diciembre de 2017. Asimismo, en febrero de 2017 la Superintendencia de Casinos de Juego emitió una circular que prorroga el funcionamiento de los casinos municipales hasta que los nuevos permisos de operación entren en vigencia, lo que evita que los casinos dejen de operar el último día del año 2017.

Respecto a los resultados de la industria de casinos, durante el 2016 los ingresos brutos del juego (win), crecieron 5,2% respecto al año anterior (excluidos casinos municipales), influidos principalmente por el mayor gasto promedio (+4,4%) y secundariamente por el crecimiento en el número de visitas (+0,8%). Lo anterior significa que el año 2016 es el período de mayor nivel de ingreso en la industria, tanto pre como post entrada en vigencia de la ley del tabaco.

Durante el año 2016 comenzaron a publicarse en la SCJ los ingresos de los casinos municipales, lo que representa el 32% de los ingresos totales de la industria, siendo las operaciones de Viña del Mar, Coquimbo e Iquique las de mayor ingreso bruto del juego.

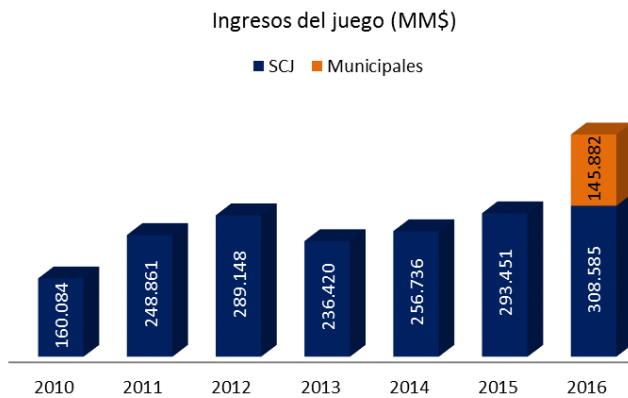


Gráfico 1: Evolución ingresos brutos de juego. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

El mayor ingreso de la industria (excluidos casinos municipales), estuvo impulsado por crecimientos en Copiapó, San Antonio, Rinconada, Mostazal, Talcahuano y Osorno, aun cuando para el caso de Rinconada, hubo una contracción en el número de visitas lo que da cuenta del mayor gasto promedio de los clientes de ese casino durante el 2016 respecto al 2015 (+24%), situándose como la operación que mayor variación experimentó en el año al respecto, posicionándose como el segundo casino con mayor gasto promedio por visita luego de Mostazal.

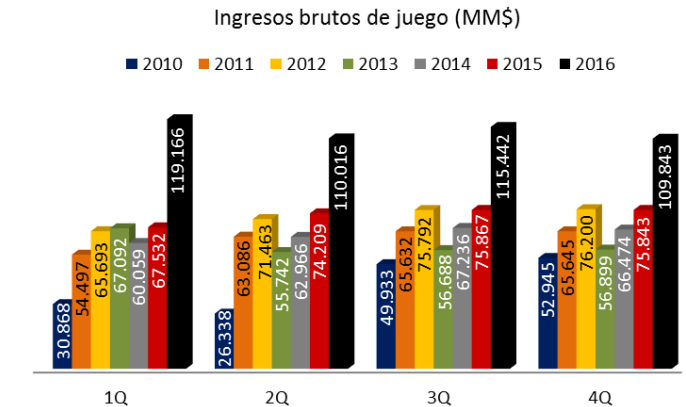


Gráfico 2: Evolución trimestral ingresos brutos de juego. Cifras 2016 contienen ingresos de casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

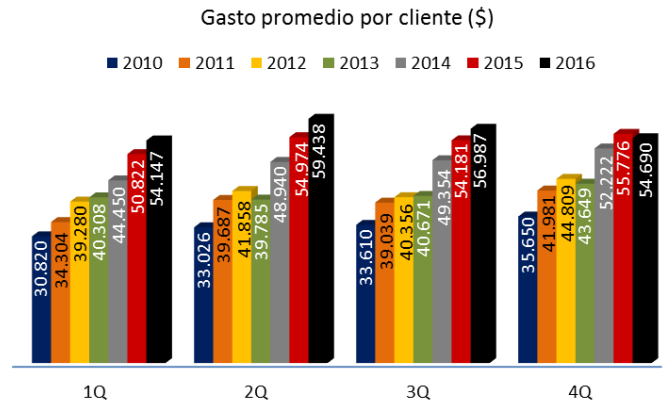


Gráfico 3: Evolución gasto promedio por cliente, excluidos casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

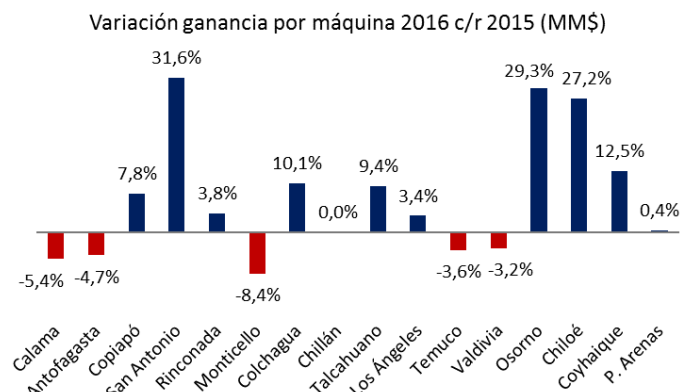


Gráfico 4: Variación ganancia por máquina, excluidos casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por SUN DREAMS.

A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

En opinión de ICR, aquellas empresas con una liquidez ajustada pueden verse mayormente afectadas ante estos riesgos al tener menor margen de reacción ante eventualidades.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por SUN DREAMS
Sensibilidad a la actividad económica	<ul style="list-style-type: none"> Diversificación de ingresos a través de la participación en Chile y Perú, y con nuevas inversiones en Colombia y Panamá. Políticas de retención de clientes a través de campañas de marketing directo y ofertas nivel general, siendo Mundo Dreams el principal canal de comunicación con los clientes.
Renovación de licencias de juego	<ul style="list-style-type: none"> Fusión con Sun Latam permitió incrementar su exposición a casinos SCJ, reduciendo el peso relativo de casinos municipales en su cartera de activos. Las licencias de casinos SCJ que mantiene SUN DREAMS, expiran entre los años 2023 y 2027.
Riesgos regulatorios	<ul style="list-style-type: none"> Sin mitigadores específicos, sino que se definen caso a caso, dependiendo la regulación específica que se ponga en marcha.

Tabla 4: Principales riesgos del negocio y mitigadores de SUN DREAMS
(Fuente: Elaboración propia con información de SUN DREAMS)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

REGULACIÓN / COMPETENCIA

En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia. En este sentido, la legislación vigente establece entre otros puntos: el número máximo de casinos de juego que pueden operar tanto por región como a nivel nacional, limita la distancia vial mínima entre los casinos de juego, establece el mecanismo de otorgamiento y extinción de los permisos de operación, los impuestos asociados y vigencia de las licencias.

ICR estima que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. La mayor incertidumbre durante los últimos años han sido las licencias municipales cuyo vencimiento fue extendido para el 31 de diciembre de 2017 (Ley N° 20.856), además de asegurar a las actuales comunas donde se emplazan los casinos municipales como sedes por 45 años.

Cada una de las licencias para operar casinos de juego – tanto las otorgadas bajo SCJ como por normas municipales especiales –, tienen riesgo de no renovación. Lo anterior significa que cada uno de los actuales operadores tendrá que competir económica y técnicamente por mantener un cupo determinado. No obstante, la legislación establece que la sociedad operadora que solicite la renovación de un permiso de operación vigente tendrá el derecho preferente para la obtención del permiso cuando, habiendo igualado la oferta económica con otra postulante, obtenga mejor puntaje en la evaluación técnica.

Respecto a otras legislaciones que pudieran afectar a SUN DREAMS – y a la industria –, por tratarse de una empresa inserta en la industria de la entretenimiento en general, existen otros factores que pueden – y han afectado – sus resultados, como lo han sido la ley de alcoholes y del tabaco, ésta última con efectos relevantes en la industria en general (sobre todo durante el 2013), pero cuya recuperación ha sido paulatina y en los plazos esperados por los operadores.

UBICACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

En opinión de ICR, SUN DREAMS está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones en Chile (AA-, internacional), Perú (BBB+, internacional), Panamá (BBB, internacional) y Colombia (BBB, internacional).

Respecto a las proyecciones de Latinoamérica, estimaciones Banco Mundial² indican que el PIB agregado de América Latina y el Caribe debería crecer en torno a un 1,2% durante 2017, apoyado por la recuperación esperada en Brasil y Argentina.

Respecto a las economías donde opera la compañía, el Banco Mundial espera para el año 2017, un crecimiento de 2,0% para Chile, 4,2% para Perú, 2,5% para Colombia y 5,4% para Panamá.

De esta manera, SUN DREAMS tiene buena dispersión geográfica dentro de Latinoamérica, en economías que presentan tasas de crecimiento razonables, y que no han experimentado recesiones en los últimos años, como ha ocurrido con otros países de la región.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta SUN DREAMS, muchas de las propiedades están ubicadas en mercados donde los visitantes son locales, lo que implica que muchos de los casinos son de frecuencia, lo que, además, permite un acceso favorable de visitas por casino. Con la fusión, las nuevas ubicaciones permiten un alto flujo de clientes por casino, al incorporar en Chile al casino SCJ con mayor número de visitas (Gráfico 5).



Gráfico 5: Evolución número de visitas por casino, últimos tres años. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS

En opinión de ICR, SUN DREAMS cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o con incorporación suficiente de Capex, con el fin de mantener estándares de muy alta calidad. En relación a esto, SUN DREAMS cuenta con operaciones en Chile, Perú, Colombia y Panamá, con 6.588 máquinas de azar y 325 mesas de juego a diciembre de 2016. Además, cuenta con 533 habitaciones en sus hoteles de cinco estrellas. Respecto a los restaurantes, SUN DREAMS cuenta con una cadena de restaurantes non fast food relevantes en Chile, que opera como un negocio con generación propia de flujo y no sólo como un complementario al negocio gaming.

Respecto a la participación de mercado, la fusión con Sun Latam consolidó a SUN DREAMS como el principal operador del mercado local en

la industria SCJ, con una tasa de participación de 44%³ a diciembre de 2016, en base a los ingresos brutos de la industria.

En opinión de ICR, la compañía tiene suficiente escala – medida sobre el número de posiciones de juego de SUN DREAMS respecto a la industria SCJ – para permitir grandes campañas publicitarias, las que son dirigidas de manera diferenciada a cada unidad de negocio, pero guiadas por una unidad central. Respecto a la inversión en tecnología, SUN DREAMS mantiene contratos con diversos proveedores para ofrecerles a los consumidores una mayor variedad de juegos a los clientes. Para este tipo de empresas el desarrollo e innovación tecnológica son pilares fundamentales para el desarrollo del negocio de la entretenimiento en todos sus ámbitos, tanto desde la interacción con los clientes hasta el desarrollo de soporte para el negocio y su gestión.

EFICIENCIA OPERACIONAL

Respecto al desempeño operacional, SUN DREAMS tiene altos márgenes en comparación con los competidores y en relación al tipo de casinos que opera. En este sentido, esta clasificadora hace la distinción entre el tipo de casino – de frecuencia y/o de destino –, reconociendo que existen diferencias de márgenes entre uno y otro, dadas las cualidades y recursos necesarios para operarlos.

Respecto a las ganancias, la compañía tiene altos niveles, lo que se potenció luego de la incorporación de Monticello, que corresponde a uno de los casinos con más ganancias por máquina de la industria SCJ. En relación al retorno de capital, SUN DREAMS tiene un alto nivel de ROE, respecto a algunos competidores.

Evaluación del Riesgo Financiero⁴

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

Los ingresos de actividades ordinarias de SUN DREAMS S.A. exhibieron un incremento significativo a septiembre de 2016, al incorporar los flujos de Sun Latam, luego de la fusión materializada el 31 de mayo de 2016.

De esta manera, los ingresos de \$ 147.910 millones, obtenidos al tercer trimestre de 2016, incluyen cuatro meses de operaciones fusionadas, lo que implica un aumento de 85% con respecto a septiembre de 2015. Lo anterior se desglosa en incrementos de 85% en el negocio de casinos, 40% en hoteles y 130% en alimentos y bebidas. Al separar el efecto de la fusión, los ingresos ordinarios habrían aumentado un 4%.

47.923 millones. Al aislar el efecto de la fusión, el indicador se habría incrementado en 1% en comparación con el período enero-septiembre de 2015.

En relación al margen EBITDA, éste exhibió un leve deterioro en relación a los años anteriores, alcanzando un 32,4%. Esto se explica en parte por los mayores gastos asociados a la fusión con Sun Latam, y al incremento en los gastos de personal, los que se habrían incrementado en torno al 10%, de aislar los efectos de la fusión. No obstante, ICR destaca que la compañía ha mantenido históricamente márgenes EBITDA estables y con un mejor desempeño relativo en comparación con su competencia.

Ingresos (MM\$)

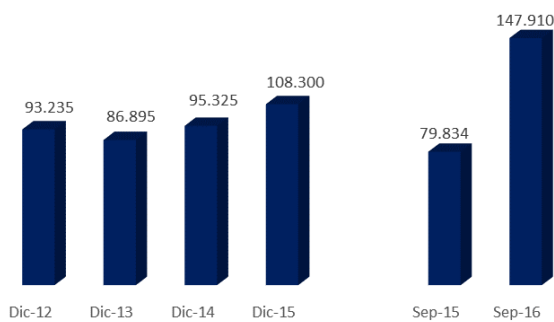


Gráfico 6: Evolución ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Lo anterior se ve reflejado en los ingresos trimestrales, que evidenciaron fuertes incrementos en el segundo y tercer trimestre del año al incorporar los efectos de la fusión.

Ingresos trimestrales (MM\$)

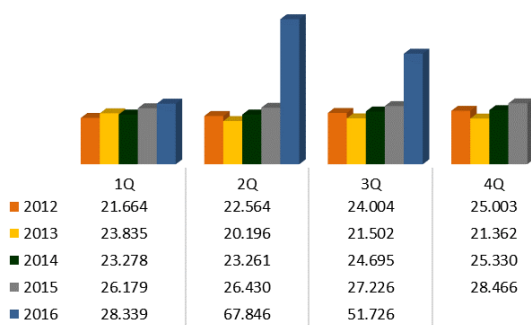


Gráfico 7: Evolución trimestral ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En línea con el fuerte incremento de los ingresos, el EBITDA de la compañía exhibió un alza de 70% a septiembre de 2016, alcanzando \$

Ebitda (MM\$) y margen Ebitda (%)

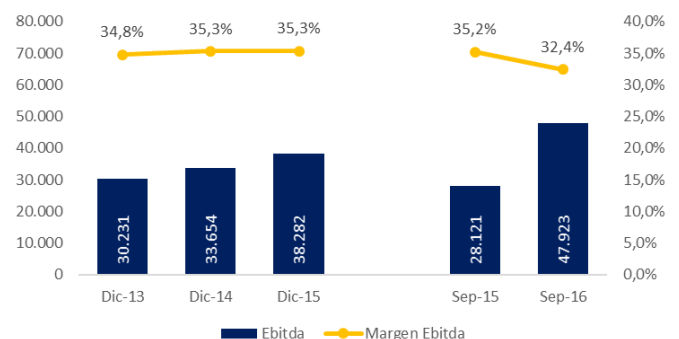


Gráfico 8: Evolución EBITDA

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

A septiembre de 2016, el resultado neto de la compañía ascendió a \$ 16.654 millones, de los cuales \$ 4.287 millones correspondieron al aporte de Sun Latam. Con esto, la utilidad del ejercicio exhibió un crecimiento de 111% en comparación con septiembre de 2015.

Resultado Neto

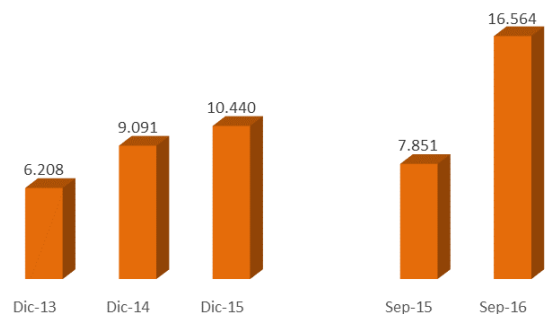


Gráfico 9: Evolución resultado neto

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Hasta el año 2015, la compañía exhibía marcada estabilidad en los niveles de deuda financiera, tendencia que se interrumpió durante el año 2016, luego de la fusión con Sun Latam. Lo anterior implicó un alza de 66,0% en la deuda financiera total y de 120,7% en la deuda financiera neta (en comparación con el cierre de 2015), alcanzando valores de \$ 123.365 millones y \$ 85.399 millones respectivamente.

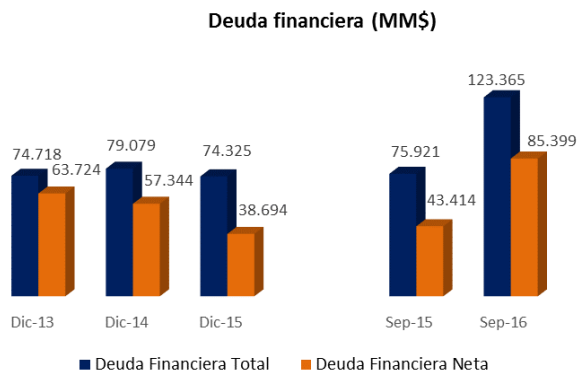


Gráfico 10: Deuda financiera total y neta

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Si bien, SUN DREAMS evidenció un incremento significativo en la deuda financiera, el patrimonio de la compañía aumentó un 95,9% con respecto a diciembre de 2015, producto principalmente de la fusión, y apoyado con los resultados del ejercicio. Dado esto, los indicadores de endeudamiento y endeudamiento financiero no se vieron debilitados como consecuencia de la mayor deuda, y en efecto, evidenciaron un comportamiento favorable.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la metodología de industria de casinos de juego (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de riesgo del negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la metodología de industria de casinos de juego (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del riesgo financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el

Por otro lado, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA exhibió un leve deterioro, desde 1,01 veces a diciembre de 2015, hasta 1,47 veces a septiembre de 2016. No obstante, este indicador incorpora a septiembre sólo cuatro meses de Ebitda de Sun Latam, por lo cual el ratio debería exhibir una tendencia a la baja toda vez que se continúen reconociendo los flujos provenientes de las operaciones fusionadas.

Indicador (Nº de Veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Sep-16
Endeudamiento total ⁸	0,68	0,68	0,65	0,55
Endeudamiento financiero ⁹	0,56	0,57	0,52	0,44
Endeudamiento financiero neto ¹⁰	0,48	0,41	0,27	0,30
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	7,15	10,89	23,39	11,89
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹²	2,11	1,70	1,01	1,47

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Cabe señalar que, durante el cuarto trimestre de 2016, la compañía efectuó dos operaciones de financiamiento, que se verán reflejadas en los estados financieros a diciembre de 2016:

(i) Con fecha 17 de octubre de 2016 se colocaron los bonos Serie B, por un monto de UF 100.000, que fueron adquiridos en forma privada por EuroAmerica corredora de Bolsa.

(ii) El 27 de octubre de 2017, la compañía llevó a cabo un acuerdo de restructuración de deuda, consistente en la suscripción de un crédito sindicado con los bancos BCI, BBVA y Estado, por UF 3.809.573. Los recursos obtenidos de dicho financiamiento, se destinaron al pago de pasivos de las sociedades filiales, quedando el financiamiento alojado en la matriz SUN DREAMS S.A.

riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada, en cuyo caso la probabilidad de default evaluada por ICR, continúa siendo una combinación del riesgo del negocio y financiero, pero con mayor énfasis en el riesgo financiero y en los indicadores de liquidez y cobertura de la deuda a corto plazo.

Para el caso de SUN DREAMS, la evaluación del riesgo del negocio, esto es regulación/competencia, ubicación y diversificación geográfica de las operaciones, características de los activos y eficiencia operacional, indica que la clasificación de riesgo podría llegar a inclinarse hacia categoría A+. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, confirman esta clasificación, al tratarse de niveles, por el momento, “Adecuados”, pero que podrían

ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, tanto al alza como a la baja.

En junio de 2016, tras materializarse la fusión entre DREAM S.A. y Sun Latam, la clasificación de riesgo de la compañía se elevó a Categoría

A+, y la tendencia de la clasificación se modificó desde “Positiva” hasta “Estable”. Al respecto, la tendencia “Estable” indica que, una vez reconocida la mejora en la clasificación de riesgo tras efectuarse dicha fusión, se espera que esta clasificación de riesgo se mantenga en el mediano plazo.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos corporativos

SUN DREAMS mantiene vigentes las líneas de bonos N° 736 y 737, ambas inscritas el 21 de noviembre de 2012 por UF 5.000.000 cada una a 10 y 30 años plazo respectivamente.

Al amparo de la línea 736 se encuentran inscritas las series A y B y al amparo de la línea 737 la serie C, todas inscritas en noviembre de 2013.

Actualmente sólo se encuentra colocada la Serie B, por un monto vigente de UF 100.000, colocado en octubre de 2016. La tasa de emisión del instrumento es de UF + 4,65%; los intereses se pagan semestralmente en abril y octubre, y el capital se paga en una sola cuota, con vencimiento el 15 de octubre de 2018.

Los covenants que debe cumplir la compañía, asociados a los bonos vigentes, son los detallados en tabla 6, donde a modo de referencia, se exponen los niveles que ha obtenido SUN DREAMS de ambos indicadores:

Covenant	Exigido	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Sep-16
Deuda financiera neta / EBITDA	<=4,5	2,11	1,70	1,01	1,47
EBITDA / gastos financieros netos	>=3,0	7,15	10,89	23,39	11,89

Tabla 6: Covenants financieros

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, covenants y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de Riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

La Subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la Categoría A.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN			
Fecha	Bonos	Tendencia	Motivo
May-12	A	Estable	Primera Clasificación
May-13	A	Estable	Reseña Anual
Oct-13	A	Estable	Emisión de Series de Bonos
May-14	A	Estable	Reseña Anual
Mar-15	A	Positiva	Cambio de Tendencia
May-15	A	Positiva	Reseña Anual
Abr-16	A	Positiva	Reseña Anual
Jun-16	A+	Estable	Cambio de Clasificación y Tendencia
Abr-17	A+	Estable	Reseña Anual

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA SUN DREAMS S.A. (MILLONES DE PESOS)					
	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Sep-15	Sep-16
Activos Corrientes	24.249	33.478	44.010	41.220	56.267
Activos No Corrientes	201.244	199.204	193.265	192.492	381.362
Activos Totales	225.493	232.681	237.275	233.712	437.629
Efectivo y Equivalentes	10.993	21.735	35.631	32.507	37.965
Otros Activos Financieros Corrientes	0	0	204	0	368
Inventarios	656	654	723	775	2.979
Pasivos Corrientes	36.602	21.380	23.855	22.465	46.622
Pasivos No Corrientes	54.822	72.677	69.335	69.782	108.699
Pasivos Totales	91.423	94.057	93.190	92.247	155.321
Deuda Financiera Corriente	24.128	9.636	11.048	10.664	21.768
Deuda Financiera No Corriente	50.589	69.444	63.278	65.257	101.597
Deuda Financiera Total	74.718	79.079	74.325	75.921	123.365
Deuda Financiera Neta	63.724	57.344	38.694	43.414	85.399
Patrimonio	134.070	138.624	144.086	141.465	282.308
Ingresos de Explotación	86.895	95.325	108.300	79.834	147.910
Costos de Explotación	53.073	54.679	58.751	43.547	76.235
Margen de explotación	33.822	40.647	49.549	36.287	71.675
Resultado Operacional	15.023	17.035	21.750	15.511	33.748
Ingresos Financieros	290	311	742	514	586
Gastos Financieros	4.518	3.400	2.379	1.859	4.616
Gastos Financieros Netos	4.228	3.089	1.637	1.345	4.030
Utilidad del Ejercicio	6.208	9.091	10.440	7.851	16.564
Razón Circulante (Nº de Veces)	0,66	1,57	1,84	1,83	1,21
Razón Ácida (Nº de Veces)	0,64	1,54	1,81	1,80	1,14
Endeudamiento Corto Plazo (Nº de Veces)	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
Endeudamiento Largo Plazo (Nº de Veces)	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4
Endeudamiento Total (Nº de Veces)	0,68	0,68	0,65	0,65	0,55
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (Nº de Veces)	40,0%	22,7%	25,6%	24,4%	30,0%
Deuda Largo Plazo / Deuda Total (Nº de Veces)	60,0%	77,3%	74,4%	75,6%	70,0%
Deuda Financ. Corto Plazo/Deuda Financiera Total (Nº de Veces)	0,3	0,1	0,1	0,1	0,2
Deuda Financ.Largo Plazo/Deuda Financiera Total (Nº de Veces)	0,7	0,9	0,9	0,9	0,8
Endeudamiento financiero (Nº de Veces)	0,56	0,57	0,52	0,54	0,44
Endeudamiento financiero neto (Nº de Veces)	0,48	0,41	0,27	0,31	0,30
Ebitda	30.231	33.654	38.282	28.121	47.923
Margen Ebitda	34,8%	35,3%	35,3%	35,2%	32,4%
Cobertura de Gastos Financieros Netos (Nº de Veces)	7,2	10,9	23,4	20,9	11,9
Deuda Financiera Total / Ebitda (Nº de Veces)	2,47	2,35	1,94	2,06	2,12
Deuda financiera neta / Ebitda (Nº de Veces)	2,11	1,70	1,01	1,18	1,47
Capex	7.011	10.267	5.553	4.094	7.928
Ebitda - Capex	23.220	23.387	32.729	24.027	39.995

¹ Fuente: La compañía (estados financieros a diciembre 2016, memoria anual 2016); SVS.

² Fuente: Global Economic Prospects, Banco Mundial, edición de enero 2017.

³ Fuente: Memoria 2016.

⁴ La emisión del presente informe incluye los estados financieros a septiembre de 2016, debido a que hubo un retraso en la emisión de estados financieros a diciembre de 2016, puesto que éstos debieron ser re-expresados, de manera de revelar los ingresos generados por Sun Monticello durante 2016 y sólo siete meses de las operaciones de Dreams, Panamá y Colombia.

⁵ Según análisis razonado de estados financieros al 30 de septiembre de 2016.

⁶ Según análisis razonado de estados financieros al 30 de septiembre de 2016.

⁷ Según análisis razonado de estados financieros al 30 de septiembre de 2016.

⁸ Total de pasivos sobre patrimonio.

⁹ Total de pasivos financieros sobre patrimonio.

¹⁰ Total de pasivos financieros netos de efectivo y equivalentes al efectivo, sobre patrimonio.

¹¹ EBITDA sobre gastos financieros netos de ingresos financieros.

¹² Total de pasivos financieros netos de efectivo y equivalentes al efectivo, sobre EBITDA de los últimos doce meses.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.