



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

## DREAM S.A.

### Contenido:

Resumen de la Clasificación	2
Antecedentes de la Compañía	5
Clasificación de Riesgo del Negocio	6
Clasificación del Riesgo Financiero	10
Solvencia del Emisor	12
Clasificación de Riesgo del Instrumento	13
Anexos	14

**Responsable de la  
Clasificación:**

Francisco Loyola  
floyola@icrchile.d

**Analista:**

Maricela Plaza  
mplaza@icrchile.d  
2 896 82 00



**Reseña Anual de Clasificación  
Junio 2015**

## Clasificación

<u>Instrumento:</u>	<u>Clasificación</u>	<u>Tendencia</u>
Líneas de Bonos N°s 736 (Series A y D) y 737 (Serie C)	A	Positiva

Estados Financieros: 31 de diciembre de 2014

## 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, la Compañía o la Sociedad).

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. La mayor incertidumbre respecto a esto, son las licencias municipales cuyo vencimiento es el 31 de diciembre de 2015, lo que implica que la plaza quedaría sin funcionamiento durante todo el plazo que tarda la licitación (2 años aproximadamente). Durante este año, se discutieron ciertas modificaciones a la Ley 19.995, entre las cuales se encuentra la extensión del vencimiento de las licencias municipales (hasta el 1 de enero de 2018) y la modificación de la estructura de adjudicación de los permisos de operación, lo que fue despachado recientemente por el Senado.

Respecto a otras legislaciones que pudieran afectar a DREAM – y a la industria en general –, por tratarse de una empresa inserta en la industria de la entretención, 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 (sobre todo durante el 2013), pero cuya recuperación ha sido paulatina, mostrando a marzo de 2015 ingresos SCJ históricos para la industria.

- **Ubicación y diversificación geográfica:** Las operaciones de DREAM se concentran 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.

Respecto a la economía chilena, ésta se desaceleró durante 2014, cuya menor actividad obedeció a una serie de factores, entre los cuales se encuentra la incertidumbre generada por las reformas impulsadas por el ejecutivo, lo que podría haber influido en las decisiones de consumo e inversión. A pesar de esto, si se analiza respecto a otros países de América Latina y el Caribe, sólo Chile, Uruguay y algunos países del Caribe forman parte de las economías de alto ingreso.

Según publicaciones de CEPAL, para el 2015 se espera que el crecimiento del PIB repunte levemente en casi todos los países de la región. Este aumento en la actividad vendría respaldado por la recuperación de la demanda global, particularmente a raíz de la mejora del ciclo en Estados Unidos y gracias a políticas fiscales y monetarias expansivas en algunos países.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, DREAM se ubica en economías con buenas condiciones económicas de mediano plazo, con buena dispersión geográfica y con acceso a mercados en desarrollo, lo que podría ofrecer oportunidades de crecimiento.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta DREAM, por las características de sus activos existe una mayor cartera de clientes locales que de turistas y los casinos tienden a ser mayormente de frecuencia que de destino, lo que debería modificarse parcialmente con la incorporación de Monticello – casino de destino, con menores márgenes de operación –. En casi todos sus casinos de juego existe un alto flujo de visitas.

- **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 constante de Capex, con el fin de mantener estándares de

muy alta calidad. En relación a esto, DREAM cuenta con 6 operaciones en Chile y 4 en Perú, 3.884 máquinas de azar, 165 mesas de juego, 5 hoteles de cinco estrellas con 378 habitaciones en total y una cadena de restaurantes *non fast food*.

Respecto a la participación de mercado, DREAM es actualmente el segundo operador con mayor participación de mercado (sólo considerando operaciones chilenas), al menos hasta diciembre de 2014, situación que debería variar una vez que fusione sus operaciones con Monticello y alcance una participación de mercado cercana a la de Enjoy, medido 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, lo que además se refleja en el incremento de los recursos destinados a este ítem durante los últimos años. 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.

- **Eficiencia operacional:** Respecto al tema operacional, DREAM tiene márgenes moderados/altos 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 mantiene altas ganancias en todos sus casinos SCJ respecto a la industria y mantiene un relativamente alto retorno del capital.
- **Situación financiera:** En opinión de esta Clasificadora, los niveles de deuda de la Compañía se han mantenido en niveles adecuados en todos los períodos de medición y a diciembre de 2014 los indicadores tanto de deuda como de cobertura mejoran respecto al período anterior. La eventual fusión de Dream con los activos latinoamericanos de Sun no deberían deteriorar estos indicadores dadas las condiciones estipuladas para la materialización de la operación.

Esta Clasificadora espera que los indicadores de deuda de la Compañía mejoren durante los próximos períodos, principalmente sustentado en la fusión con los activos latinoamericanos de Sun (lo que implicaría incorporar el casino SCJ con mayores ingresos de Chile) y por la recuperación del efecto de la Ley del Tabaco (lo que se ha venido evidenciando en los últimos períodos y donde a marzo de 2015 la industria obtiene ingresos históricamente altos). De no ser así, vale decir, si la Compañía incorporara mayores niveles de deuda u operacionalmente estuviese por debajo de lo proyectado, a tal nivel que sus indicadores se deterioraran respecto a los actuales, la clasificación de riesgo y/o tendencia asignada podrían ajustarse.

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 mitigar el riesgo ante la eventual pérdida de alguna licencia municipal (ver Comunicado de cambio de tendencia, marzo 2015 en [www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)).

A diciembre de 2014 los ingresos consolidados de DREAM se incrementaron en 11,1% respecto al año anterior, derivado de los mejores resultados de todas las unidades. En Chile influyó principalmente la recuperación del efecto de la Ley del Tabaco, lo que se refleja en el crecimiento de los ingresos del segmento Casinos Chile en 9% durante el 2014 respecto al año anterior. En Perú, por su parte, la consolidación de las operaciones adquiridas en 2013 y la inauguración de la cuarta operación de Dream en Lima explican el incremento de 64% en los ingresos en ese país.

Respecto al Ebitda, a diciembre de 2014 éste aumentó 11,3% respecto al año anterior, con margen de Ebitda de 34,9% (34,8% a diciembre de 2013), cuya variación se relaciona con el mejor rendimiento del segmento casinos, tras la recuperación parcial del efecto de la ley del tabaco y debido a la incorporación de dos operaciones en Perú, que no estaban en funcionamiento en 2013.

## 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
CLASIFICACIÓN	A	A	A	A	A	A
ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN	Primera clasificación: Línea 736 y 737	Confirmación: Línea 736 y 737	Confirmación: Línea 736 (Series A y B) y 737 (Serie C)	Confirmación: Línea 736 (Series A y B) y 737 (Serie C)	Confirmación: Línea 736 (Series A y B) y 737 (Serie C)	Confirmación: Línea 736 (Series A y B) y 737 (Serie C)
TENDENCIA	Estable	Estable	Estable	Estable	Positiva	Positiva
ACCIÓN DE TENDENCIA	Primera clasificación	Confirmación	Confirmación	Confirmación	Modificación	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:  
Junio.2015

## ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA<sup>1</sup>

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. A diciembre de 2014, la Compañía mantenía 6 operaciones en Chile y 4 en Perú, 3.884 máquinas de azar, 165 mesas de juego, 5 hoteles de cinco estrellas con 378 habitaciones en total y una cadena de restaurantes *non fast food*.

DREAM es controlada por 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	
INVERSIONES PACÍFICO SUR LTDA.	51%
ENTRETENIMIENTOS DEL SUR LTDA.	49%
<b>TOTAL ACCIONISTAS</b>	<b>100%</b>

**Tabla 1:** Estructura de propiedad marzo de 2015  
(Fuente: SVS)

DIRECTORIO	
CLAUDIO FISCHER LLOP	Presidente
RICARDO ZABALA HEVIA	Director
HUMBERTO FISCHER LLOP	Director
ENRIQUE BASCUR MIDLETTON	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.

INDUSTRIA  
CASINOS DE  
JUEGO

<sup>1</sup> Fuente: SVS, Memoria anual 2014, DREAM.

DREAM

## CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO

### 1. Industria de Casinos de Juego<sup>2</sup>

Fecha Informe:  
Junio.2015

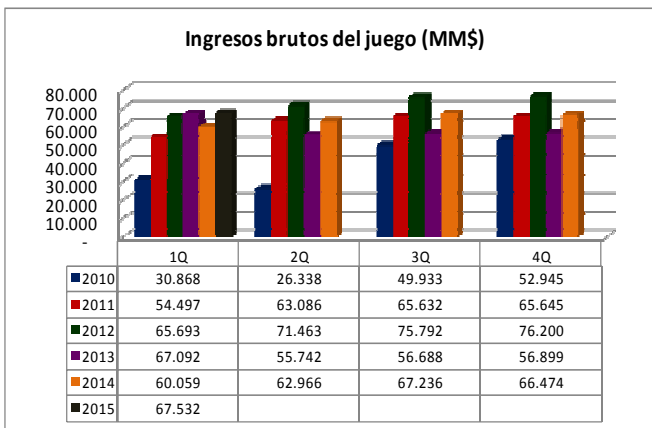
La industria de casinos de juego en Chile se rige por dos sistemas diferentes en cuanto a la autorización, funcionamiento y fiscalización. Por una parte, se encuentran los casinos municipales, creados a través de leyes especiales entre los años 1928 y 1990, amparados en sistemas de concesión y fiscalización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

En Chile sólo pueden funcionar 24 casinos de juego, excluyendo a la Región Metropolitana (donde no se pueden instalar) y a la comuna de Arica que se rige por una ley especial que no limita su número. La Ley de Casinos establece que en cada región puede existir un máximo de 3 casinos y no pueden estar ubicados a una distancia vial inferior a 70 Km.

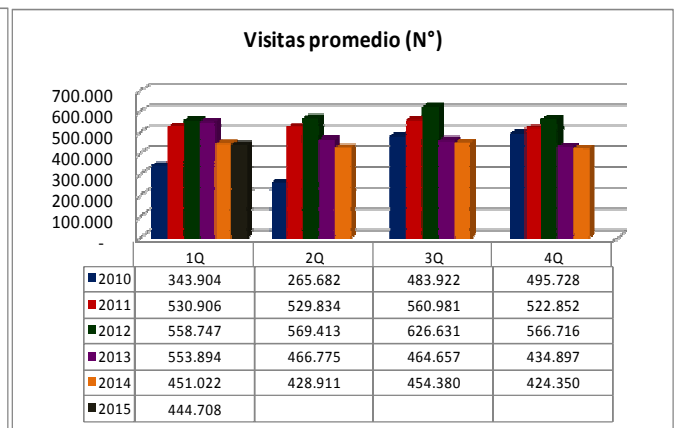
A través de concesiones municipales se mantienen en operación 7 casinos de juego (Arica, Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas, Puerto Natales), los que inicialmente tenían vigencia hasta el 2015. Recientemente, el Senado despachó el proyecto que prorroga las actuales concesiones municipales, con lo cual la licencia de operación se extendería por dos años más.

Al amparo de la Ley N° 19.995 se encuentran en operación 16 de los 18 cupos existentes (Calama, Antofagasta, Copiapó, Rinconada, San Antonio, Mostazal, Santa Cruz, Talca, Talcahuano, Los Ángeles, Temuco, Valdivia, Osorno, Castro, Coyhaique y Punta Arenas), los cuales mantienen su vigencia por un período de 15 años contados desde la fecha en que comienzan a operar.

Respecto a los resultados de la industria de juego, ésta se vio particularmente afectada en 2013 (Gráfico 1), luego de la entrada en vigencia de la Ley del Tabaco. Durante el 2014 la industria se recupera parcialmente de este efecto transitorio, pero no logra llegar a los niveles que venía alcanzando en 2012 – que corresponde al año previo a la Ley del Tabaco –, lo que puede observarse, además, en la ganancia promedio por máquina indicada en el Gráfico 4. En contraposición, al primer trimestre de 2015 la industria acumuló ingresos 2,8% superiores a los obtenidos a marzo de 2012, lo que representa el mejor trimestre para la industria SCJ.



**Gráfico 1:** Ingresos brutos del Juego, industria SCJ  
(Fuente: Confección propia con información de SCJ)



**Gráfico 2:** N° visitas promedio, industria SCJ  
(Fuente: Confección propia con información de SCJ)

**INDUSTRIA  
CASINOS DE  
JUEGO**

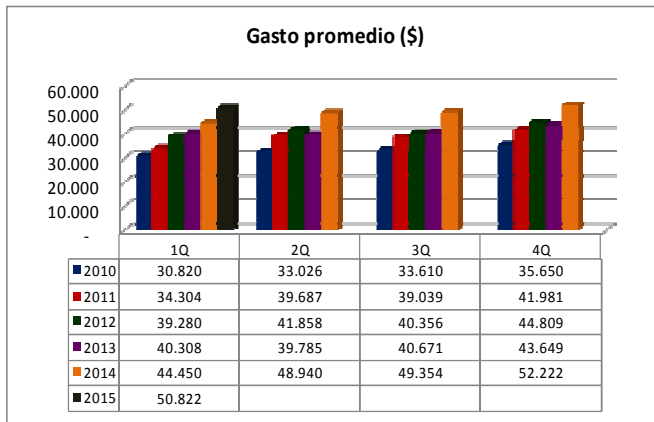
En relación al número de visitas, si bien la industria ha presentado recuperaciones importantes en términos de ingresos, el número de visitas promedio no ha logrado llegar a los niveles de 2012. De hecho, a marzo de 2015 las visitas son incluso menores a las de 2011, cuando existían 15 casinos en operación SCJ (Gráfico 2). Los mayores niveles de ingreso de la

<sup>2</sup> Fuente: SCJ

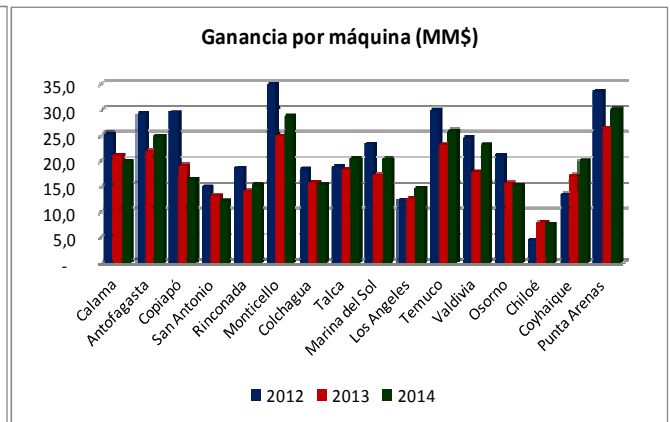
DREAM

Fecha Informe:  
Junio.2015

industria son resultado del mayor gasto promedio por cliente, los que al 2014 no sólo superan el gasto de 2012, sino que llegan a niveles históricos (Gráfico 3).



**Gráfico 3:** Gasto promedio industria SCJ  
(Fuente: Confección propia con información de SCJ)



**Gráfico 4:** Ganancia anual por máquina industria SCJ  
(Fuente: Confección propia con información de SCJ)

**2. Principales riesgos asociados al negocio**

- **Sensibilidad a la actividad económica nacional:** Un cambio en el nivel de ingreso de las personas como resultado de un período de contracción económica, podría afectar el nivel de gasto en entretenimiento, turismo y el flujo de público a los casinos, hoteles y restaurantes, y por ende, afectar los resultados de la Compañía. Si bien la Compañía no puede controlar este riesgo, DREAM implementa 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 casino:** Las licencias municipales y las nuevas licencias otorgadas por la Ley de Casinos de Juego, se entregan a los operadores por períodos acotados de tiempo. A pesar que la Compañía podrá postular nuevamente a esas licitaciones, tendrá que competir con otros operadores de casino. Si bien cada licitación considera un riesgo de pérdida de licencias, también existe la oportunidad de adquisición de permisos de operación adicionales tras cualquier proceso. Con todo, si bien la no renovación de una de las dos franquicias municipales – cuyo vencimiento es el que está más próximo – afectaría los ingresos de la Compañía, para DREAM este daño es menor gracias a la eventual fusión con Monticello, en trámite de aprobación.

En el caso de Perú, los casinos y salas de juegos están supeditados al Ministerio de Comercio Exterior y Turismo y las licencias se otorgan por un período de cinco años renovables por cuatro y/o en forma indefinida.

- **Riesgos regulatorios:** Eventuales cambios en las regulaciones o contratos relativos a la industria de casinos o de la entretención en general, podrían afectar la operación de los casinos, hoteles, restaurantes y, en particular, los ingresos de la Sociedad. Al respecto, en los países en que opera DREAM se han aprobado leyes que restringen fumar en espacios cerrados. En respuesta a ese cambio de legislación en Chile, DREAM construyó terrazas con máquinas de azar, intentando mitigar con ello, el impacto negativo en los ingresos.
- **Máquinas de juego ilegales:** DREAM, y la industria del juego en general, se están viendo enfrentados a la competencia de operadores de máquinas de juego ilegales, lo que podría llegar a producir bajas en los ingresos de los casinos de juego, en la eventualidad que se legisle a favor de este tipo de operaciones.

**3. Clasificación de Riesgo del Negocio: Posición de DREAM en la Industria**

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:

**DREAM**

**Fecha Informe:  
Junio.2015**

## 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. Lo anterior, en el sentido que la Ley 19.995 establece entre otros puntos: el número máximo de casinos de juego que pueden operar tanto por región como a nivel nacional, limita la distancia vial mínima entre los casinos de juego, establece el mecanismo de otorgamiento y extinción de los permisos de operación, los impuestos asociados y vigencia de las licencias.

ICR estima que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. La mayor incertidumbre respecto a esto, son las licencias municipales cuyo vencimiento es el 31 de diciembre de 2015, lo que implica que la plaza quedaría sin funcionamiento durante todo el plazo que tarda la licitación (2 años aproximadamente). Durante este año, se discutieron ciertas modificaciones a la Ley 19.995 entre las cuales se encuentra la extensión del vencimiento de las licencias municipales (hasta el 1 de enero de 2018) y la modificación de la estructura de adjudicación de los permisos de operación, existiendo a partir de las próximas licitaciones, una oferta económica asociada al proceso, que complementa la propuesta técnica que normalmente presenta un operador. Lo anterior significa que operacionalmente los operadores de casinos de juego tendrán que ser lo suficientemente sólidos para presentar ofertas económicas competitivas. Estas modificaciones a la Ley de Casinos deberían ser promulgadas próximamente.

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 económicamente 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 derecho preferente para la obtención del permiso cuando, a lo menos, iguale el mejor puntaje ponderado que arroje el proceso de evaluación entre los distintos solicitantes.

Respecto a otras legislaciones que pudieran afectar a DREAM – y a la industria en general –, 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 han sido la Ley de Alcoholes y del Tabaco, ésta última con efectos relevantes en la industria (sobre todo durante el 2013), pero cuya recuperación ha sido paulatina, mostrando a marzo de 2015 ingresos SCJ históricos para la industria.

## 2. Ubicación y diversificación geográfica<sup>3</sup>

Las operaciones de DREAM se concentran 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.

Respecto a la economía chilena, ésta se desaceleró durante 2014, cuya menor actividad obedeció a una serie de factores, entre los cuales se encuentra la incertidumbre generada por las reformas impulsadas por el ejecutivo, lo que podría haber influido en las decisiones de consumo e inversión. A pesar de esto, si se analiza respecto a otros países de América Latina y el Caribe, sólo Chile, Uruguay y algunos países del Caribe forman parte de las economías de alto ingreso.

Según publicaciones de CEPAL, para el 2015 se espera que el crecimiento del PIB repunte levemente en casi todos los países de la región. Este aumento en la actividad vendría respaldado por la recuperación de la demanda global, particularmente a raíz de la mejora del ciclo en Estados Unidos y gracias a políticas fiscales y monetarias expansivas en algunos países.

**INDUSTRIA  
CASINOS DE  
JUEGO**

Según proyecciones del FMI, el crecimiento de América Latina y el Caribe será de 0,9% en 2015 (1,3% de crecimiento en 2014), lo que significa que por quinto año consecutivo continúa la tendencia de menor crecimiento. Las perspectivas a corto plazo de América del Sur siguen siendo relativamente débiles, con contracción del PIB proyectado en tres de las

<sup>3</sup> Fuente: (1) “Las Américas: El norte se recupera, el sur aún espera”, FMI, abril 2015; (2) “El momento económico internacional y nacional”, Centro de Estudios Públicos – Vittorio Corbo, enero 2015; (3) “Perspectivas económicas de América Latina 2015: educación, competencias e innovación para el desarrollo”, CEPAL, diciembre 2015.



**DREAM**

**Fecha Informe:  
Junio.2015**

economías más grandes —Argentina, Brasil y Venezuela—, mientras que sólo Chile y Perú registrarían un repunte del crecimiento. En cambio, se proyecta que el crecimiento se mantenga estable en América Central y el Caribe, y se fortalezca en México. Para el 2016, el crecimiento regional se ubicaría en torno al 2%.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, DREAM se ubica en economías con buenas condiciones económicas de mediano plazo, con buena dispersión geográfica y con acceso a mercados en desarrollo, lo que podría ofrecer oportunidades de crecimiento.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta DREAM, por las características de sus activos existe una mayor cartera de clientes locales que de turistas y los casinos tienden a ser mayormente de frecuencia que de destino, lo que debería modificarse parcialmente con la incorporación de Monticello – casino de destino, con menores márgenes de operación –. En casi todos sus casinos de juego existe un alto flujo de visitas.

### 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 constante de Capex, con el fin de mantener estándares de muy alta calidad. En relación a esto, DREAM cuenta con 6 operaciones en Chile y 4 en Perú, 3.884 máquinas de azar, 165 mesas de juego, 5 hoteles de cinco estrellas con 378 habitaciones en total y una cadena de restaurantes *non fast food*.

Respecto a la participación de mercado, DREAM es actualmente el segundo operador con mayor participación de mercado (sólo considerando operaciones chilenas), al menos hasta diciembre de 2014, situación que debería variar una vez que fusione sus operaciones con Monticello y alcance una participación de mercado cercana a la de Enjoy, medido 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, lo que además se refleja en el incremento de los recursos destinados a este ítem durante los últimos años. 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. En este sentido, DREAM dentro de su cuadro de mando integral declara como una unidad de apoyo, al área de tecnología que corresponde a una unidad centralizada.

### 4. Eficiencia operacional

Respecto al tema operacional, DREAM tiene márgenes moderados/altos 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.

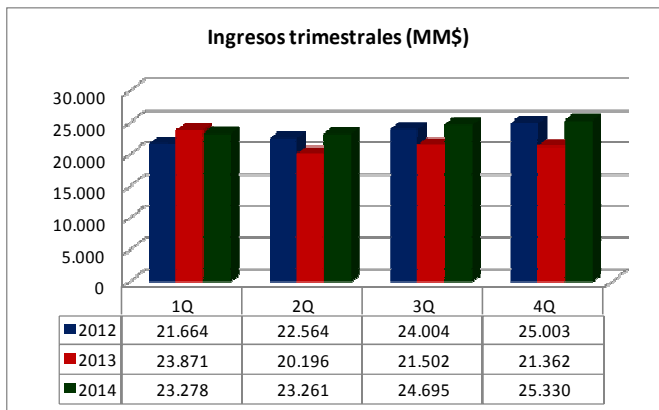
Respecto a los niveles de ganancias por máquina, la Compañía mantiene altas ganancias en todos sus casinos SCJ respecto a la industria y mantiene un relativamente alto retorno del capital.

DREAM

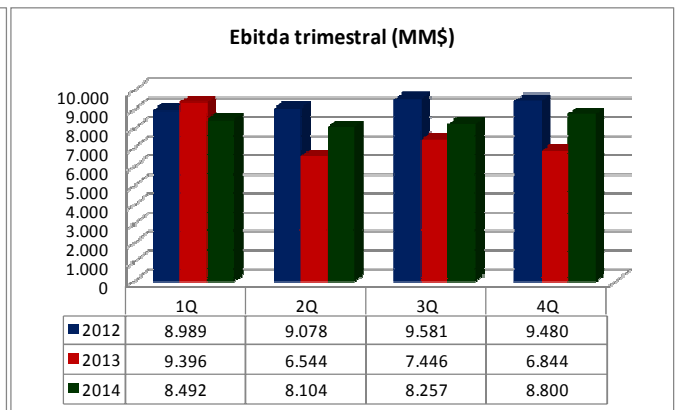
**CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO**
**1. Situación financiera de la Compañía**
**Fecha Informe:**  
**Junio.2015**

A diciembre de 2014 los ingresos consolidados de DREAM se incrementaron 11,1% respecto al año anterior, derivado de los mejores resultados de todas las unidades. En Chile influyó principalmente la recuperación del efecto de la Ley del Tabaco, lo que se refleja en el crecimiento de los ingresos del segmento Casinos Chile en 9% durante el 2014 respecto al año anterior. En Perú, por su parte, la consolidación de las operaciones adquiridas en 2013 y la inauguración de la cuarta operación de Dream en Lima explican el incremento de 64% en los ingresos en ese país.

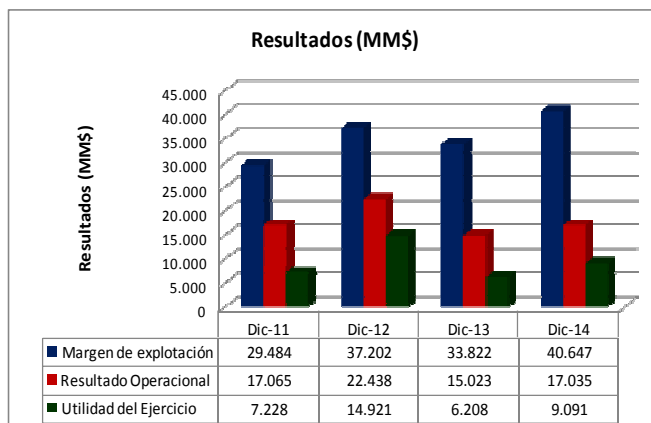
Respecto a las otras unidades de negocios, el segmento Hotel aumentó sus ingresos en 6,7% y Alimentos y Bebidas disminuyó en 1,9%.


**Gráfico 5:** Ingresos trimestrales

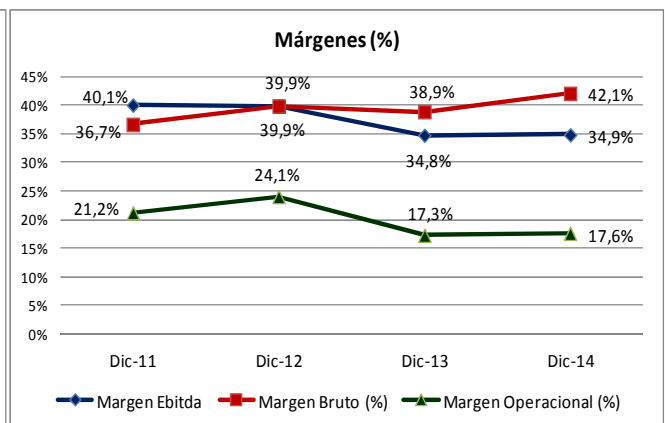
(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)


**Gráfico 6:** Ebitda trimestral

(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)


**Gráfico 7:** Resultados

(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)


**Gráfico 8:** Márgenes

(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)

**INDUSTRIA  
CASINOS DE  
JUEGO**

Respecto al Ebitda<sup>4</sup>, a diciembre de 2014 éste aumentó 11,3% respecto al año anterior, con un margen Ebitda<sup>5</sup> de 34,9% (34,8% a diciembre de 2013), cuya variación se relaciona con el mejor rendimiento del segmento Casinos, tras la recuperación parcial del efecto de la ley del tabaco y debido a la incorporación de dos operaciones en Perú, que no

<sup>4</sup> Ebitda = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización

<sup>5</sup> Margen Ebitda = Ebitda / Ingresos de actividades ordinarias

**DREAM**
**Fecha Informe:  
Junio.2015**

estaban en funcionamiento en 2013.

Respecto a la utilidad de la Compañía, a diciembre de 2014 ésta aumentó 46,5% respecto al año anterior, producto principalmente del mejor desempeño operacional del negocio, específicamente en el área de casinos.

## 2. Indicadores Primarios/Adicionales en la clasificación del riesgo financiero

La tabla 3 muestra los indicadores primarios usados por ICR para determinar la clasificación de riesgo financiero y los niveles históricos obtenidos por esta Compañía a nivel consolidado.

Indicador (N° de veces)	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14
Deuda financiera sobre Ebitda <sup>6</sup>	2,51	2,19	2,47	2,35
Deuda financiera neta sobre Ebitda <sup>7</sup>	2,22	1,81	2,11	1,70
Cobertura de gastos financieros netos <sup>8</sup>	7,43	8,60	7,15	10,89
Endeudamiento total <sup>9</sup>	1,05	0,80	0,68	0,68
Endeudamiento financiero <sup>10</sup>	0,76	0,63	0,56	0,57
Endeudamiento financiero neto <sup>11</sup>	0,67	0,52	0,48	0,41
Razón circulante <sup>12</sup>	0,61	1,08	0,66	1,57

**Tabla 3:** Principales indicadores utilizados en la clasificación de riesgo financiero  
(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)

Respecto al nivel de deuda, entre los años 2011 y 2014 la Compañía disminuyó su deuda financiera en 2,3%, llegando a su máximo en el año 2012. Al respecto, en los años anteriores la Compañía incorporó deuda para financiar su crecimiento a nivel nacional, lo que a la fecha ya se encuentra finalizado y se están generando los flujos de las inversiones realizadas. En opinión de esta Clasificadora, los niveles de deuda de la Compañía se han mantenido en niveles adecuados en todos los períodos de medición (Tabla 3) y a diciembre de 2014 los indicadores tanto de deuda como de cobertura mejoran respecto al período anterior.

La eventual fusión de Dream con los activos latinoamericanos de Sun no deberían deteriorar estos indicadores dadas las condiciones estipuladas para la materialización de la operación.

Esta Clasificadora espera que los indicadores de deuda de la Compañía mejoren durante los próximos períodos, principalmente sustentado en la fusión con los activos latinoamericanos de Sun (lo que implicaría incorporar el casino SCJ con mayores ingresos de Chile) y por la recuperación del efecto de la Ley del Tabaco (lo que se ha venido evidenciando en los últimos períodos y donde a marzo de 2015 la industria obtiene ingresos históricamente altos). De no ser así, vale decir, si la Compañía incorporara mayores niveles de deuda u operacionalmente estuviese por debajo de lo proyectado, a tal nivel que sus indicadores se deterioraran respecto a los actuales, la clasificación de riesgo y/o tendencia asignada podrían ajustarse.

Respecto al perfil de amortización, para este año existen obligaciones por cerca de \$9.000 millones, lo que significa que con los flujos que la Compañía genera, el ratio de servicio de la deuda<sup>13</sup> sería cercano a 2,5 veces para este año, lo que demuestra el perfil de endeudamiento conservador de Dream.

**INDUSTRIA  
CASINOS DE  
JUEGO**

<sup>6</sup> Deuda financiera sobre Ebitda = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Ebitda

<sup>7</sup> Deuda financiera neta sobre Ebitda = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – Efectivo y Equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / Ebitda

<sup>8</sup> Cobertura de gastos financieros netos = Ebitda / (Gastos financieros – Ingresos financieros)

<sup>9</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total

<sup>10</sup> Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total

<sup>11</sup> Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes – Efectivo y Equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total

<sup>12</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante

<sup>13</sup> Ratio servicio de la deuda = (Ebitda – Capex recurrente) / (obligaciones financieras del período: capital + interés)

DREAM

Fecha Informe:  
Junio.2015**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](http://www.icrchile.cl)) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación de Riesgo del Negocio* 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](http://www.icrchile.cl)) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación 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 aquellas compañías cuya 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 los activos, características de estos activos y eficiencia operacional, indica que la clasificación de riesgo se inclina 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 tal y como se comentó en el apartado *Clasificación del Riesgo Financiero*, podría 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](http://www.icrchile.cl)).

DREAM

## CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL INSTRUMENTO

### 1. Bonos

Fecha Informe:  
Junio.2015

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
Deuda Financiera neta / Ebitda	<=4,5	2,22	1,81	2,11	1,70
Ebitda / Gastos financieros netos	>=3,0	7,4	8,6	7,2	10,9

Tabla 4: Detalle Covenant (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.

**DREAM**
**ANEXOS**
**Fecha Informe:  
Junio.2015**

SITUACIÓN FINANCIERA RESUMIDA DREAM (MM\$)				
	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14
Activos Corrientes	18.275	37.593	24.249	33.478
Activos No Corrientes	199.392	193.506	201.244	199.204
Activos Totales	217.667	231.099	225.493	232.681
Efectivo y Equivalentes	9.516	13.898	10.993	21.735
Pasivos Corrientes	29.871	34.728	36.602	21.380
Pasivos No Corrientes	81.360	67.813	54.822	72.677
Pasivos Totales	111.231	102.542	91.423	94.057
Deuda Financiera Corriente	20.132	22.343	24.128	9.636
Deuda Financiera No Corriente	60.811	58.986	50.589	69.444
Deuda Financiera Total	80.943	81.329	74.718	79.079
Deuda Financiera Neta	71.427	67.431	63.724	57.344
Patrimonio	106.436	128.557	134.070	138.624
Ingresos de Explotación	80.402	93.235	86.895	96.564
Costos de Explotación	50.918	56.034	53.073	55.918
Margen de explotación	29.484	37.202	33.822	40.647
Resultado Operacional	17.065	22.438	15.023	17.035
Ingresos Financieros	69	397	290	311
Gastos Financieros	4.402	4.717	4.518	3.400
Gastos Financieros Netos	4.333	4.320	4.228	3.089
Utilidad del Ejercicio	7.228	14.921	6.208	9.091
Razón Circulante (N° de veces)	0,61	1,08	0,66	1,57
Endeudamiento Total (N° de veces)	1,05	0,80	0,68	0,68
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,76	0,63	0,56	0,57
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,67	0,52	0,48	0,41
Ebitda	32.208	37.169	30.231	33.654
Margen Ebitda	40,1%	39,9%	34,8%	34,9%
Cobertura de Gastos Financieros (N° de veces)	7,3	7,9	6,7	9,9
Cobertura de Gastos Financieros Netos (N° de veces)	7,4	8,6	7,2	10,9
Deuda Financiera Total / Ebitda (N° de veces)	2,51	2,19	2,47	2,35
Deuda Financiera Neta / Ebitda (N° de veces)	2,22	1,81	2,11	1,70
Ebitda - Capex	19.415	24.574	23.220	23.387
Margen Bruto (%)	36,7%	39,9%	38,9%	42,1%
Margen Operacional (%)	21,2%	24,1%	17,3%	17,6%
Rentabilidad activos	3,4%	6,6%	2,7%	4,0%
Rentabilidad patrimonio	7,4%	12,7%	4,7%	6,7%

**INDUSTRIA  
CASINOS DE  
JUEGO**