



ACCIÓN DE RATING

7 de febrero, 2020

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Sun Dreams S.A.

Solvencia	A-
Bonos	A-
Tendencia	Positiva
Estados financieros	3Q-2019

Para mayor información, ir a sección [Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de clasificación de casinos de juego](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Sun Dreams S.A.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría A-/Positiva la clasificación de solvencia y bonos de Sun Dreams S.A., fundamentado principalmente en su eficiencia operacional y en la escala que ha ido adquiriendo mediante su expansión geográfica. Contrarresta parcialmente el rating, la alta incorporación de deuda respecto a sus niveles históricos, destinada tanto a financiar proyectos que generan flujo de caja como operaciones que no generan recursos, lo que justifica que la actual fortaleza financiera de la empresa reduzca su rating asignado a su negocio (categoría A+), pese a los buenos márgenes que generan sus operaciones.

Consideramos que, aun cuando Sun Dreams desarrolla su negocio en un ambiente regulatorio favorable para los incumbentes, con propiedades en buenas ubicaciones geográficas, activos de alta calidad y *market share* relevante, en términos financieros adoptó un mayor riesgo desde hace algunos años, incorporando deuda significativa a su balance —la que no disminuiría al corto plazo— dado el plan de inversiones que tiene en marcha para alargar el *duration* de sus licencias.

Estimamos que, si bien la crisis social chilena tuvo un impacto negativo en el flujo generado por esta compañía en el cuarto trimestre de 2019, el efecto sería menor a la industria producto de: (i) el aporte de las operaciones internacionales adquiridas el año 2018 (Perú y Argentina) y; (ii) la capacidad de Sun Dreams para aumentar puntualmente el gasto comercial de modo tal que los clientes retomen sus visitas a sus instalaciones. Adicionalmente, la compañía no tiene amortizaciones relevantes al corto plazo y no tiene una alta exigencia de Capex.

Destacamos que la situación financiera de Sun Dreams muestra mejoras respecto a la última modificación del rating ([abril de 2018](#)), impactada por la disminución del stock de deuda mediante un EBITDA anualizado que ha crecido cerca de \$10.000 millones entre diciembre de 2017 y septiembre de 2019. Si bien no descartamos que esta tendencia impacte positivamente en la clasificación de riesgo de Sun Dreams, lo mantenemos en evaluación dado que la empresa sigue con su plan de inversiones ([financiado con deuda](#)) cuyo retorno real evaluaríamos una vez materializadas las expansiones.

La tendencia Positiva asignada a la clasificación ([junio de 2019](#)), se sustenta en el impacto positivo que esperamos tenga para la compañía la fusión con Marina del Sol, en términos de escala de sus operaciones y situación financiera. Marina del Sol es un operador que cuenta con cuatro plazas de operación, tres de ellas maduras (Calama, Talcahuano y Osorno) y una recientemente abierta (Chillán), por ende, que esperamos cumpla con su ciclo de maduración en torno a los años 2021-2022.

Perfil de la Empresa

Sun Dreams participa en la industria de entretenimiento en Chile (A1 por Moody's), Perú (A3 por Moody's), Argentina (Caa2 por Moody's) y minoritariamente en Colombia (Baa2 por Moody's) y Panamá (Baa1 por Moody's).

Desde junio de 2016, Sun Dreams es controlada por Sun Latam, quien con su 64,94% de participación nombra tres de los cinco directores de la sociedad, mientras que la familia Fischer (35,06% de propiedad) nombra los dos directores restantes. Esta estructura se modificaría a corto plazo, conforme se materialice la compra de un 15% de las acciones por parte de la familia Fischer (Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda.) a Sun International (Sun Latam SpA.), anunciado en abril de 2019, lo que permitiría que los actuales accionistas compartan la propiedad en un 50% cada uno.

El último cambio de directores se hizo en septiembre de 2018, producto de la salida del fondo de inversión Entretenimientos del Sur, que mantenía el 19,32% de participación (esto implicó el aumento de participación de los actuales accionistas en la sociedad). Así, este cambio en la estructura de propiedad implicó la entrada de Humberto Fischer al directorio en reemplazo de Roberto Chute.

La administración de Sun Dreams suele mantenerse estable, sin cambios relevantes en los cargos de primera línea, considerados estratégicos para el negocio.

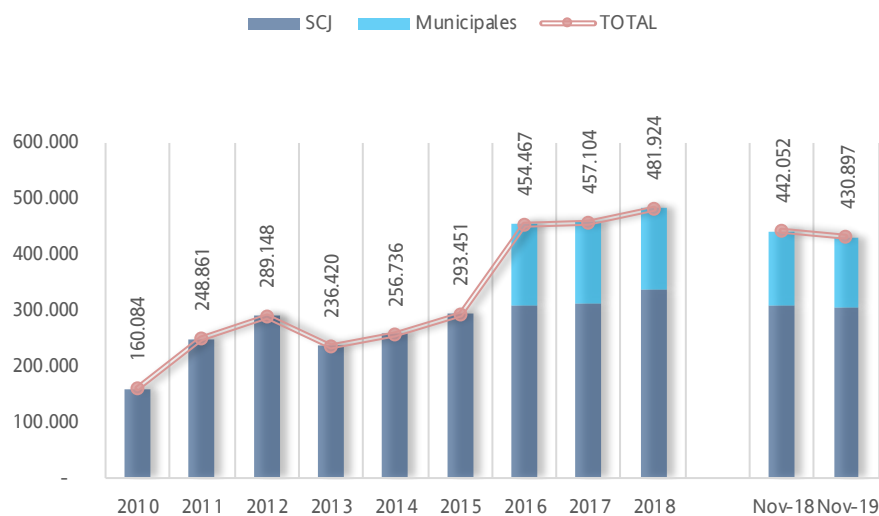
Industria del juego en Chile

Significativa caída de ingresos de la industria de casinos de juego durante el mes de octubre (-20,5%), la que se recuperó parcialmente en noviembre (-4,2%)

Según información publicada por la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ), a noviembre de 2019 los ingresos brutos del juego (win), disminuyeron 2,5% respecto al mismo período del año anterior (incluyendo casinos municipales), influidos por la crisis social iniciada el 18 de octubre que produjo una contracción de la industria de 20,5% sólo durante el mes que comenzaron las demandas sociales y de 4,2% en noviembre.

Ingresos de casinos municipales se redujeron 6,5% a noviembre 2019, mientras que los SCJ bajaron sólo 0,8% en el mismo período de medición

Evolución ingresos brutos del juego (MM\$)



Fuente: SCJ

OPERACIONES DE SUN DREAMS

Licencia	Expiración
Iquique	2035
Mostazal	2023
Temuco	2024
Valdivia	2024
Puerto Varas	2021 (pérdida de licencia en último proceso municipal)
Coyhaique	2027
Punta Arenas	2024
Mendoza	2033
Perú (ocho operaciones)	Renovables por 4 años
Bogotá	Renovables por 5 años
Cartagena	Renovables por 5 años
Ciudad de Panamá	Disponible para la venta

Fuente: La compañía

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Sun Latam SpA.	64,94%
Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda.	35,06%

Fuente: Información CMF a diciembre de 2019

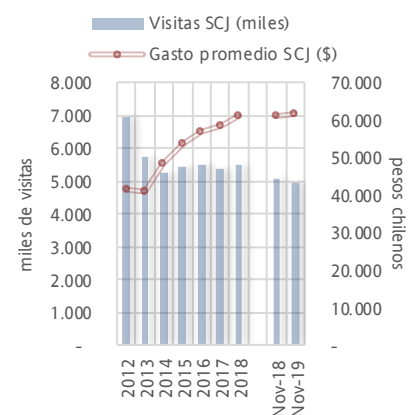
DIRECTORIO

Claudio Fischer L.	Presidente
Enrique Cibié Bluth	Director
Humberto Fischer L.	Director
Anthony Leeming	Director
Norman Basthdaw	Director

Fuente: CMF

Tasa de crecimiento del gasto promedio es la menor desde la implementación de la Ley del Tabaco (2013)

Evolución gasto promedio por cliente (\$) y número de visitas (miles), ambos en modalidad SCJ



Fuente: SCJ

Estas caídas fueron mitigadas parcialmente por la entrada en operación de Chillán en julio de 2019 y por el proceso de maduración de Arica que opera desde septiembre de 2017 (ambos SCJ). Sin estas operaciones, vale decir, en términos de casinos equivalentes, la caída de ingresos sería del orden de 3,6% acumulado a noviembre 2019, 23% en el mes del estallido social y 6,5% en el mes de noviembre.

Caída significativa en el número de visitas en la industria de casinos de juego durante los meses de octubre (-17%) y noviembre (-11%)

Pese al gran impacto que tuvo la crisis social en los ingresos de la industria, casinos como Antofagasta, Rinconada, Talcahuano, Coquimbo y Viña del Mar, venían con importantes contracciones previo al 18 de octubre, lo que terminó por intensificarse post crisis y que no alcanzó a ser contrarrestado por el aporte de los casinos de Arica-SCJ y Chillán, que se encuentran en proceso de maduración.

Lo que se venía observando hasta septiembre de 2019, era la disminución de las visitas en gran parte de los casinos de juego (excepto en Arica-SCJ, Calama, Antofagasta, Ovalle, Rinconada, Monticello y Punta Arenas) y un aumento del gasto promedio en prácticamente todas las operaciones (a excepción de Calama, Antofagasta y Rinconada).

En octubre, lo que se produjo fue una caída generalizada en las visitas (14% en modalidad SCJ y 24% en municipales¹) sumado a una disminución de 7% en el gasto promedio SCJ, lo que no se observaba desde la entrada en vigencia de la Ley del Tabaco de 2013.

Si bien en noviembre la caída total de las visitas fue menor respecto al mes del estallido social, el flujo de clientes en los casinos SCJ disminuyeron 3,7% y 28,5% en los municipales. Con estas caídas en los meses de octubre y noviembre, se tiene que en los once meses del año 2019 las visitas de la industria se redujeron 5,7% (ambas modalidades) y el gasto promedio alcanzó a mantener su tendencia positiva (+1,2%, SCJ).

Variación industria en términos de ingresos, visitas y gasto medido a septiembre (9 meses) y mensual para los períodos de octubre y noviembre

Operación	Ingresos			Visitas			Gasto			
	Δ% ingresos acumulados a sep-19 ⁽¹⁾	Δ% ingresos mensuales de oct-19 ⁽²⁾	Δ% ingresos mensuales de nov-19 ⁽³⁾	Δ% visitas acumuladas a sep-19 ⁽¹⁾	Δ% visitas mensuales de oct-19 ⁽²⁾	Δ% visitas mensuales de nov-19 ⁽³⁾	Δ% gasto acumulado a sep-19 ⁽¹⁾	Δ% gasto mensual de oct-19 ⁽²⁾	Δ% gasto mensual de nov-19 ⁽³⁾	
CASINOS SCJ	Arica	53,5%	34,0%	38,3%	12,4%	-4,1%	4,0%	36,5%	39,8%	33,0%
	Calama	3,6%	-15,0%	6,7%	6,8%	-8,4%	10,7%	-3,0%	-7,2%	-3,7%
	Antofagasta	-3,5%	-33,0%	2,4%	2,5%	-18,7%	-4,1%	-5,8%	-17,6%	6,7%
	Copiapó	-5,6%	-23,1%	-0,2%	-6,6%	-13,1%	-2,3%	1,2%	-11,5%	2,2%
	Ovalle	17,6%	-0,1%	3,2%	1,2%	-19,6%	-11,6%	16,2%	24,3%	16,7%
	San Antonio	0,1%	-20,1%	-19,0%	-5,4%	-24,2%	-28,0%	5,8%	5,4%	12,4%
	Rinconada	-3,8%	-45,6%	-12,2%	2,3%	-7,9%	-9,8%	-5,9%	-40,9%	-2,7%
	Monticello	3,1%	-18,8%	6,1%	3,5%	-22,6%	1,9%	-0,4%	4,9%	4,1%
	Colchagua	-7,2%	0,6%	-4,0%	-14,4%	-22,5%	-12,8%	8,4%	29,8%	10,1%
	Talca	-5,5%	-21,7%	-19,7%	-7,9%	-23,3%	-21,8%	2,6%	2,1%	2,8%
	Talcahuano	-3,5%	-17,0%	-9,6%	-8,5%	-21,2%	-9,5%	5,5%	5,3%	0,0%
	Los Ángeles	0,9%	-27,5%	-1,3%	-19,3%	-14,6%	-14,6%	25,0%	-15,2%	15,6%
	Temuco	0,5%	-17,0%	9,4%	-0,6%	-13,7%	-3,8%	1,1%	-3,8%	13,7%
	Valdivia	10,4%	-32,2%	-42,7%	-0,1%	-39,2%	-55,2%	10,4%	11,4%	27,9%
	Osorno	1,8%	-5,1%	1,6%	-2,3%	-9,7%	-0,6%	4,2%	5,1%	2,2%
Chiloé	3,6%	18,0%	0,6%	-4,7%	2,0%	5,7%	8,7%	15,6%	-4,8%	
Coyhaique	2,8%	-17,4%	-22,3%	-5,1%	-22,4%	-16,7%	8,3%	6,4%	-6,8%	
P. Arenas	3,7%	-1,3%	-2,4%	0,9%	-9,2%	1,4%	2,8%	8,7%	-3,8%	
TOTAL SCJ	1,4%	-19,8%	-0,4%	-0,3%	-13,8%	-3,7%	1,0%	-5,1%	3,0%	
CASINOS MUNICIPALES	Arica	-12,6%	-18,2%	-18,8%	43,2%	38,5%	50,4%	-	-	-
	Iquique	-1,0%	-29,2%	-12,8%	-10,9%	-32,0%	-26,9%	-	-	-
	Coquimbo	-6,6%	-32,6%	-3,4%	-0,7%	-31,2%	-16,4%	-	-	-
	Viña del Mar	-6,2%	-18,9%	-17,8%	-17,7%	-29,0%	-46,5%	-	-	-
	Pucón	-1,6%	-14,5%	-29,1%	-9,8%	22,2%	21,8%	-	-	-
	Puerto Varas	1,6%	-13,1%	-0,8%	-	-	-	-	-	-
	Puerto Natales	6,3%	-11,2%	-7,3%	16,4%	-5,7%	-18,3%	-	-	-
	TOTAL MUNICIPALES	-4,4%	-22,4%	-13,2%	-11,6%	-24,4%	-28,5%	-	-	-
VARIACIÓN INDUSTRIA	-0,4%	-20,5%	-4,2%	-4,1%	-16,8%	-11,0%	-	-	-	

Fuente: Elaboración propia con información de SCJ.

(1) Variación de los 9 primeros meses de 2019 respecto al mismo período del año anterior;

(2) Variación del mes de octubre 2019 respecto al mes de octubre de 2018;

(3) Variación del mes de noviembre de 2019 respecto al mes de noviembre de 2018.

Clasificación de riesgo del negocio: A+

Ambiente regulatorio continúa favorable para los incumbentes. No se esperan cambios normativos en el corto plazo

En nuestra opinión, 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 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.

Estimamos que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. Los factores de mayor incertidumbre durante los últimos años fueron las licencias municipales, lo cual fue clarificado en 2018 con la renovación de Sun Dreams de su licencia de Iquique (único oferente) y la pérdida de la operación de Puerto Varas (adjudicada por Enjoy).

A la fecha, no existen regulaciones vigentes (o en proceso) impactando los resultados de la empresa ni de la industria.

Contracción del crecimiento chileno no cambia nuestra opinión de corto plazo respecto a la buena ubicación de las operaciones de Sun Dreams

En nuestra opinión, Sun Dreams está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones mayoritariamente en Chile y está creciendo de manera relevante en Perú y, si bien participa en Argentina (que corresponde a una economía con mayor riesgo relativo), la operación ha aportado positivamente al flujo de la compañía y continúa siendo secundaria respecto a la generación de Chile y Perú.

Aun cuando las estimaciones de crecimiento para nuestro país se acotaron por la extensión del estallido social, seguimos considerando que Chile presenta buenas perspectivas de largo plazo, lo que permitiría generar un flujo recurrente para la firma mediante su buena dispersión geográfica y acceso a mercados en desarrollo.

En nuestra evaluación del impacto de las demandas sociales decidimos ratificar el rating de Sun Dreams producto tanto del flujo que genera esta compañía para cubrir sus obligaciones como de la recuperación que estaban teniendo sus operaciones de mayor relevancia. Lo anterior pese a que la compañía está en proceso de incorporar un **mayor stock de deuda** a su balance para financiar el plan de expansión en Latinoamérica, lo que según nuestras estimaciones no se desajustaría de su actual clasificación, de continuar recuperando parcialmente en 2020 el menor flujo generado producto de la crisis social. Lo anterior significa que, si bien nuestras expectativas son desfavorables para Chile en términos de crecimiento para este año, nuestros modelos no consideran que esto sea replicable al largo plazo.

Por otra parte, Perú los años 2019 y 2020 cerraría con niveles de crecimiento similares al 2018 según las estimaciones del Banco Mundial, lo que lo sitúa como uno de los países de mayor crecimiento de América Latina y el Caribe.

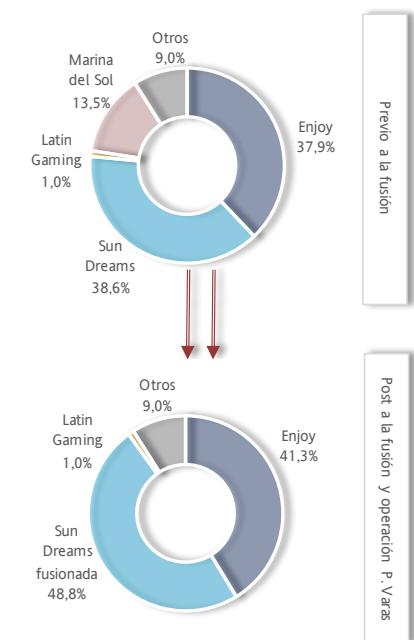
Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta Sun Dreams, principalmente corresponden a propiedades ubicadas en mercados donde los visitantes son locales, lo que implica que muchos de los casinos son de frecuencia, permitiendo un alto flujo de visitas por casino. Pese a lo anterior, recalamos la alta dependencia que tiene la compañía a un casino en particular (Monticello), lo que podría generar un riesgo adicional ante una eventual pérdida en el proceso de renovación para una compañía que

	A	BBB	BB	B
Regulación / Competencia				
Ubicación				
Características de los activos				
Diversificación geográfica				
Eficiencia operacional				

Fuente: metodología de casinos de juego, ICR.

Sun Dreams continuaría liderando el mercado en Chile post fusión con Marina del Sol, de materializarse

Participación de mercado a noviembre 2019 (UDM)



Fuente: SCJ. Casino de Puerto Varas se incluye en Sun Dreams previo a la fusión (de materializarse) y en Enjoy post fusión (de materializarse), asumiendo que Enjoy lograría generar el nivel de ingresos actual en su nueva operación de Puerto Varas. Colchagua incluido en Otros.

desde el cambio de controlador ha estado activa en inversiones (pero de escala moderada).

Estimamos que lo anterior se mitiga mediante la fusión de la compañía con Marina del Sol (de materializarse), operación que generaría una ampliación relevante de la escala actual de Sun Dreams, sin deterioro de los indicadores.

Compañía continúa siendo un actor relevante en Chile, pese a su bajo nivel de Capex de mantención en algunos períodos

En nuestra opinión, Sun Dreams cuenta con activos de gran calidad. 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, el que estuvo contraído en algunos períodos mientras se resolvía la adjudicación de los casinos municipales).

Sun Dreams consolida la propiedad de 19 casinos (7 en Chile, 8 en Perú, 1 en Argentina, 2 en Colombia y 1 en Panamá), pero en los próximos años dejaría de operar la licencia municipal de Puerto Varas, tras no renovarla en el último proceso de adjudicación. A lo anterior se suma la alta calidad de hoteles, restaurantes y lugares de entretenimiento.

Estos activos le permiten a la compañía ser uno de los principales operadores en Chile, con una participación de 38,6% anualizada a noviembre de 2019 (35,2% si se excluye Puerto Varas), que se incrementaría hasta 48,8% luego de la fusión con Marina del Sol, además de estar en constante expansión geográfica para aumentar el *duration* de sus licencias.

Consideramos que la compañía tiene suficiente escala —medida sobre el número de posiciones de juego de Sun Dreams respecto a la industria —para permitir grandes campañas promocionales y para la inversión y uso de nuevas tecnologías para mejorar los procesos y la eficiencia. Respecto al marketing, durante los últimos años la compañía ha continuado con un gasto cercano al 10% de los ingresos el que es diferenciado por cada unidad de negocio, pero guiada por una unidad central. En relación con la inversión en tecnología, Sun Dreams mantiene contratos con diversos proveedores para ofrecerle a los clientes una mayor variedad de juegos en máquinas de azar.

Indicadores operacionales estables hasta septiembre de 2019, los que se contraerían significativamente post crisis social

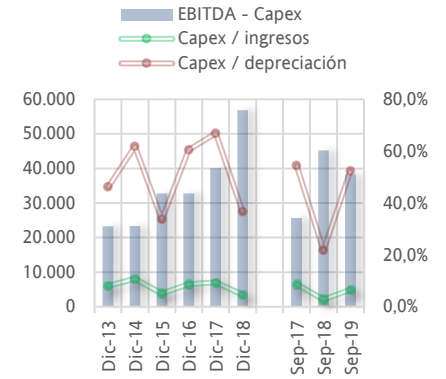
Respecto al desempeño operacional, consideramos que Sun Dreams tiene altos márgenes respecto a sus competidores y al tipo de casinos que opera, los que han tenido disminuciones ocasionales al momento de incorporar operaciones con menores márgenes, como es el caso de Perú y Argentina.

Nuestras estimaciones no descartan que los márgenes históricos que ha tenido la compañía se reduzcan al corto plazo, como consecuencia del plan de expansión que tiene en marcha y que necesita de un período de adecuación de las operaciones incorporadas al modelo de negocios de Sun Dreams. La fusión con Marina del Sol, por su parte, implicaría consolidar operaciones con *win per day* muy cercano al promedio de la industria (salvo Chillán que está en proceso de maduración), por lo que la operación no impactaría negativamente en los márgenes de Sun Dreams al mediano plazo.

En relación con las ganancias por máquina, la compañía continuó incrementando estos niveles a noviembre de 2019 en gran parte de sus casinos SCJ² (salvo en casino de Coyhaique), lo que es relevante considerando la contracción que tuvo la industria producto de la crisis social iniciada en octubre.

Inversiones de Sun Dreams estuvieron contraídas previo al proceso de adjudicación de licencias municipales

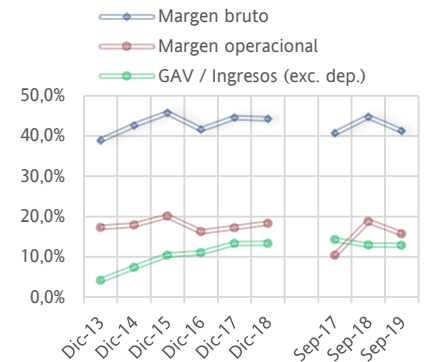
Evolución EBITDA neto (MM\$), intensidad de inversiones (%) y suficiencia de inversiones (%)



Fuente: Estados financieros

Márgenes a septiembre presentaron un retroceso producto de las operaciones adquiridas el último período

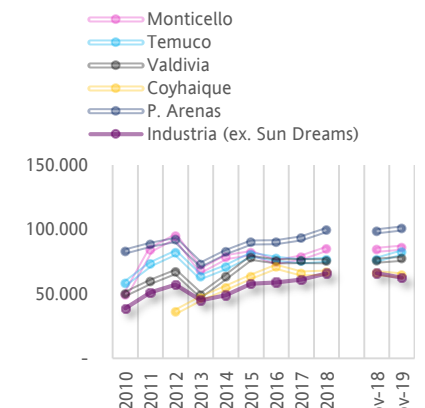
Evolución eficiencia, márgenes bruto y operacional (%)



Fuente: Estados financieros

Sun Dreams continúa con win per day sobre la industria

Ganancia diaria por máquina, casinos SCJ (\$)



Fuente: Elaboración propia. Datos SCJ

Hasta septiembre de 2019, la compañía continuaba con alto retorno del capital aunque disminuyendo respecto al período anterior producto de su menor resultado operacional y mayores gastos financieros, ambos consecuencia del plan de expansión que tiene en marcha.

Las rentabilidades de la compañía muestran un claro quiebre luego del cambio de controlador (2016) y del impacto que tuvo el incidente ocurrido en Monticello (2017), luego de lo cual, si bien las rentabilidades se incrementaron, no retoman los niveles históricos de la compañía. Nuestras estimaciones no consideran que las rentabilidades de la empresa vuelvan a los niveles históricos (dado el cambio de estrategia luego del cambio de controlador), pero sí que se mantenga en su posición de liderazgo en la industria, lo que sería potenciado con la fusión con Marina del Sol.

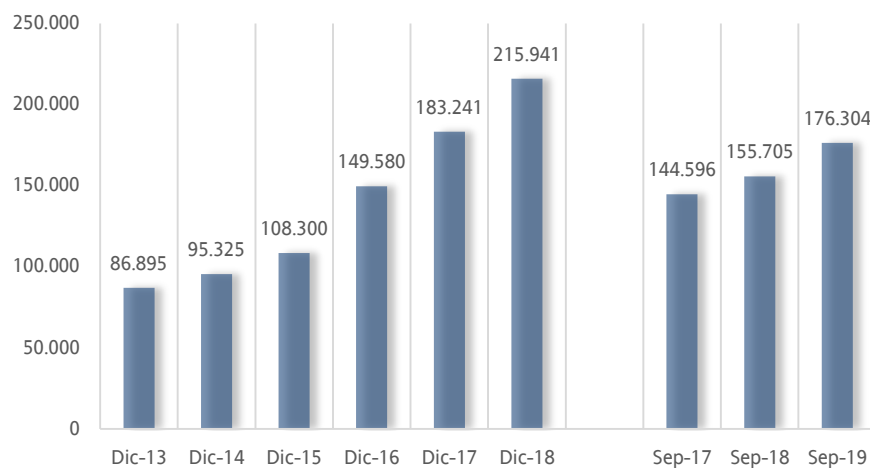
Evaluación de la fortaleza financiera: Débil respecto a su rating del negocio (A+)

Impacto de la crisis social iniciada el 4Q-19 sería contrarrestado parcialmente con las operaciones extranjeras adquiridas el año 2018 (Perú y Argentina)

Hasta septiembre de 2019, los ingresos de Sun Dreams habían aumentado 13,2% respecto al mismo período del año anterior, producto de la incorporación de la operación argentina en julio de 2018 y de los casinos peruanos Fiesta, Luxor (Lima y Tacna) y Mystic, todos en abril de 2018. Respecto a las operaciones chilenas, todas tuvieron una variación positiva de ingresos a septiembre de 2019, salvo Iquique y Temuco, que se mantuvieron prácticamente planas en el período.

Sin la incorporación de los casinos peruanos y argentino, la variación de ingresos de Sun Dreams hubiera sido igualmente positiva

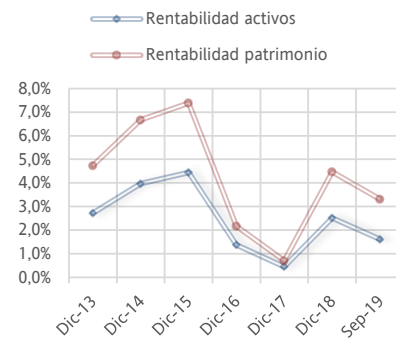
Evolución ingresos consolidados (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Pese a que las cifras del último trimestre de 2019 no han sido publicadas, en ningún caso serían favorables para la compañía, dada la contracción relevante que tuvo la demanda en sus operaciones chilenas (principalmente en octubre), lo que estimamos fue contrarrestado parcialmente por las nuevas operaciones incorporadas en 2018. Así, las cifras publicadas por la SCJ muestran que en octubre todas las operaciones chilenas de Sun Dreams disminuyeron sus ingresos a tasas de dos dígitos (excepto Punta Arenas),

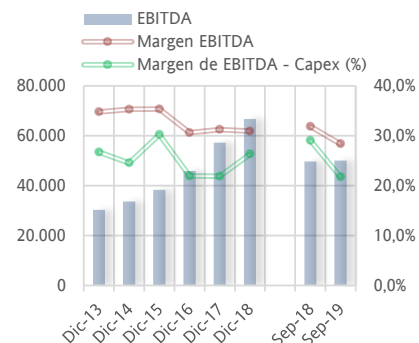
Rentabilidades de Sun Dreams muestran un quiebre al momento de la fusión con Sun Latam
Evolución rentabilidades (%)



Fuente: Estados financieros

Pese a mayores gastos asumidos por la compañía a septiembre 2019, su margen neto de inversiones se mantiene alto

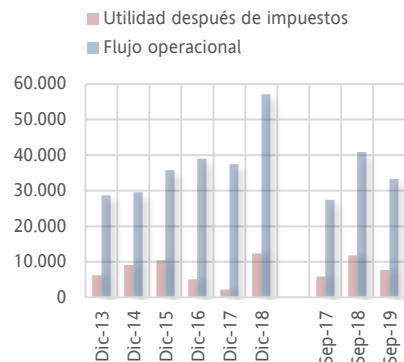
Evolución EBITDA (MM\$) y márgenes de EBITDA y de EBITDA ajustado inversiones (%)



Fuente: Estados financieros

Menor utilidad influida por aumento de gastos financieros y baja operacional por mayor pago a proveedores

Evolución de utilidad/pérdida del ejercicio y flujo procedente de actividades operacionales (MM\$)



Fuente: Estados financieros

mientras que en noviembre sus casinos Monticello, Temuco y Puerto Varas mostraron una clara recuperación de ingresos a la vez que Valdivia, Coyhaique e Iquique continuaban disminuyendo a doble dígito.

Hasta septiembre de 2019, Sun Dreams había generado \$50.033 millones de EBITDA³, cifra sólo 0,8% superior respecto al mismo período del año anterior producto de un aumento generalizado de gastos de la compañía en Chile, como personal, gastos generales y marketing y por la entrada en vigor de un nuevo impuesto en Perú que grava los ingresos de casinos, aplicándose un sistema específico de Soles por mesa y/o tragamonedas. Lo anterior fue contrarrestado por la mayor escala que tiene la compañía luego de la adquisición de los casinos argentino y peruanos, sin los cuales, el EBITDA de Sun Dreams hubiera variado negativamente en el período. Con esta cifra, el margen EBITDA⁴ a septiembre 2019 cerró en 28,4%, que contrasta negativamente con el 31,9% obtenido al mismo período de 2018.

En términos de flujo, durante los primeros nueve meses de 2019 la compañía generó un flujo operacional⁵ 18,4% inferior respecto al mismo período del año anterior, producto del mayor pago a los proveedores respecto al crecimiento de la recaudación.

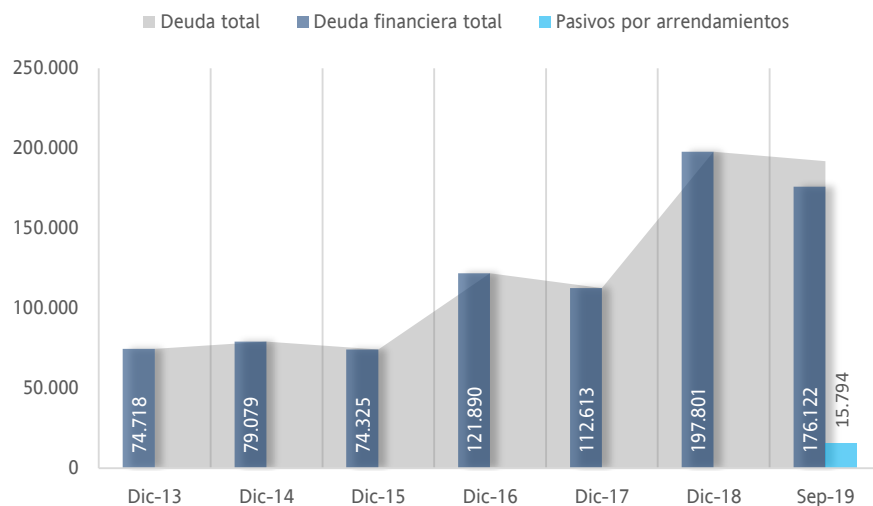
La utilidad de la compañía cerró en \$7.630 millones a septiembre de 2019, cifra 35,1% inferior respecto al mismo período del año anterior, impactada por el mayor gasto financiero que creció 26,5% en los primeros nueve meses del año y que continuaría aumentando como resultado del plan de expansión que Sun Dreams tiene en marcha a ser financiado con una fracción relevante de nueva deuda.

Pese a menor deuda a septiembre de 2019, plan de inversiones implicaría aumentar obligaciones al mayor stock histórico de la compañía

El stock de deuda financiera⁶ de la empresa cerró en \$176.122 millones a septiembre de 2019 (excluye pasivos por NIIF 16), lo que representó una disminución de 11% respecto al cierre de diciembre de 2018, lo que, si bien representa un tercer año consecutivo de desapalancamiento, no estimamos que esa tendencia se mantenga al corto plazo, dada la emisión de bonos locales que tiene en marcha para desarrollar su plan de inversiones.

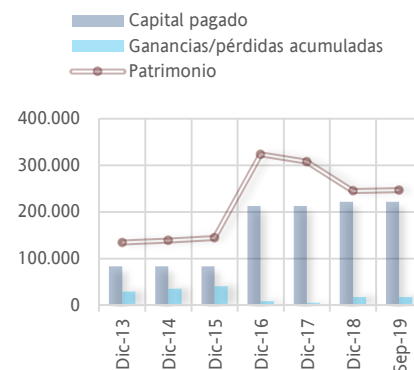
Stock de deuda debería incrementarse al corto plazo como consecuencia del financiamiento de su expansión geográfica mediante bonos locales

Evolución stock de obligaciones financieras y pasivos por arrendamiento (MM\$)



Fuente: Estados financieros

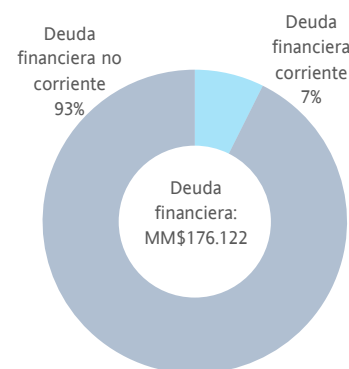
Estructura patrimonial continúa altamente capitalizada, pese a su reorganización de 2018
Composición estructura patrimonial (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Deuda financiera altamente concentrada al largo plazo

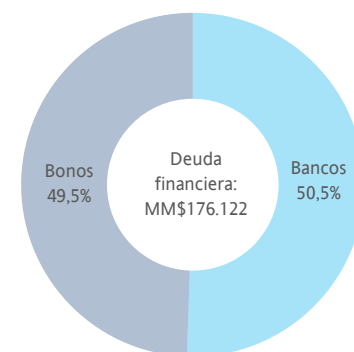
Composición de la deuda financiera (%)



Fuente: Estados financieros

Exposición a bonos locales aumentaría los próximos periodos, dado el plan de expansión de la compañía

Composición de la deuda financiera por tipo de deuda (%)



Fuente: Estados financieros

Si bien la compañía había mostrado ser conservadora en términos de endeudamiento, la estructura actual de balance muestra que el stock de deuda se ha incrementado significativamente desde el cambio de controlador, lo que se produjo tanto por la expansión geográfica que está siguiendo la empresa, como por la salida de la propiedad del fondo Entretenimientos del Sur (adquirida por la familia Fischer y por Sun Latam), que fue financiada vía préstamos relacionados desde Sun Dreams hacia sus accionistas.

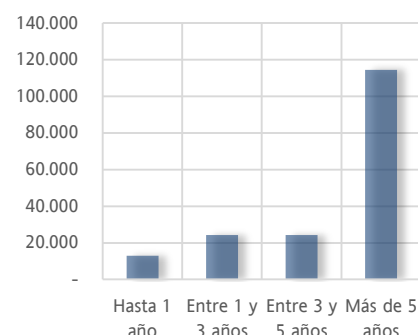
Lo anterior, derivó en un cambio negativo en la clasificación de riesgo (abril 2018) y en una categorización de su fortaleza financiera en “Débil” no porque la empresa mostrara contracción en su generación de flujo, sino porque el stock de deuda se desalineó de su rango histórico, lo que produjo que sus indicadores alcanzaran el mayor valor de los anteriores seis años.

Destacamos que la situación financiera de la compañía muestra mejoras respecto a la última modificación del rating (abril 2018), impactada por la disminución del stock de deuda mediante un EBITDA anualizado que ha crecido cerca de \$10.000 millones entre diciembre de 2017 y septiembre de 2019. Si bien no descartamos que esta tendencia impacte positivamente en la clasificación de riesgo de Sun Dreams, lo mantenemos en evaluación dado que la empresa sigue con su plan de inversiones (financiado con deuda) cuyo retorno real evaluaríamos una vez materializadas las expansiones.

Si bien la compañía ha sido activa en inversiones durante los últimos años (impulsada por el controlador), consideramos que el *pool* adquirido hasta la fecha se ajusta al modelo de negocios de ex Dream, vale decir, corresponde a operaciones con baja deuda, que aportan flujo inmediato y relativamente estable. Respecto al margen, si bien la nueva cartera de inversiones tiene margen EBITDA inferior al de Sun Dreams (consolidado), de todas formas se ajusta a algunas operaciones chilenas SCJ, permite alargar el *duration* de las licencias y mitigar la pérdida de la licencia de Puerto Varas. La eventual fusión con Marina del Sol, por su parte, continuaría potenciando la escala de esta compañía y mejoraría levemente sus indicadores de deuda y márgenes, lo que justifica la tendencia positiva asignada a la clasificación de este emisor.

Estimamos que Sun Dreams tiene holgura respecto a otros competidores de la industria para enfrentar eventualidades, ya sean de mercado o del negocio, lo que significa que su clasificación tiene menor probabilidad de deteriorarse ante eventos que afecten su generación de flujo respecto a competidores con mayor stock de deuda relativa, lo que quedó demostrado luego del shock exógeno provocado por la crisis social chilena que no impactó negativamente en la clasificación de este emisor. A lo anterior se suma que la empresa no tiene una presión de Capex de desarrollo importante para los próximos períodos dado que sólo renovó una de sus dos licencias municipales, lo que no implicaría un desembolso significativo para Sun Dreams.

Vencimientos de largo plazo (sobre 5 años) corresponden a bonos locales
Perfil de amortización (MM\$)



Fuente: La compañía, datos a sep-2019

Evolución principales indicadores utilizados en la clasificación (N° de veces)

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	Sep-19
Endeudamiento total ⁷	0,68	0,65	0,55	0,52	1,09	1,04
Endeudamiento financiero ⁸	0,57	0,52	0,38	0,37	0,81	0,71
Endeudamiento financiero neto ⁹	0,41	0,27	0,26	0,31	0,69	0,61
Cobertura de gastos financieros netos ¹⁰	10,89	23,39	7,76	18,74	16,26	10,37
Deuda financiera neta sobre EBITDA	1,70	1,01	1,84	1,64	2,52	2,25
Razón circulante ¹¹	1,57	1,84	1,27	1,26	1,72	1,75
Razón ácida ¹²	1,54	1,81	1,21	1,20	1,67	1,70
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) ¹³	9,56	21,84	6,60	12,24	13,90	7,66
Deuda financiera neta / Flujo operacional ¹⁴	1,94	1,08	2,16	2,51	2,94	3,05

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Respecto a algunos indicadores de deuda, la compañía cerró el trimestre previo a la crisis social con un endeudamiento total de 1,04 veces, cifra significativamente inferior respecto a la industria (pero superior a sus niveles históricos que mostraban un indicador inferior a 1 vez), producto del efecto dual de su menor stock de deuda financiera respecto a la industria y alto patrimonio, éste último influido positivamente por la alta capitalización con que cuenta la estructura patrimonial de Sun Dreams.

Del mismo modo, dado que sus márgenes continuamente se sitúan sobre la industria, sus indicadores de cobertura de gastos financieros y de deuda financiera neta sobre EBITDA se ubican en mejores niveles que su competencia, pero sobre sus ratios históricos.

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprende tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

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 primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. 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 la cual la liquidez de una empresa se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos N^{os} 736 y 737 (series D y E; y en proceso de inscripción la serie F). En nuestra opinión, 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:

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 736	Línea 737
Fecha inscripción	21-nov-12	21-nov-12
Plazo (años)	10	30
Monto inscrito	UF 5.000.000	UF 5.000.000
Monto colocado vigente	-	UF 3.100.000
Series vigentes	-	D, E

Fuente: Elaboración propia con información de CMF a noviembre de 2019.

Respecto a las características específicas de las series vigentes, se tiene que:

Principales características series de bonos vigentes

	Serie D	Serie E
N° de inscripción	737	737
Fecha inscripción	04-may-18	30-jul-18
Plazo (años)	9,83	9,58
Monto inscrito	UF 2.500.000	UF 600.000
Monto colocado	UF 2.500.000	UF 600.000
Deuda vigente	UF 2.500.000	UF 600.000
Tasa emisión (%)	3,97%	3,92%
Vencimiento	15-mar-28	15-mar-28

Fuente: Elaboración propia con información CMF (noviembre 2019) y LVA Índices.

Los *covenants* asociados a los contratos de bonos se han cumplido con amplia holgura en todos los períodos de evaluación:

Principales resguardos financieros bonos

Covenant	Exigencia	Sep-18	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19
Deuda financiera consolidada neta / Patrimonio total	<=2,0 veces	1,0	0,8	0,6	0,7	1,04
Deuda financiera consolidada neta / EBITDA	<=4,5 veces	2,68	2,50	2,30	2,40	2,25

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Al corto plazo debería materializarse la colocación de la serie F, cuyo uso de los fondos evaluamos mediante [comunicado de noviembre de 2019](#), donde estipulamos que no consideramos que la colocación tenga impacto negativo en la clasificación de Sun Dreams.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones

Fecha	Solvencia	Bonos	Tendencia	Motivo
31-may-12	A	A	Estable	Primera clasificación
31-may-13	A	A	Estable	Reseña anual
30-may-14	A	A	Estable	Reseña anual
09-mar-15	A	A	Positiva	Cambio de tendencia
29-may-15	A	A	Positiva	Reseña anual
29-abr-16	A	A	Positiva	Reseña anual
02-jun-16	A+	A+	Estable	Cambio de clasificación
28-abr-17	A+	A+	Estable	Reseña anual
30-abr-18	A-	A-	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación
31-ene-19	A-	A-	Estable	Reseña anual
21-jun-19	A-	A-	Positiva	Cambio de tendencia
25-nov-19	A-	A-	Positiva	Hecho relevante (aumento de deuda)
31-ene-20	A-	A-	Positiva	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR

Definición de categorías

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.

ANEXO 1: Resumen situación financiera (cifras en millones de pesos)

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Sep-18	Sep-19
Activos corrientes	24.249	33.478	44.010	54.497	57.448	105.305	78.858	83.489
Activos no corrientes	201.244	199.204	193.265	445.277	410.619	407.363	438.468	418.588
Activos totales	225.493	232.681	237.275	499.773	468.067	512.667	517.325	502.077
Efectivo y equivalentes	10.993	21.735	35.631	37.709	18.543	29.758	25.554	24.834
Pasivos corrientes	36.602	21.380	23.855	42.786	45.602	61.291	65.518	47.684
Pasivos no corrientes	54.822	72.677	69.335	133.637	115.052	206.610	202.532	207.852
Pasivos totales	91.423	94.057	93.190	176.424	160.653	267.901	268.051	255.536
Deuda financiera corriente	24.128	9.636	11.048	11.803	14.784	23.530	20.883	12.991
Deuda financiera no corriente	50.589	69.444	63.278	110.087	97.829	174.271	175.890	163.131
Deuda financiera total	74.718	79.079	74.325	121.890	112.613	197.801	196.773	176.122
Deuda financiera neta	63.724	57.344	38.694	84.181	94.070	168.043	171.219	151.288
Patrimonio	134.070	138.624	144.086	323.349	307.414	244.766	249.275	246.542
Ingresos de explotación	86.895	95.325	108.300	149.580	183.241	215.941	155.705	176.304
Gastos financieros netos 12 meses	4.228	3.089	1.637	5.906	3.056	4.108	3.384	6.474
Utilidad/pérdida después de impuestos	6.208	9.091	10.440	5.075	2.203	12.345	11.763	7.630
Razón circulante (N° de veces)	0,66	1,57	1,84	1,27	1,26	1,72	1,20	1,75
Razón ácida (N° de veces)	0,64	1,54	1,81	1,21	1,20	1,67	1,15	1,70
Endeudamiento total (N° de veces)	0,68	0,68	0,65	0,55	0,52	1,09	1,08	1,04
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,56	0,57	0,52	0,38	0,37	0,81	0,79	0,71
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,48	0,41	0,27	0,26	0,31	0,69	0,69	0,61
EBITDA	30.231	33.654	38.282	45.807	57.265	66.775	49.645	50.033
Margen EBITDA (%)	34,8%	35,3%	35,3%	30,6%	31,3%	30,9%	31,9%	28,4%
EBITDA 12 meses	30.231	33.654	38.282	45.807	57.265	66.775	68.686	67.162
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	7,15	10,89	23,39	7,76	18,74	16,26	20,29	10,37
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,47	2,35	1,94	2,66	1,97	2,96	2,86	2,62
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	2,11	1,70	1,01	1,84	1,64	2,52	2,49	2,25
Capex	7.011	10.267	5.553	13.009	17.205	9.927	4.404	11.696
EBITDA - Capex	23.220	23.387	32.729	32.798	40.060	56.847	45.242	38.336
Margen de EBITDA - Capex (%)	26,7%	24,5%	30,2%	21,9%	21,9%	26,3%	29,1%	21,7%
Rentabilidad activos (%)	2,7%	4,0%	4,4%	1,4%	0,5%	2,5%	1,6%	1,6%
Rentabilidad patrimonio (%)	4,7%	6,7%	7,4%	2,2%	0,7%	4,5%	2,9%	3,3%
Flujo operacional	28.677	29.537	35.741	38.970	37.417	57.090	40.837	33.339
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo) (N° de veces)	6,78	9,56	21,84	6,60	12,24	13,90	15,01	7,66
Deuda financiera neta / Flujo operacional (N° de veces)	2,22	1,94	1,08	2,16	2,51	2,94	3,37	3,05
Capex / ingresos (%)	8,1%	10,8%	5,1%	8,7%	9,4%	4,6%	2,8%	6,6%
Capex /depreciación (%)	46,1%	61,8%	33,6%	60,4%	66,8%	36,5%	21,6%	52,4%
GAV / Ingresos (exc. dep.)	4,1%	7,3%	10,4%	11,0%	13,3%	13,3%	12,9%	12,9%
Capital pagado	83.099	83.099	83.099	212.455	212.890	221.697	211.450	221.697
Ganancias/pérdidas acumuladas	29.405	35.099	40.539	8.222	4.870	17.227	16.633	17.176

¹ Casino municipal de Puerto Varas no publica el número de visitas.

² Información relacionada a casinos SCJ. Casinos municipales no publican esta información.

³ EBITDA = Ingreso de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso de activos).

⁴ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos de actividades ordinarias.

⁵ Corresponde a la cuenta de “Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de la operación” contenida en el Estado de Flujo de Efectivo.

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

⁷ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

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

¹⁰ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹¹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹² Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹³ Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) = Flujo operacional 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹⁴ Deuda financiera neta / Flujo operacional = Deuda financiera neta / flujo operacional 12 meses.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TENER EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.