

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
Solvencia/ Bonos	A-	Modificación	Estable	Confirmación	General de empresas; Metodología de clasificación de casinos de juego

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **modifica desde categoría A+ hasta categoría A- la solvencia y bonos de SUN DREAMS S.A.** (en adelante SUN DREAMS, la compañía o la empresa). La tendencia asignada a la clasificación, en tanto, se ratifica en Estable.

La modificación asignada a la clasificación de solvencia se sustenta en la incorporación de deuda significativa al balance de la compañía, lo que impactaría negativamente en sus indicadores de deuda históricos y que se materializaría los próximos días.

En opinión de ICR, la pronta incorporación de deuda incrementa el riesgo de la compañía no sólo por el monto colocado, sino también por el uso de los fondos, que no tendría un flujo de EBITDA asociado como contraparte.

A diciembre de 2017 SUN DREAMS cerró el año con un stock de deuda financiera de \$112.613 millones, lo que representa una disminución de 7,6% respecto al año anterior, pero que al primer semestre de este año se incrementaría significativamente dada la operación en proceso de materialización.

Adicional a esta inyección relevante de deuda, la compañía está en proceso de crecimiento internacional impulsado por su nuevo controlador. Así, en abril de 2017 se materializó la adquisición del casino Fiesta en Lima, Perú y de otras tres operaciones en Lima, Tacna y Cuzco por un valor de US\$ 26 millones, lo que sería financiado mediante deuda, pero que generaría ingresos por cerca de US\$ 20 millones de acuerdo a las cifras obtenidas en los últimos 12 meses. Dado el plan de crecimiento establecido por la empresa, podrían producirse nuevas adquisiciones los próximos períodos.

Sumado a lo anterior, durante este año se expondrán los resultados de la licitación de casinos municipales, lo que clarificará dos incertidumbres relevantes para los postulantes: (i) el capex necesario para los siguientes tres años y; (ii) el flujo de EBITDA que mantendrán/perderán los operadores.

Según estimaciones de ICR, el flujo que está generando esta compañía permite que cubra sus obligaciones de los siguientes doce meses, ya sea que las futuras inversiones internacionales fueran financiadas con deuda o con inyecciones de capital.

La ratificación de la clasificación de solvencia y bonos se sustenta en la regulación/competencia, ubicación, características y diversificación de los activos y eficiencia operacional 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:** SUN DREAMS está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Desarrolla sus operaciones principalmente en Chile y secundariamente en Perú, Panamá y Colombia.
- **Características de los activos:** La empresa 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.
- **Eficiencia operacional:** SUN DREAMS tiene altos márgenes en comparación con los competidores y en relación al tipo de casinos que opera, con altos niveles de ganancias y rentabilidades (salvo el último año que estuvo impactado por la paralización de Monticello por siniestro en salas de juego).

La clasificación de riesgo en categoría A- está sujeta a que SUN DREAMS: (i) mantenga los niveles actuales de generación de flujo, esto es, un EBITDA aproximado de \$60.000 millones; (ii) no incorpore deuda adicional significativa al balance (salvo capital de trabajo o inversión necesaria para cumplir con las eventuales adjudicaciones municipales) y; (iii) sus proyectos de inversión no impacten significativamente sus indicadores de deuda actuales. En caso contrario, la tendencia o clasificación podría modificarse nuevamente a la baja.

Un cambio positivo en la clasificación de riesgo podría materializarse conforme la situación financiera de la empresa se fortalezca significativamente, ya sea mediante mayor generación de flujo para pago de deuda o reducción de sus obligaciones mediante inyección de capital.

Antecedentes de la Compañía

La compañía participa en la industria de entretenimiento en Chile, Perú, Panamá y Colombia (estos dos últimos incorporados luego de la fusión entre Sun International y DREAM S.A.), según el siguiente detalle:

Propiedad	Operación
Panamá	Casino, hotel, restaurante, instalación e inmueble.
Colombia	Casino, restaurante, instalación e inmueble.
Perú	Casinos, restaurantes, instalaciones e inmuebles.
Iquique*	Casino, restaurante.
Mostazal (Monticello)	Casino, hotel, restaurante, instalación e inmueble.
Temuco	Casino, hotel, restaurante, instalación e inmueble.
Valdivia	Casino, hotel, restaurante, instalación e inmueble.
Puerto Varas*	Casino, hotel, restaurante, instalación e inmueble.
Coyhaique	Casino, hotel, restaurante, instalación e inmueble.
Punta Arenas	Casino, hotel, restaurante, instalación e inmueble.

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

La compañía es administrada por un directorio compuesto por cinco miembros que son elegidos para ejercer su cargo por tres años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente. De acuerdo a lo que establece la Ley de Sociedades Anónimas, SUN DREAMS no califica para mantener un comité de directores ni directores independientes.

Directorio	
Claudio Fischer Llop	Presidente
Enrique Cibie Bluth	Director
Anthony Leeming	Director
Norman Basthdaw	Director
Roberto Chute	Director

Tabla 2: Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

La Industria

En opinión de ICR, la industria del juego se caracteriza por:

- niveles de competencia que están mitigados por barreras de entrada regulatorias.
- volatilidad más alta respecto al promedio de otras industrias, en línea con cambios en el ingreso de los clientes.
- 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.

Históricamente, la industria de casinos de juego en Chile se rigió por dos sistemas diferentes en cuanto a la autorización, funcionamiento y fiscalización:

Luego de la fusión entre DREAM S.A. con Sun en 2016, Sun Latam pasó a ser el controlador de la sociedad con el 55% de la propiedad, según el siguiente detalle:

Accionistas	
Sun Latam SpA.	55,00%
Nueva Inversiones Pacifico Sur Ltda.	25,12%
Entretenimientos del Sur Ltda.	19,32%
Jaime Wilhelm*	0,28%
Claudio Tessada*	0,23%
Juan Fernández*	0,06%

Tabla 3: Estructura de propiedad a diciembre de 2017. * corresponde a acciones serie H, pendientes de pago.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

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. Los accionistas finales de Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. son los señores Claudio y Humberto Fischer.

Dado el acuerdo que se firmó entre Sun y los accionistas de DREAM (previo a la fusión), el accionista Entretenimientos del Sur Ltda. saldría de la propiedad de SUN DREAMS al corto plazo, lo que indica que, próximamente, se producirían modificaciones en la estructura accionaria de SUN DREAMS.

(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 prorrogó el funcionamiento de los casinos municipales hasta que los nuevos permisos de operación entren en vigencia, lo que evitó que los casinos dejaran de operar el último día del año 2017.

Durante el 2017 la SCJ comenzó con el proceso de otorgamiento de permisos de operación de los siete casinos municipales, correspon-

dientes a las comunas de Arica, Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas y Puerto Natales. El número de ofertas recibidas para cada permiso municipal, pareciera no reflejar el objetivo de generar mayor competencia en el proceso, presentando ofertas sólo SUN DREAMS (cinco ofertas presentadas, dos actualmente vigentes) y Enjoy (cuatro ofertas presentadas, tres actualmente vigentes).

Información casinos de juego		
Comuna	Grupo operador	Sistema
Calama	Marina del Sol	Ley 19.995
Antofagasta	Enjoy	Ley 19.995
Copiapó	Egasa – Nervión	Ley 19.995
Ovalle	Boldt Chile SpA. e Inver-gaming Chile SpA.	Ley 19.995
San Antonio	Latin Gaming	Ley 19.995
Rinconada	Enjoy	Ley 19.995
Mostazal	SUN DREAMS	Ley 19.995
Santa Cruz	Cardoen – Enjoy	Ley 19.995
Talca	Casino de Talca	Ley 19.995
Talcahuano	Marina del Sol	Ley 19.995
Los Ángeles	Latin Gaming	Ley 19.995
Temuco	SUN DREAMS	Ley 19.995
Valdivia	SUN DREAMS	Ley 19.995
Osorno	Marina del Sol	Ley 19.995
Castro	Enjoy	Ley 19.995
Coyhaique	SUN DREAMS	Ley 19.995
Punta Arenas	SUN DREAMS	Ley 19.995
Arica	Latin Gaming	Municipal
Iquique	SUN DREAMS	Municipal
Coquimbo	Enjoy	Municipal
Viña del Mar	Enjoy	Municipal
Pucón	Enjoy	Municipal
Puerto Varas	SUN DREAMS	Municipal
Puerto Natales	Casino Municipal Puerto Natales S.A.	Municipal

Tabla 4: Operadores casinos municipales y SCJ.
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

Así, si bien los actuales incumbentes podrían efectivamente perder/ganar licencias, la industria post cierre del proceso de licitación estaría compuesta por los mismos operadores actuales, quedando aun vacantes (sin ofertas) las comunas de Arica y Puerto Natales.

Respecto a los resultados de la industria de casinos, durante el 2017 los ingresos brutos del juego (win), crecieron sólo 0,6% respecto al año anterior (incluyendo casinos municipales), influidos por la paralización que tuvo Monticello en el mes de julio y que se tradujo en una baja de ingresos de 42,8% en dicho mes y 6,2% durante el año 2017. Del resto de los casinos de juego, Antofagasta tuvo una variación negativa de ingresos de 9,3% y Calama de 8,9%, ambos influidos tanto por la baja del gasto promedio como por el número de visitas.

En términos agregados, la industria de casinos de juego disminuyó 3,4% el número de visitas (SCJ), impactada no sólo por la paralización de Monticello por un mes aproximadamente, sino que, por la disminución de gran parte de las operaciones, a excepción de Ovalle (dada su

baja base de comparación de 2016 por su puesta en marcha durante ese año), Copiapó, Los Ángeles y Punta Arenas.

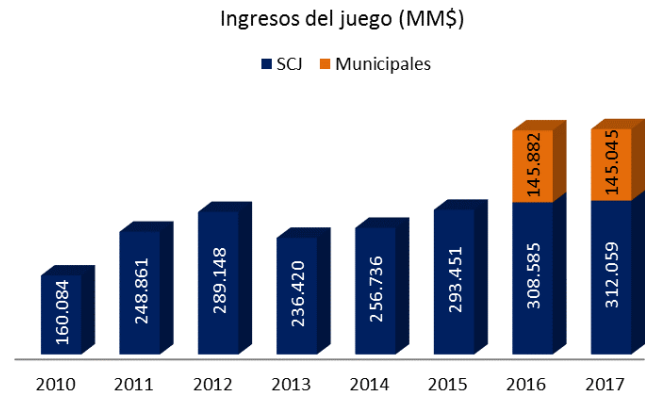


Gráfico 1: Evolución ingresos del juego.
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

Respecto a las operaciones municipales, la SCJ informa que la información entregada por los casinos municipales respecto al número de visitas no se puede comparar, indexar, ni sumar con la que registra la industria autorizada por la ley N° 19.995, debido a que no se miden de manera estandarizada. Por lo mismo, para los casinos municipales no es posible calcular el gasto promedio por persona.

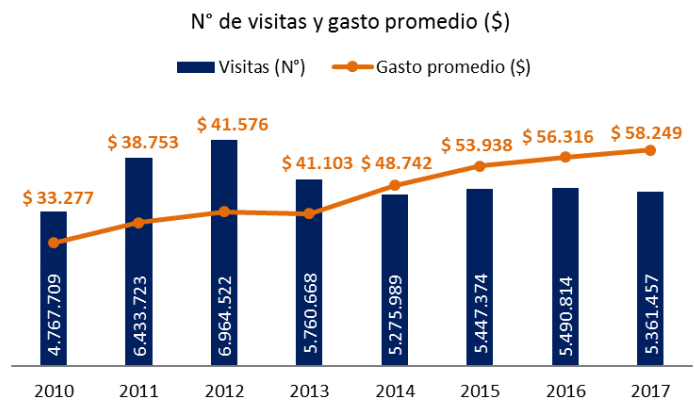


Gráfico 2: Evolución visitas y gasto promedio. Excluye casinos municipales.
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

El gasto promedio de los clientes (industria autorizada por ley N° 19.995), creció 3,4% entre 2016 y 2017, lo que representa el mayor valor de la industria en por lo menos ocho años. Aportaron favorablemente a estos resultados todos los casinos de la industria SCJ (salvo Calama, Antofagasta y Monticello), pero especialmente el casino de Rinconada (+16,5% de crecimiento entre 2016 y 2017 y +115% CAGR₂₀₁₀₋₂₀₁₇) y Ovalle (+92,5% de crecimiento entre 2016-2017) producto de sus 12 meses de operación.

En resumen, las estadísticas de los casinos SCJ indican que en términos de gasto promedio la industria está totalmente recuperada del efecto

provocado por la ley del tabaco en 2013. Sin embargo, las visitas no han retomado los niveles que acumulaba la industria, previo a la entrada en vigencia de dicha ley.

Casino	Ingresos (MM\$)	Visitas (N°)	Gasto promedio (\$)
Calama	11.437 (-8,9%)	204.601 (-1,1%)	55.897 (-7,8%)
Antofagasta	25.913 (-9,3%)	504.597 (-2,5%)	51.354 (-6,9%)
Copiapó	11.338 (+8,8%)	250.144 (+3,6%)	45.328 (+5,0%)
Ovalle	3.301 (+311,7%)	122.495 (+113,9%)	26.944 (+92,5%)
San Antonio	8.424 (+11,2%)	236.184 (-2,9%)	35.667 (+14,5%)
Rinconada	41.925 (+7,4%)	387.069 (-7,9%)	108.313 (+16,5%)
Monticello	75.755 (-6,2%)	794.031 (-5,8%)	95.406 (-0,5%)
Colchagua	6.658 (+1,4%)	97.442 (-10,4%)	68.330 (+13,3%)
Talca	11.497 (-0,3%)	225.614 (-14,0%)	50.961 (+15,9%)
Talcahuano	39.705 (+2,6%)	786.617 (-3,6%)	50.476 (+6,4%)
Los Ángeles	4.874 (+6,8%)	142.559 (+2,2%)	34.191 (+4,5%)
Temuco	21.811 (+1,1%)	440.864 (-9,0%)	49.474 (+11,2%)
Valdivia	12.254 (+3,0%)	303.488 (-3,1%)	40.378 (+6,2%)
Osorno	9.017 (+9,8%)	185.838 (-9,6%)	48.522 (+21,4%)
Chiloé	3.875 (+7,4%)	90.055 (-2,7%)	43.030 (+10,3%)
Coyhaique	5.081 (+4,2%)	122.017 (-11,3%)	41.638 (+17,5%)
P. Arenas	18.265 (+5,4%)	411.680 (+2,5%)	44.366 (+2,8%)
Arica*	7.488 (+8,0%)	-	-
Iquique*	20.712 (-4,1%)	-	-
Coquimbo*	30.109 (+0,1%)	-	-
Viña del Mar*	57.131 (+0,3%)	-	-
Pucón*	12.767 (-0,2%)	-	-
Puerto Varas*	15.939 (+0,9%)	-	-
Puerto Natales*	1.828 (+4,7%)	-	-

Tabla 5: Información 2017 industria del juego. * Casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

La última información disponible en la SCJ indica que a febrero de este año la industria del juego incrementó sus ingresos 1,2% impactada por el mayor gasto promedio (+1,7%) y, secundariamente, por un leve incremento en el N° de visitas (+0,6%, influido únicamente por Ovalle y Los Ángeles).

Durante los dos primeros meses del año destacaron por su crecimiento en ingresos los casinos de Copiapó (+10,6%), Ovalle (+9,4%), Rinconada (+11,5%), Colchagua (+8,9%), entre otros con menor crecimiento.

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,

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, la

Contrarrestaron parcialmente esta cifra, los casinos de Antofagasta (-7,4%), Valdivia (-5,6%), Puerto Varas (-13,1%), entre otros con menor decrecimiento.

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.

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 minoritariamente 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 6: Principales riesgos de la industria y mitigadores de SUN DREAMS. (Fuente: Elaboración propia con información 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.

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

distancia vial mínima entre los casinos de juego, el mecanismo de otorgamiento y extinción de los permisos de operación, los impuestos asociados, vigencia de las licencias, entre otros.

ICR estima que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. Los factores de mayor incertidumbre durante los últimos

años han sido las licencias municipales, lo cual fue clarificado, en parte, a través de la última circular emitida por la SCJ (febrero 2017) que prorrogó el funcionamiento de los casinos municipales hasta el inicio de actividades de los nuevos permisos de operación, cuyas ubicaciones ya se encuentran aseguradas en las actuales comunas donde se emplazan y que las establece como sedes por 45 años (ley N° 20.856).

Adicionalmente, a la fecha se encuentra en proceso de evaluación, las propuestas presentadas por cinco de las siete licencias en licitación, cuyo resultado debería conocerse durante el segundo o tercer trimestre de este año. Con todo, la industria quedaría conformada por los mismos operadores actuales, pero existiendo el riesgo de pérdida de algunas licencias.

Respecto a otras legislaciones que pudieran afectar a SUN DREAMS – y a la industria en que participa –, por tratarse de una empresa inserta en la industria de la entretención en general, existen otros factores que pueden – y han afectado – sus resultados, como las leyes de alcoholes y del tabaco, ésta última con efectos relevantes en la industria

en general (sobre todo durante el 2013), pero cuya recuperación fue paulatina y en los tiempos esperados por los operadores.

Información casinos de juego municipales		
Comuna	Grupo operador actual	Oferentes
Arica	Latin Gaming	• Sin oferentes
Iquique	Sun Dreams	• Sun Dreams
Coquimbo	Enjoy	• Sun Dreams • Enjoy
Viña del Mar	Enjoy	• Enjoy • Sun Dreams
Pucón	Enjoy	• Enjoy • Sun Dreams
Puerto Varas	Sun Dreams	• Enjoy • Sun Dreams
Puerto Natales	Casino Municipal Puerto Natales S.A.	• Sin oferentes

Tabla 7: Información operadores actuales casinos municipales y oferentes durante el actual proceso de licitación.
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

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 principalmente en Chile y Perú, ambos con buenas proyecciones de crecimiento.

Estimaciones del Banco Mundial¹ indican que el PIB agregado de Latinoamérica y el Caribe debería incrementarse respecto al año 2017, impulsado principalmente por la mejora en Brasil, Argentina, Belice, Colombia, Perú y Chile.

Respecto a la economía chilena (que genera gran parte del EBITDA), proyecciones del Banco Mundial y del Banco Central de Chile indican que Chile crecería por sobre el 2017 al igual que Perú, quien por los siguientes tres años debería crecer a tasas cercanas a las que evidenciaba en 2016.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, SUN DREAMS tiene buena dispersión geográfica, con alto acceso a mercados en desarrollo, ofreciendo constantes oportunidades de crecimiento derivado de las operaciones históricas (operaciones chilenas) y de su presencia en Perú.

La operación de Perú se verá potenciada los siguientes períodos con la incorporación de un nuevo activo en ese país, que significó para SUN DREAMS desembolsar cerca de US\$ 26 millones, pero que generaría EBITDA inmediato para la empresa.

Respecto a esta transacción, según información publicada por la empresa, esto corresponde a la adquisición el casino Fiesta en Lima, con aproximadamente 7.000 m² de superficie útil y 680 máquinas de juego, además de otras tres operaciones en Lima, Tacna y Cuzco que en conjunto suman 560 máquinas de juego adicionales.

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 alto flujo de visitas por casino respecto a su competencia correspondiente.



Gráfico 3: Número de visitas por casino aprobado por ley N° 19.995, año 2017. Operaciones en naranja, corresponde a casinos SCJ de SUN DREAMS.
(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 recientemente renovadas (vale decir, con incorporación suficiente de Capex con el fin de mantener estándares de muy alta calidad). En relación a esto, SUN DREAMS cuenta con siete casinos en Chile, manteniendo, además, alta calidad de hoteles, restaurantes, lugares de entretenimiento y activos en Perú.

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 entretenición en todos sus ámbitos, tanto desde la interacción con los clientes hasta el desarrollo de soporte para el negocio y su gestión.

Respecto a la participación de mercado, SUN DREAMS es uno de los principales operadores (sólo considerando operaciones chilenas), manteniendo, por tanto, relativamente alta participación de mercado (37,2% a diciembre de 2017, aun cuando el casino Monticello tuvo una paralización importante durante el año).

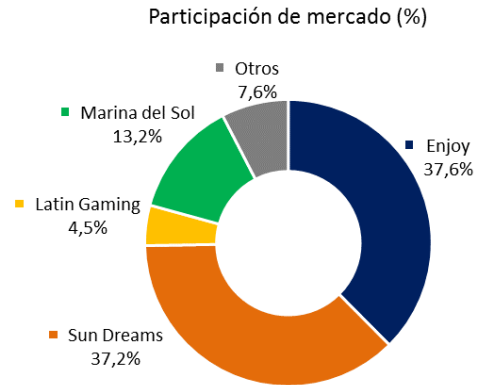


Gráfico 4: Participación de mercado sobre win 2017. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

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, pero impactado el último año dada la paralización de su principal casino (Monticello).

En relación a las ganancias por máquina, la compañía continuó incrementando estos niveles durante el último año respecto al período anterior² en su operación principal (Monticello), cerrando el año 2017 con altos niveles de ganancia por máquina, donde el casino de Rincónada fue el que más creció en la industria en términos porcentuales, pero Monticello corresponde al segundo casino con mayor ganancia en la industria SCJ, aún bajo el escenario de paralización del año recién

pasado. El resto de las operaciones de la compañía si bien disminuyeron su ganancia durante el 2017, a tasa anual compuesta 2010-2017 todas presentaron crecimiento de un dígito.

El retorno del capital, por su parte, continúa relativamente moderado producto de los altos costos financieros en todos los períodos, dadas las reestructuraciones financieras que ha llevado a cabo la compañía.

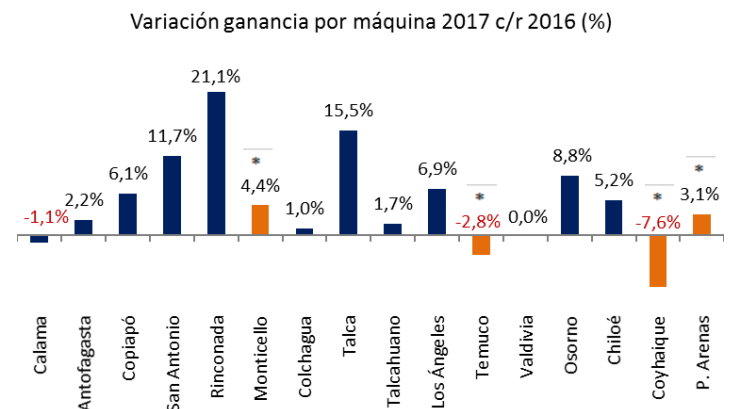


Gráfico 5: Variación ganancia por máquina 2017 respecto a 2016. * Corresponde a casinos de SUN DREAMS. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A diciembre de 2017, los ingresos de SUN DREAMS aumentaron 30,5% respecto al mismo período del año anterior, producto del efecto de la fusión entre Dream S.A. y Sun Latam a partir del 1 de julio de 2016.

El segmento de casinos de juego creció sus ingresos 33%, alimentos y bebidas 3% y hotelería 59%. En términos de aporte por operación, Mostazal es la principal fuente de ingresos para la compañía, representando el 36% en 2017 (aun cuando tuvo una paralización importante que impactó negativamente sus ingresos).

En términos de EBITDA³, a diciembre de 2017 éste aumentó 12,5% respecto a 2016, producto del efecto de la fusión de empresas en 2016 que contablemente implicó que entre el 1 de enero de 2016 hasta el 31 de mayo de 2016 las cifras presentadas fueran las de Sun y a partir del 1 de junio las de la empresa fusionada, dada la adquisición inversa. Lo anterior significa que, desde la mirada de las operaciones de Dream, las cifras 2016 representan una baja base de comparación porque consideran sólo siete meses de operación de Dream.

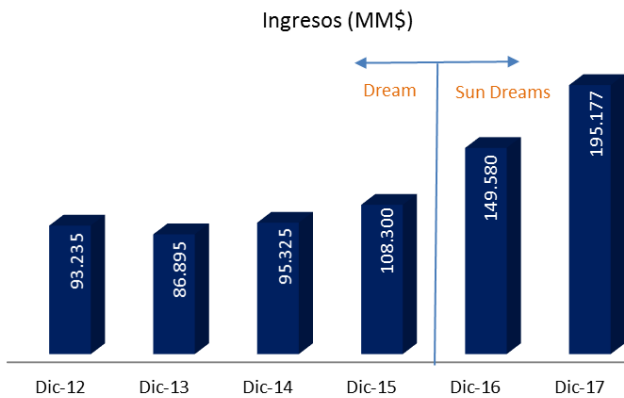


Gráfico 6: Evolución ingresos consolidados Dream y SUN DREAMS. Ingresos 2016 incluyen 5 meses de Sun y 7 meses de SUN DREAMS.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

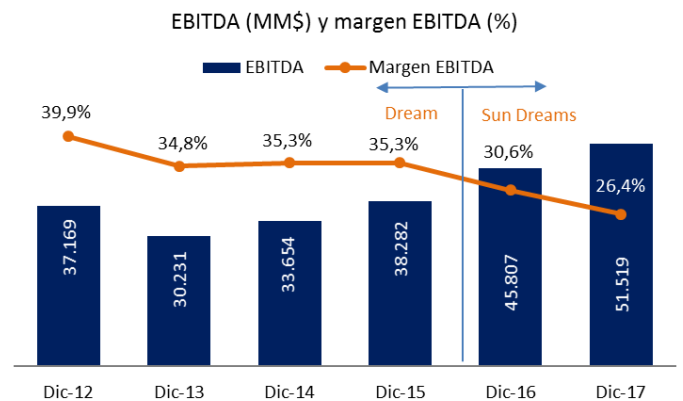


Gráfico 8: EBITDA y margen de EBITDA Dream y SUN DREAMS.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Con cifras proforma, esto es, considerando doce meses de operación de Dream en 2016, el EBITDA de la compañía hubiera caído a dos dígitos en 2017, impactado fuertemente por la menor generación de Monticello durante este año, sumado a la disminución de algunas operaciones chilenas.

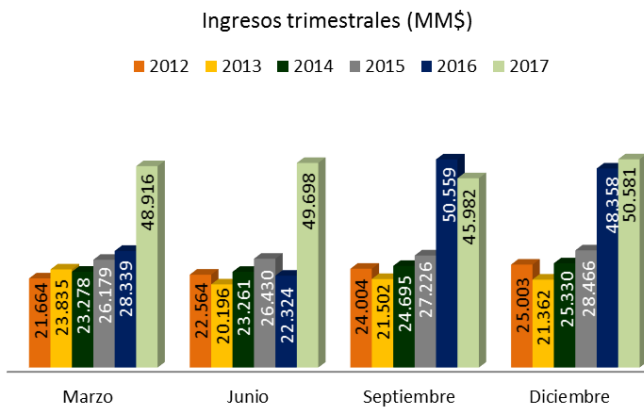


Gráfico 7: Evolución ingresos trimestrales Dream y SUN DREAMS
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos trimestrales, la fusión está claramente representada a partir de los estados financieros a septiembre de 2016, lo que demuestra el aporte relevante de la operación chilena, Monticello. La paralización de este casino luego del siniestro en sala de juegos está contenida al tercer trimestre de 2017, lo que justifica la baja en ingresos de la compañía durante ese período.

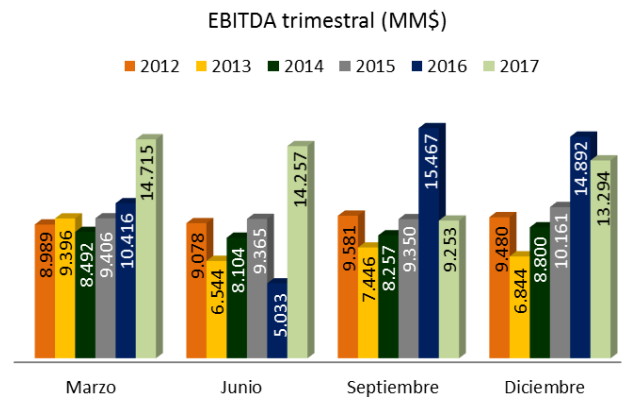


Gráfico 9: EBITDA trimestral Dream y SUN DREAMS.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos trimestrales, las cifras demuestran el impacto que tuvo para la compañía el cierre momentáneo de su operación Monticello durante el tercer trimestre del año, lo que se recuperó parcialmente los períodos siguientes.

El resultado neto a diciembre de 2017 cerró con una utilidad de \$2.203 millones, la menor cifra en al menos seis años. Lo anterior impactó negativamente en los niveles de rentabilidad de la empresa, que cerró el año 2017 con rentabilidades de 0,7% en términos de patrimonio⁴ y 0,5% en términos de activos⁵, pero que dada la contingencia en sala de juegos de Monticello en 2017, debería recuperarse durante 2018.

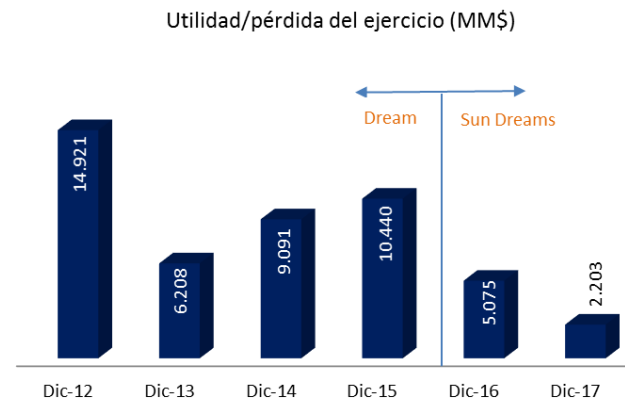


Gráfico 10: Utilidad neta Dream y SUN DREAMS.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2012 hasta diciembre de 2017, la compañía aumentó su deuda financiera⁶ a una tasa anual compuesta de 6,7%, mostrando claramente su incremento al materializarse la fusión de empresas.

impactando negativamente en la clasificación de riesgo de SUN DREAMS.

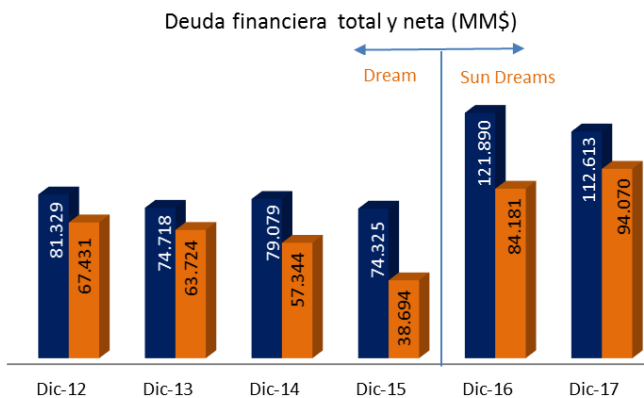


Gráfico 11: Deuda financiera Dream y SUN DREAMS.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Con todo, esta fusión de empresas no alteró los indicadores de deuda históricos de la compañía, dado el aporte relevante de EBITDA que significó para Dream, la fusión con Sun. Así, el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA cerró en 1,84 veces a diciembre de 2016 (año de la fusión) y en 1,83 veces a diciembre de 2017 (aun con un escenario de menor EBITDA desde Monticello).

Si bien el objetivo de la compañía había sido mantenerse en estos niveles de indicadores, los próximos días se produciría el incremento relevante del stock de deuda de SUN DREAMS. Lo anterior significa que los indicadores históricos de la compañía se verían fuertemente impactados sin que exista ningún flujo de EBITDA asociado, lo que está

Indicador (N° de veces)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Endeudamiento total ⁷	0,80	0,68	0,68	0,65	0,55	0,53
Endeudamiento financiero ⁸	0,63	0,56	0,57	0,52	0,38	0,37
Endeudamiento financiero neto ⁹	0,52	0,48	0,41	0,27	0,26	0,31
Cobertura de gastos financieros netos ¹⁰	8,60	7,15	10,89	23,39	7,76	16,86
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹¹	1,81	2,11	1,70	1,01	1,84	1,83
Razón circulante ¹²	1,08	0,66	1,57	1,84	1,27	1,26
Razón ácida ¹³	1,06	0,64	1,54	1,81	1,21	1,20

Tabla 8: Principales indicadores utilizados en la clasificación.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Adicional a esta inyección relevante de deuda, la compañía está en proceso de crecimiento internacional impulsada por su nuevo controlador. Así, en abril de 2017 se materializó la adquisición del casino Fiesta en Lima, Perú y de otras tres operaciones en Lima, Tacna y Cuzco por un valor de US\$ 26 millones, lo que sería financiado mediante deuda, pero que generaría ingresos por cerca de US\$ 20 millones de acuerdo a las cifras obtenidas en los últimos doce meses. Dado el plan de crecimiento establecido por la empresa, podrían producirse otras adquisiciones los próximos períodos, cuyo impacto será evaluado caso a caso por esta clasificadora.

Adicionalmente, durante este año se expondrán los resultados de la licitación de casinos municipales, lo que clarificará dos incertidumbres relevantes para los postulantes: (i) el capex necesario para los siguientes tres años y; (ii) el flujo de EBITDA que mantendrán/perderán los operadores.

Según estimaciones de ICR, el flujo que está generando esta compañía permite que cubra sus obligaciones de los siguientes doce meses¹⁴, si

las futuras inversiones internacionales fueran financiadas con deuda o con inyecciones de capital.

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 la 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 principales indicadores financieros, establecido en la metodología de la 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 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.

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 de otros factores y del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, rebajan esta clasificación hasta categoría A- al tratarse de niveles, por el momento, “Débiles”, respecto a sus niveles históricos.

La clasificación de riesgo de categoría A- está sujeta a que SUN DREAMS: (i) mantenga los niveles actuales de generación de flujo, esto es, un EBITDA aproximado de \$50.000 millones; (ii) no incorpore deuda adicional significativa al balance (salvo capital de trabajo o inversión necesaria para cumplir con las eventuales adjudicaciones municipales) y; (iii) sus proyectos de inversión no impacten significativamente sus indicadores de deuda actuales. En caso contrario, la tendencia o clasificación podría modificarse a la baja.

Un cambio positivo en la clasificación de riesgo podría materializarse conforme la situación financiera de la empresa se fortalezca significativamente, ya sea mediante mayor generación de flujo para pago de deuda o reducción de sus obligaciones mediante inyección de capital.

Instrumentos Clasificados

1. Bonos

SUN DREAMS mantiene vigentes las líneas de bonos N° 736 (serie B) y 737, ambas inscritas el 21 de noviembre de 2012 por UF 5.000.000 cada una a 10 y 30 años plazo, respectivamente. A marzo de 2018, la deuda vigente se concentraba en la serie B, según el siguiente detalle:

Serie B	
Línea	736
Fecha inscripción	5-nov-13
Plazo (años)	4,92
Monto inscrito	UF 3.200.000
Monto colocado	UF 100.000
Deuda vigente	UF 100.000
Tasa emisión	4,92%
Vencimiento	15-oct-18

Tabla 9: Principales características de las series de bonos a marzo de 2018.
(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

Los *covenants* que debe cumplir la compañía se relacionan con cobertura de gastos financieros netos y deuda financiera neta sobre EBITDA, según el siguiente detalle:

Covenant	Exigido	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Deuda financiera neta / EBITDA	<=4,5	1,70	1,01	1,84	1,83
EBITDA / gastos financieros netos	>=3,0	10,89	23,39	7,76	16,86

Tabla 10: *Covenants* financieros.

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

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.

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 menor protección dentro de la categoría A.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-may-12	A	Estable	Primera clasificación
31-may-13	A	Estable	Reseña anual
30-may-14	A	Estable	Reseña anual
09-mar-15	A	Positiva	Cambio de tendencia
29-may-15	A	Positiva	Reseña anual
29-jun-16	A	Positiva	Reseña anual
02-jun-16	A+	Estable	Cambio de clasificación
28-abr-17	A+	Estable	Reseña anual
30-abr-18	A-	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA DREAM Y SUN DREAMS (MM\$)

	DREAM S.A.				SUN DREAMS S.A.	
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16 ¹⁵	Dic-17
Activos corrientes	37.593	24.249	33.478	44.010	54.497	57.090
Activos no corrientes	193.506	201.244	199.204	193.265	445.277	412.419
Activos totales	231.099	225.493	232.681	237.275	499.773	469.508
Efectivo y equivalentes	13.898	10.993	21.735	35.631	37.709	18.543
Pasivos corrientes	34.728	36.602	21.380	23.855	42.786	45.243
Pasivos no corrientes	67.813	54.822	72.677	69.335	133.637	116.852
Pasivos totales	102.542	91.423	94.057	93.190	176.424	162.094
Deuda financiera corriente	22.343	24.128	9.636	11.048	11.803	14.784
Deuda financiera no corriente	58.986	50.589	69.444	63.278	110.087	97.829
Deuda financiera total	81.329	74.718	79.079	74.325	121.890	112.613
Deuda financiera neta	67.431	63.724	57.344	38.694	84.181	94.070
Patrimonio	128.557	134.070	138.624	144.086	323.349	307.414
Ingresos de explotación	93.235	86.895	95.325	108.300	149.580	195.177
Margen de explotación	37.202	33.822	40.647	49.549	62.241	80.860
Resultado operacional	22.438	15.023	17.035	21.750	24.275	20.338
Gastos financieros netos	4.320	4.228	3.089	1.637	5.906	3.056
Utilidad del ejercicio	14.921	6.208	9.091	10.440	5.075	2.203
Razón circulante (N° de veces)	1,08	0,66	1,57	1,84	1,27	1,26
Razón ácida (N° de veces)	1,06	0,64	1,54	1,81	1,21	1,20
Endeudamiento total (N° de veces)	0,80	0,68	0,68	0,65	0,55	0,53
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,63	0,56	0,57	0,52	0,38	0,37
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,52	0,48	0,41	0,27	0,26	0,31
EBITDA	37.169	30.231	33.654	38.282	45.807	51.519
Margen EBITDA (%)	39,9%	34,8%	35,3%	35,3%	30,6%	26,4%
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses	8,60	7,15	10,89	23,39	7,76	16,86
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,81	2,11	1,70	1,01	1,84	1,83
Margen bruto (%)	39,9%	38,9%	42,6%	45,8%	41,6%	41,4%
Margen operacional (%)	24,1%	17,3%	17,9%	20,1%	16,2%	10,4%
Rentabilidad activos (%)	6,6%	2,7%	4,0%	4,4%	1,4%	0,5%
Rentabilidad patrimonio (%)	12,7%	4,7%	6,7%	7,4%	2,2%	0,7%

¹ *Global economic prospects, Broad-Based upturn, but for how long?* Enero 2018. Banco Mundial.

² Información relacionada a casinos SCJ. Casinos municipales a diciembre 2017 no publicaban esta información.

³ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gasto de administración + depreciación y amortización.

⁴ ROE = Utilidad últimos 12 meses / patrimonio promedio.

⁵ ROA = Utilidad últimos 12 meses / activos promedio.

⁶ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁷ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

¹⁰ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

¹¹ Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera neta – efectivo y equivalentes) / EBITDA.

¹² Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹³ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

¹⁴ Ratio de cobertura de servicio de la deuda = (EBITDA – Capex – Impuestos, proyectados) / Obligaciones próximos 12 meses (incluye capital e interés).

¹⁵ Estados financieros de 2016 consideran 5 meses de Novosun y 7 meses de SUN DREAMS.

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 Comisión para el Mercado Financiero, 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.