



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

DREAM S.A.

Contenido:

Resumen de la Clasificación	2
Antecedentes de la compañía	4
Clasificación de riesgo del negocio	5
Evaluación del riesgo financiero	10
Solvencia del emisor	12
Clasificación de riesgo del instrumento	14
Anexos	15

Responsable de la clasificación:

Fernando Villa
fvilla@icrchile.cl

Analista:

Maricela Plaza
mplaza@icrchile.cl
22 896 82 00



**Reseña anual de clasificación
Abril de 2016**

Clasificación

<u>Instrumento:</u>	<u>Clasificación</u>	<u>Tendencia</u>
Líneas de bonos N° 736 (series A, B) y N° 737 (serie C)	A	Positiva

Estados Financieros: 31 de diciembre de 2015

RESUMEN DE CLASIFICACIÓN

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en Categoría A con tendencia Positiva**, la solvencia y líneas de bonos de DREAM S.A. (en adelante DREAM o la compañía), con sus respectivas series.

La clasificación de solvencia y líneas de bonos se sustenta en la regulación/competencia, ubicación, características y diversificación de los activos, en la 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. 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.
- **Ubicación y diversificación geográfica:** En opinión de ICR, DREAM está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones en Chile (AA-, internacional), Perú (BBB+, internacional) y está en proceso de incorporar territorios de operación en Panamá (BBB, internacional) y Colombia (BBB, internacional). Lo anterior significa que, DREAM tiene buena dispersión geográfica, y la fusión con Sun le permitiría tener un mayor acceso a mercados en vías de desarrollo, con mayor exposición a diferentes países, ofreciendo oportunidades de crecimiento.
- **Características de los activos:** En opinión de ICR, DREAM 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, DREAM cuenta con operaciones en Chile y en Perú, con 3.890 máquinas de azar y 170 mesas de juego a diciembre de 2015. Además, tiene 5 hoteles cinco estrellas con 378 habitaciones en total. Respecto a los restaurantes, DREAM cuenta con una cadena de restaurantes *non fast food* relevantes en Chile, que opera como un negocio con generación propia de flujo y no como un complementario al negocio *gaming*.

Respecto a la participación de mercado, DREAM a la fecha de emisión de este informe es el segundo operador con mayor participación de mercado (sólo considerando operaciones chilenas), situación que debería variar una vez que fusione sus operaciones con Monticello y alcance una participación de mercado cercana a la de Enjoy, medida sobre ingresos.

- **Eficiencia operacional:** Respecto al tema operacional, DREAM tiene altos márgenes respecto a los competidores y 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 los niveles de ganancias por máquina, la compañía tiene altos niveles, lo que sería potenciado con 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, DREAM tiene un alto nivel de ROE, respecto a algunos competidores.
- **Situación financiera:** La compañía mantiene un perfil de endeudamiento conservador, con una tendencia que indica que su deuda está calzada con sus flujos, lo que quedó demostrado en 2013, período en el cual ni los indicadores de deuda ni los *covenants* de la compañía se vieron deteriorados, aun cuando fue un muy mal año para la industria. Lo anterior es indicativo de la holgura que existe en esta empresa para enfrentar algunas contingencias, como lo fue la entrada en vigencia de la ley del tabaco, en su momento (2013).

La fusión de DREAM con los activos latinoamericanos de Sun no debería deteriorar estos indicadores dadas las condiciones estipuladas para la materialización de la operación. Lo anterior significa que, la fusión vendría acompañada de una estructura de deuda que no influiría en los indicadores más allá de lo establecido en el contrato y aportaría con

un flujo adicional relevante, con diversificación de operaciones y con sinergias derivadas de la combinación de las mejores prácticas de ambos equipos (Sun y DREAM).

A diciembre de 2015 la compañía mantenía deuda financiera por \$74.325 millones a nivel de DREAM S.A. La fusión con Sun implicaría adicionar cerca de \$38.000 millones de deuda, lo que significa que, dado el EBITDA generado por ambas compañías, la caja acumulada y el Capex e impuesto proyectados, para el 2016 las obligaciones de la compañía fusionada estarían cubiertas con suficiente holgura.

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

METODOLOGÍA

BONOS

Metodologías utilizadas: Metodología de clasificación industria de casinos de juego;
Metodología general de clasificación de empresas.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN

BONOS	May-12	May-13	Oct-13	May-14	Mar-15	May-15	Abr-16
CLASIFICACIÓN	A	A	A	A	A	A	A
ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN	<u>Primera clasificación:</u> Línea 736 y 737	<u>Confirmación:</u> Línea 736 y 737	<u>Confirmación:</u> Línea 736 (series A y B) y 737 (serie C)	<u>Confirmación:</u> Línea 736 (series A y B) y 737 (serie C)	<u>Confirmación:</u> Línea 736 (series A y B) y 737 (serie C)	<u>Confirmación:</u> Línea 736 (series A y B) y 737 (serie C)	<u>Confirmación:</u> Línea 736 (series A y B) y 737 (serie C)
TENDENCIA	Estable	Estable	Estable	Estable	Positiva	Positiva	Positiva
ACCIÓN DE TENDENCIA	Primera clasificación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Modificación	Confirmación	Confirmación

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.

DREAM
**Fecha Informe:
Abril.2016**
ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA¹

La compañía participa en la industria de entretenimiento en Chile (AA-, internacional), Perú (BBB+, internacional) y está en proceso de incorporar territorios de operación en Panamá (BBB, internacional) y Colombia (BBB, internacional), de llevarse a cabo la fusión con Sun International.

DREAM es controlada por Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. (51% de participación), cuyos accionistas son los señores Claudio y Humberto Fischer, siendo por tanto, los controladores indirectos de DREAM. La composición de propiedad se presenta en el siguiente detalle:

ACCIONISTAS	
NUEVA INVERSIONES PACÍFICO SUR LTDA.	51%
ENTRETENIMIENTOS DEL SUR LTDA.	49%
TOTAL ACCIONISTAS	100%

Tabla 1: Estructura de propiedad, diciembre de 2015
(Fuente: SVS)

DIRECTORIO	
CLAUDIO FISCHER LLOP	Presidente
RICARDO ZABALA HEVIA	Director
HUMBERTO FISCHER LLOP	Director
ROBERTO CHUTE	Director
MIGUEL GUTIERREZ	Director

Tabla 2: Directorio
(Fuente: SVS)

De acuerdo a lo que establece la Ley de Sociedades Anónimas, DREAM no califica para mantener un comité de directores, directores independientes ni para publicar prácticas de gobierno corporativo.

Durante el año 2015, la compañía anunció el acuerdo con Sun International para fusionar sus operaciones latinoamericanas. Lo anterior implicaría que, en Chile, DREAM incorporaría a su cartera de activos al casino con mayor número de vistas y mayor gasto promedio, con lo cual su participación en este país casi se duplicaría. Sumado a lo anterior, se diversificarían operaciones al incorporar dos nuevos mercados (Colombia y Panamá). En opinión de ICR, estas incorporaciones dejarían en mejor posición a la compañía, sobre todo ante la eventual pérdida de licencias municipales en Chile.

Por el lado de gobiernos corporativos, la fusión significaría la modificación del directorio, donde Sun sería representado por tres directores y la familia Fischer y el fondo Bach II South Entertainment Limited, por un director cada uno.

En términos de estructura de propiedad, la fusión implicaría que Sun International controlaría la entidad fusionada con el 55% de participación, mientras que la familia Fischer se diluiría al 25,5% y el fondo (a través de Entretenimientos del Sur) al 19,5%. En segunda instancia, cuando se produzca apertura a bolsa de la empresa fusionada, Sun international aumentaría su participación por medio de la adquisición de las acciones de Entretenimientos del Sur.

Desde el punto de vista de la administración, la empresa fusionada sería administrada por el actual equipo de DREAM y la estructura financiera no contemplaría un deterioro de indicadores derivada de la fusión.

**INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO**

¹ Fuente: La compañía, SVS.

DREAM

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO

1. Industria casinos de juego²

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 depende 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 de alta calidad, tienen mayor probabilidad de generar un número de visitas más alto en sus instalaciones y junto con ello, mantener una participación de mercado relevante.

La industria de casinos de juego en Chile se rige por dos sistemas diferentes en cuanto a la autorización, funcionamiento y fiscalización. Por una parte, se encuentran los casinos municipales, creados a través de leyes especiales entre los años 1928 y 1990, amparados en sistemas de concesión y fiscalización municipal. Por otra parte, se encuentran los casinos de juego creados bajo la ley N° 19.995 del año 2005 (fiscalizados por Superintendencia de Casinos de Juego) y modificada recientemente a través de ley N° 20.856 que, además, prorroga el funcionamiento de los casinos municipales hasta el 2017.

Respecto a los resultados de la industria de casinos, durante el 2015 los ingresos brutos del juego (win), crecieron 14,3% respecto al año anterior (Gráfico 1), influido por el crecimiento en el número de visitas (+3%) y por el mayor gasto promedio (+11%). Lo anterior significa que el año 2015 es el período que más se aproxima a los niveles de ingresos que mantenía la industria, previo a la entrada en vigencia de la ley del tabaco (2012).

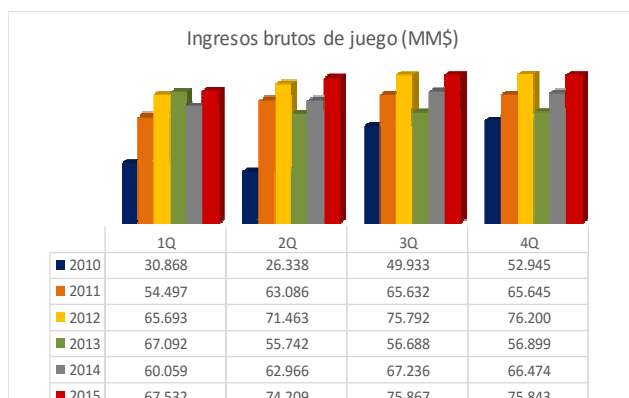


Gráfico 1: Ingresos brutos del juego (win), casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

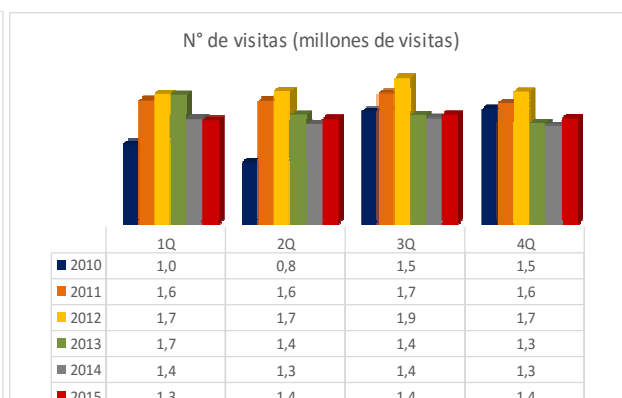


Gráfico 2: Número de visitas, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

² Fuente: Metodología ICR industria de casinos de juego.

DREAM

Fecha Informe:
Abril.2016

Del análisis de la industria previo y post entrada en vigencia de la ley del tabaco, se observa que la caída de los ingresos entre 2012 y 2013 se vio influida por la disminución en el número de visitas (-17%), que al 2012 llegaba a cerca de 7 millones al año y que, desde entonces, no se ha logrado recuperar (Gráfico 2). Respecto al gasto promedio, entre los mismos años, se observa que no siguió la misma tendencia negativa que el número de visitas, sino que sólo disminuyó 1% y desde entonces ha crecido a una razón de dos dígitos al año (Gráfico 3).

Del análisis de las principales categorías de juego (Gráfico 4), se desprende que las máquinas tuvieron una mayor variación negativa luego de la entrada en vigencia de la ley del tabaco (-22,6%), mientras que la ganancia por juegos de carta (mesa) disminuyó 14,8% entre 2012 y 2013. En base a lo anterior, es la categoría máquinas la que se recupera a mayor tasa por año que lo que se recuperan las mesas con juegos de cartas.

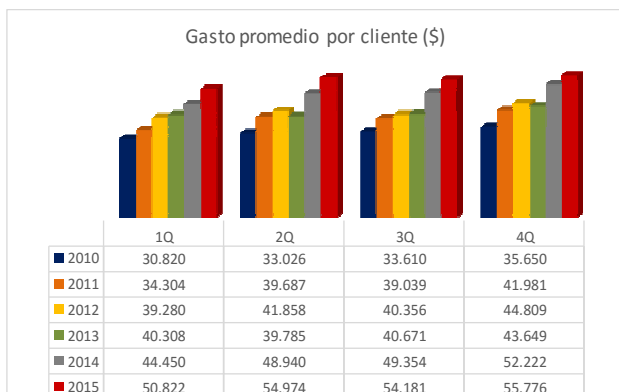


Gráfico 3: Gasto promedio por visita, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

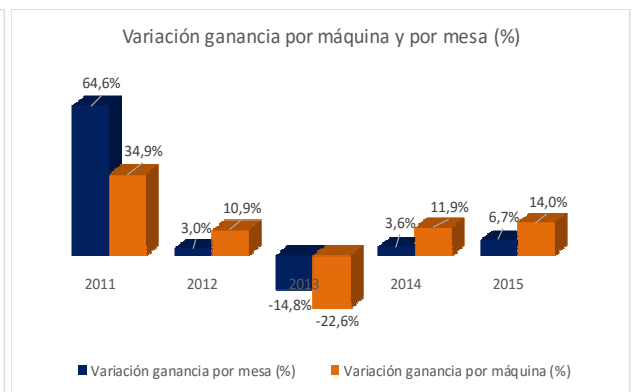


Gráfico 4: Ganancia por máquina y por mesa, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

2. Principales riesgos asociados al negocio

Principales riesgos	Principales mitigadores de DREAM
Sensibilidad a la actividad económica	<ul style="list-style-type: none"> Diversificación de ingresos a través de la participación directa en dos países (Chile y Perú). Políticas de retención de clientes a través de campañas de marketing directo y ofertas a 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 International le permite mitigar el riesgo de pérdida de alguna licencia municipal.
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 3: Principales riesgos y mitigadores
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros de DREAM)

3. Clasificación de riesgo del negocio: posición de DREAM en la industria³

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

1. 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

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

³ Fuente: Elaboración propia; DREAM; Metodología ICR industria de casinos de juego.

DREAM
**Fecha Informe:
Abril.2016**

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 DREAM – y a la industria–, 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 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.

2. Ubicación y diversificación geográfica

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

Respecto a las proyecciones de Latinoamérica, estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁴ indican que el PIB agregado de América Latina y el Caribe se contraerá el 2016, pero a una menor tasa que el 2015, aun cuando existe crecimiento en la mayoría de los países de la región. La contracción de América Latina, por lo tanto, es producto de la recesión de Brasil y de otros países que están en contracción económica y se espera una recuperación, recién para el año 2017.

Respecto a la economía chilena (que genera el 69,4% del EBITDA), proyecciones del FMI indican que Chile no debería crecer a tasas superiores al 2015, donde los principales riesgos se concentran en la economía china, el deterioro del resto de los países Latam, la inflación en el corto plazo y el deterioro de los índices de confianza⁵.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, DREAM tiene buena dispersión geográfica, y la fusión con Sun le permitiría tener un mayor acceso a mercados en desarrollo, con mayor exposición a diferentes países, ofreciendo oportunidades de crecimiento.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta DREAM, 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 permitirían un alto flujo de clientes por casino, al incorporar en Chile al casino SCJ con mayor número de visitas (Gráfico 5).

**INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO**

⁴ Fuente: Perspectivas de la economía mundial: Se atenúa la demanda y se empañan las perspectivas, FMI.

⁵ Fuente: Informe de política monetaria, septiembre 2015, Banco Central de Chile.

DREAM

Fecha Informe:
Abril.2016

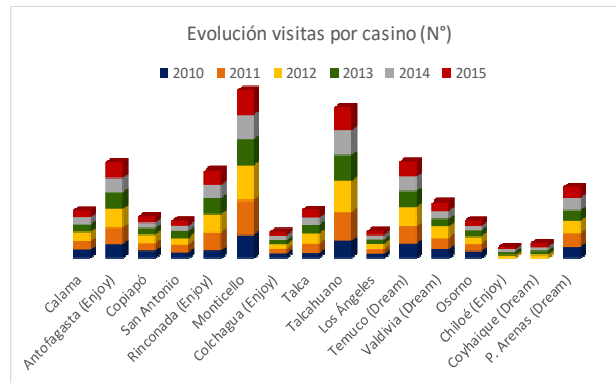


Gráfico 5: Número de visitas por casino, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

3. Características de los activos

En opinión de ICR, DREAM 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, DREAM cuenta con operaciones en Chile y en Perú, con 3.890 máquinas de azar y 170 mesas de juego a diciembre de 2015. Además, tiene 5 hoteles cinco estrellas con 378 habitaciones en total. Respecto a los restaurantes, DREAM 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, DREAM a la fecha de emisión de este informe es el segundo operador con mayor participación de mercado (sólo considerando operaciones chilenas), situación que debería variar una vez que fusione sus operaciones con Monticello y alcance una participación de mercado cercana a la de Enjoy, medida sobre ingresos.

En opinión de ICR, la compañía tiene suficiente escala – medida sobre el número de posiciones de juego de DREAM 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, DREAM 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 entretención en todos sus ámbitos, tanto desde la interacción con los clientes hasta el desarrollo de soporte para el negocio y su gestión.

4. Eficiencia operacional

Respecto al tema operacional, DREAM tiene altos márgenes respecto a los competidores y 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 los niveles de ganancias por máquina, la compañía tiene altos niveles, lo que sería potenciado con 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, DREAM tiene un alto nivel de ROE, respecto a algunos competidores.

DREAM

Fecha Informe:
Abril.2016

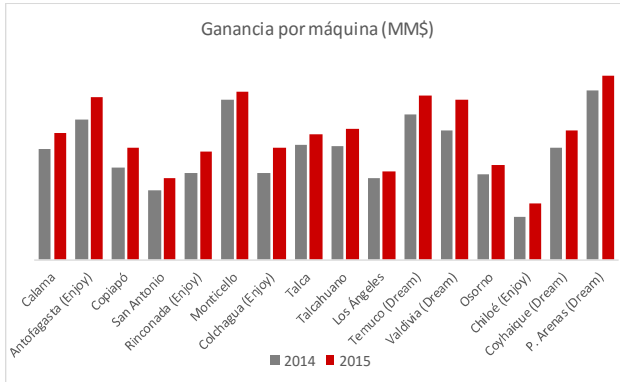


Gráfico 6: Ganancia por máquina, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

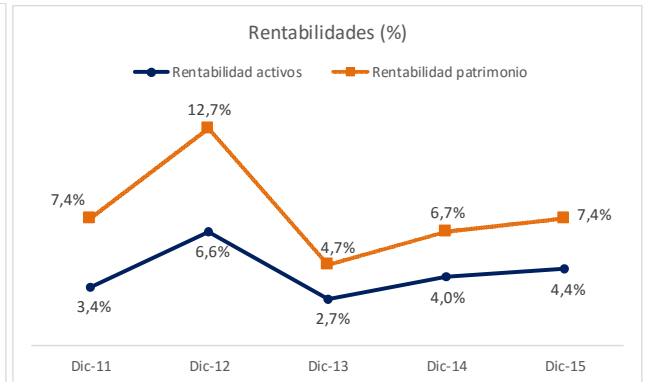


Gráfico 7: Rentabilidades
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

DREAM

EVALUACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

1. Situación financiera de la compañía

Fecha Informe:
Abril.2016

A diciembre de 2015, los ingresos de la compañía se incrementaron 13,6% respecto al año anterior, producto de la recuperación de la industria en general, lo que, para el caso de DREAM, se refleja en el crecimiento de los ingresos de cada una de sus operaciones chilenas, destacando particularmente los casinos SCJ, además de los buenos ingresos que tuvo su operación peruana, impulsada por la incorporación de una nueva operación de juego en Lima (septiembre de 2014).

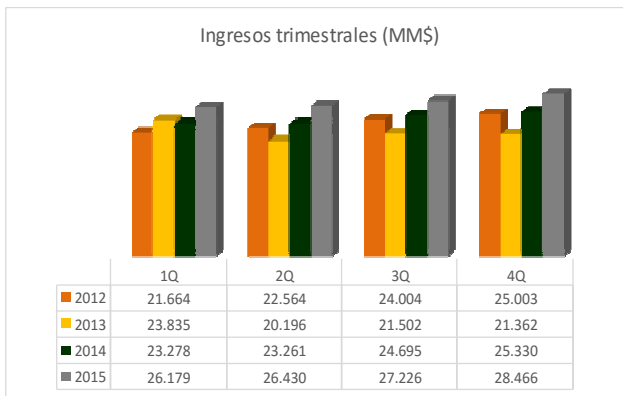


Gráfico 8: Evolución ingresos trimestrales

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

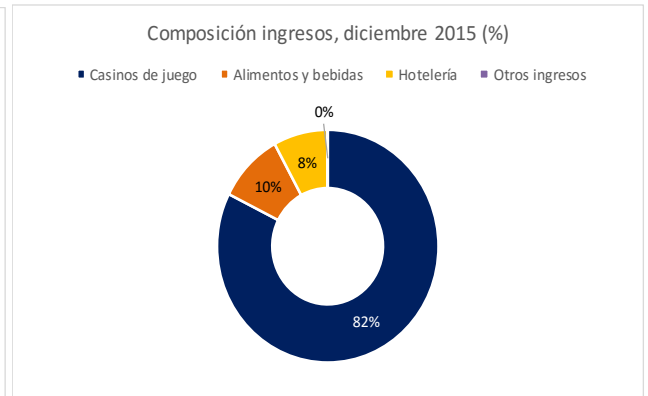


Gráfico 9: Composición ingresos por segmento de negocio

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

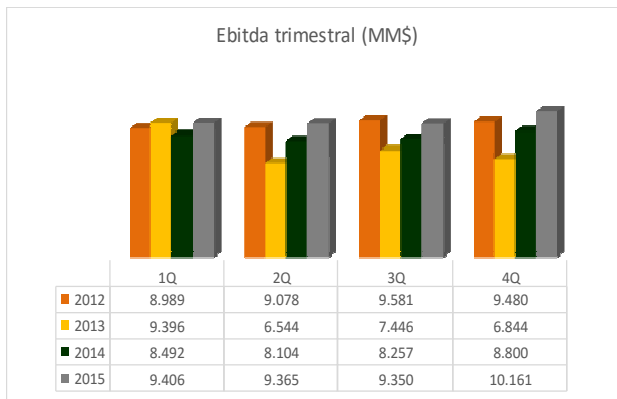


Gráfico 10: Evolución EBITDA trimestral

(Fuente: Elaboración propia con información de análisis razonado)

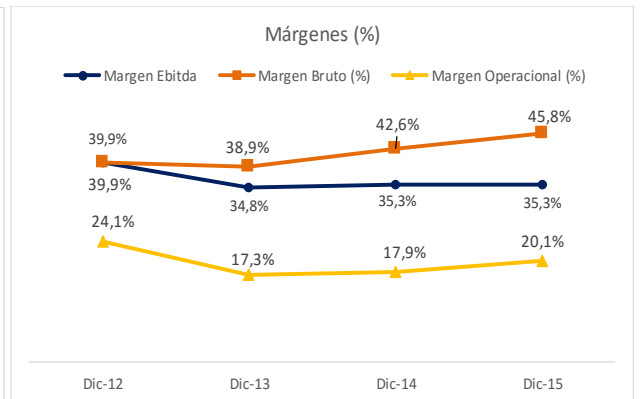


Gráfico 11: Evolución márgenes de la compañía

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto al EBITDA⁶, a diciembre de 2015 éste se incrementó 13,8% respecto al año anterior, con un margen EBITDA⁷ de 35,3% (mismo margen a diciembre de 2014). La variación es producto de los mayores ingresos tanto de la operación chilena como de la peruana, donde cada uno de los negocios tuvo un mejor rendimiento acumulado, principalmente juego y hotelería (+15% y +12% respectivamente, respecto al año anterior).

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

⁶ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización

⁷ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de actividades ordinarias

DREAM
**Fecha Informe:
Abril.2016**

En términos generales, aun cuando la industria chilena se vio fuertemente afectada por la ley del tabaco en 2013, si se analizan los márgenes de la compañía, se observa que, comparado con algunos competidores, DREAM en promedio se vio menormente afectada, debido en parte a su estructura de costos, que sigue una tendencia descendente de costo directo respecto a los ingresos.

La utilidad consolidada de la compañía, a diciembre de 2015, aumentó 14,8% respecto al año anterior. Esta variación significativa hace relación al mejor rendimiento operacional de la compañía, aun cuando hubo un mayor gasto por impuesto a las ganancias.

2. Principales indicadores utilizados en la clasificación del riesgo financiero

A continuación, se presentan los principales indicadores utilizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo financiero.

Indicador (N° de veces)	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Endeudamiento total ⁸	1,05	0,80	0,68	0,68	0,65
Endeudamiento financiero ⁹	0,76	0,63	0,56	0,57	0,52
Endeudamiento financiero neto ¹⁰	0,67	0,52	0,48	0,41	0,27
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	7,43	8,60	7,15	10,89	23,39
Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹²	2,22	1,81	2,11	1,70	1,01
Razón circulante ¹³	0,61	1,08	0,66	1,57	1,84
Razón ácida ¹⁴	0,59	1,06	0,64	1,54	1,81

Tabla 4: Principales indicadores utilizados en la clasificación
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto a algunos indicadores financieros, la compañía mantiene un perfil de endeudamiento conservador, con una tendencia que indica que su deuda está calzada con sus flujos, lo que quedó demostrado en 2013, período en el cual ni los indicadores de deuda ni los *covenants* de la compañía se vieron deteriorados, aun cuando fue un muy mal año para la industria. Lo anterior es indicativo de la holgura que existe en esta empresa para enfrentar algunas contingencias, como lo fue la entrada en vigencia de la ley del tabaco, en su momento.

La fusión de DREAM con los activos latinoamericanos de Sun no debería deteriorar estos indicadores dadas las condiciones estipuladas para la materialización de la operación. Lo anterior significa que, la fusión vendría acompañada de una estructura de deuda que no influiría en los indicadores más allá de lo establecido en el contrato y aportaría con un flujo adicional relevante, con diversificación de operaciones y con sinergias derivadas de la fusión de las mejores prácticas de ambos equipos (Sun y DREAM).

A diciembre de 2015 la compañía mantenía deuda financiera¹⁵ por \$74.325 millones a nivel de DREAM S.A. La fusión con Sun implicaría adicionar cerca de \$38.000 millones de deuda, lo que significa que, dado el EBITDA generado por ambas compañías, la caja acumulada y el Capex e impuesto proyectados, para el 2016 las obligaciones de la compañía fusionada estarían cubiertas con suficiente holgura¹⁶.

**INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO**

⁸ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total

⁹ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total

¹⁰ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros)

¹² Deuda financiera = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes) / EBITDA 12 meses

¹³ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante

¹⁴ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante

¹⁵ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes

¹⁶ Servicio de cobertura de la deuda = (EBITDA – Capex – Impuesto proyectados) / (obligaciones financieras 2016 – efectivo y equivalentes)

DREAM

Fecha Informe:
Abril.2016

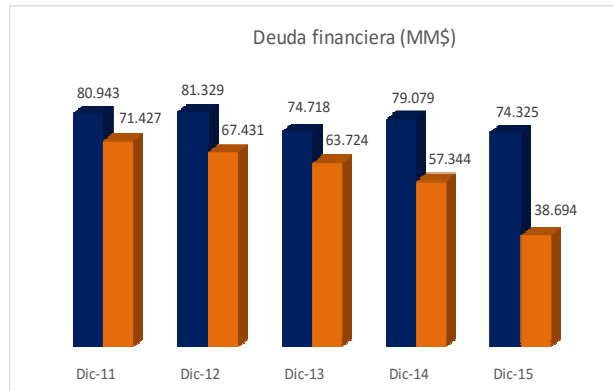


Gráfico 5: Deuda financiera y deuda financiera neta
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto al plan de inversiones, existen proyectos en Chile para renovación de activos y un proyecto relevante en Perú, sumado a la inversión que se requeriría en Chile al momento de la renovación/postulación de licencias municipales. Las estimaciones indican que, si bien los indicadores de DREAM fusionado se verían alterados con estas inversiones respecto a sus niveles actuales, no presentarían deterioro significativo al respecto.

DREAM

Fecha Informe:
Abril.2016

SOLVENCIA DEL EMISOR

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito (probabilidad de default) 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/adicionales establecido 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: DREAM en la industria* y;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios/adicionales, establecido 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 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 DREAM, 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.

Respecto a la tendencia Positiva asignada a la clasificación, ésta se sustenta en el anuncio efectuado por la compañía, relacionado con el Memorando de Entendimiento suscrito entre DREAM y Sun International Limited, para fusionar los activos mantenidos por DREAM con los negocios latinoamericanos de Sun International, lo que le permitiría aumentar su participación de mercado en Chile y mitiga el riesgo ante la eventual pérdida de alguna licencia municipal (ver Comunicado de cambio de tendencia, marzo 2015 en www.icrchile.cl).

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

DREAM

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL INSTRUMENTO

1. Bonos

Fecha Informe:
Abril.2016

DREAM mantiene vigente 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. Ninguna serie ha sido colocada aún.

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.

Los *covenants* que debe cumplir la compañía una vez colocados los instrumentos, son los detallados en tabla 4, donde sólo modo de referencia, se exponen los niveles que ha obtenido DREAM de ambos indicadores:

Indicador	Nivel exigido	Obtenido a dic-11	Obtenido a dic-12	Obtenido a dic-13	Obtenido a dic-14	Obtenido a dic-15
Deuda Financiera neta / EBITDA	$\leq 4,5$	2,22	1,81	2,11	1,70	1,01
EBITDA / Gastos financieros netos	$\geq 3,0$	7,4	8,6	7,2	10,9	23,4

Tabla 5: Detalle COVENANTS
(Fuente: DREAM)

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.

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

DREAM

ANEXOS

 Fecha Informe:
 Abril.2016

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA DREAM (MM\$)				
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15
Activos corrientes	37.593	24.249	33.478	44.010
Activos no corrientes	193.506	201.244	199.204	193.317
Activos totales	231.099	225.493	232.681	237.327
Efectivo y equivalentes	13.898	10.993	21.735	35.631
Pasivos corrientes	34.728	36.602	21.380	23.855
Pasivos no corrientes	67.813	54.822	72.677	69.386
Pasivos totales	102.542	91.423	94.057	93.241
Deuda financiera corriente	22.343	24.128	9.636	11.048
Deuda financiera no corriente	58.986	50.589	69.444	63.278
Deuda financiera total	81.329	74.718	79.079	74.325
Deuda financiera neta	67.431	63.724	57.344	38.694
Patrimonio	128.557	134.070	138.624	144.086
Ingresos de explotación	93.235	86.895	95.325	108.300
Costos de explotación	56.034	53.073	54.679	58.751
Margen de explotación	37.202	33.822	40.647	49.549
Resultado operacional	22.438	15.023	17.035	21.750
Ingresos financieros	397	290	311	742
Gastos financieros	4.717	4.518	3.400	2.379
Gastos financieros netos	4.320	4.228	3.089	1.637
Utilidad del ejercicio	14.921	6.208	9.091	10.440
Razón circulante (N° de veces)	1,08	0,66	1,57	1,84
Razón ácida (N° de veces)	1,06	0,64	1,54	1,81
Endeudamiento total (N° de veces)	0,80	0,68	0,68	0,65
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,63	0,56	0,57	0,52
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,52	0,48	0,41	0,27
EBITDA	37.169	30.231	33.654	38.282
Margen EBITDA	39,9%	34,8%	35,3%	35,3%
Cobertura de gastos financieros (N° de veces)	7,9	6,7	9,9	16,1
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	8,6	7,2	10,9	23,4
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	2,19	2,47	2,35	1,94
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,81	2,11	1,70	1,01
Margen bruto (%)	39,9%	38,9%	42,6%	45,8%
Margen operacional (%)	24,1%	17,3%	17,9%	20,1%
Rentabilidad activos (%)	6,6%	2,7%	4,0%	4,4%
Rentabilidad patrimonio (%)	12,7%	4,7%	6,7%	7,4%

 INDUSTRIA
 CASINOS DE JUEGO