



## ACCIÓN DE RATING

26 de enero, 2021

[Reseña anual de clasificación](#)

### RATINGS

#### Dreams S.A.

Solvencia	BBB+
Bonos	BBB+
Tendencia	Estable
Estados financieros	3Q-2020

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](mailto:floyola@icrchile.cl)

Maricela Plaza +56 2 2896 8215  
Subgerente de Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

## Dreams S.A.

### Informe de clasificación de riesgo anual

**ICR ratifica en categoría BBB+/Estable la clasificación de solvencia y bonos de Dreams S.A.**, fundamentado principalmente en su debilitada situación financiera actual, derivada del cierre de sus casinos de juego desde el 18 de marzo, los que recién comenzaron a reabrirse — con un aforo y oferta de juego muy reducidos— en aquellas comunas que se encuentren en fases 3, 4 o 5.

En **julio de 2020** rebajamos la clasificación de Dreams dado el impacto en la liquidez que estaba teniendo la prolongación del cierre de los casinos en Chile, pero asignamos una tendencia Estable, porque no estábamos proyectando nuevos cambios de clasificación al corto plazo, salvo que surgieran nuevos antecedentes o eventos exógenos. A la fecha, los antecedentes adicionales corresponden a la materialización del **cambio de controlador** (evento que no tuvo impacto en el rating, pero que consideramos podría ser favorable para su estrategia de largo plazo) y la reapertura parcial de aquellos casinos que no se encuentren en las comunas en fases 1 o 2.

Destacamos que, si bien la reapertura parcial de los casinos se produjo entre tres a cuatro meses antes del escenario base presupuestado por la compañía, las altas restricciones para evitar la propagación del COVID-19, implicarán una generación de flujo muy acotada, sumado a que sigue existiendo el riesgo de cierre de las operaciones conforme la comuna en la que se ubican retroceda a las fases 1 o 2. Dado esto, estimamos que el primer semestre de 2021 continuará altamente afectado por la pandemia y que los resultados del segundo semestre dependerán del avance de la vacunación en Chile y/o de la flexibilización de las medidas de aforo.

Esto último es relevante porque seguimos considerando que la contracción de esta industria se deriva de la restricción de las visitas a los casinos y no de la reducción del gasto promedio por cliente, lo que es una variable relevante para proyectar una recuperación del sector a una mayor velocidad que otras industrias afectadas actualmente por la pandemia.

Dentro de los aspectos favorables de Dreams que mitigaron parcialmente la caída abrupta de su flujo operacional, se encuentra el calendario de amortización, estructurado principalmente al largo plazo, debiendo amortizar en 2020 cuotas del crédito sindicado y cupones semestrales de bonos. A lo anterior se suma la baja presión de Capex que tenía la compañía para 2020 y 2021, dado que en la última licitación municipal sólo se adjudicó la licencia de Iquique.

No obstante, uno de los riesgos e incertidumbres al corto plazo corresponde el vencimiento de cuatro de sus licencias otorgadas bajo la Ley 19.995, cuyo proceso de adjudicación lo inició la SCJ en 2020, postergándolo en dos ocasiones, lo que significa que la presentación de las propuestas técnicas y económicas será el 18 de octubre de 2021 (información disponible a la fecha de emisión de este informe).

## Perfil de la Empresa

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

Desde noviembre de 2020, Dreams volvió a ser controlada por la familia Fischer con el 100% de las acciones, luego que en dicho mes se materializara la salida de Sun Latam de la propiedad, lo que en nuestra opinión es favorable en términos crediticios dado que la familia Fischer es el controlador inicial de esta compañía y su gestión como tal, fue altamente conservadora ([comunicado cambio de controlador, agosto 2020](#)). En línea con lo anterior, se produjo la salida de los directores representantes del accionista sudafricano, Anthony Leeming y Norman Basthdaw.

## Industria del juego en Chile

### En noviembre de 2020 comenzó la reapertura parcial de los casinos de juego en Chile

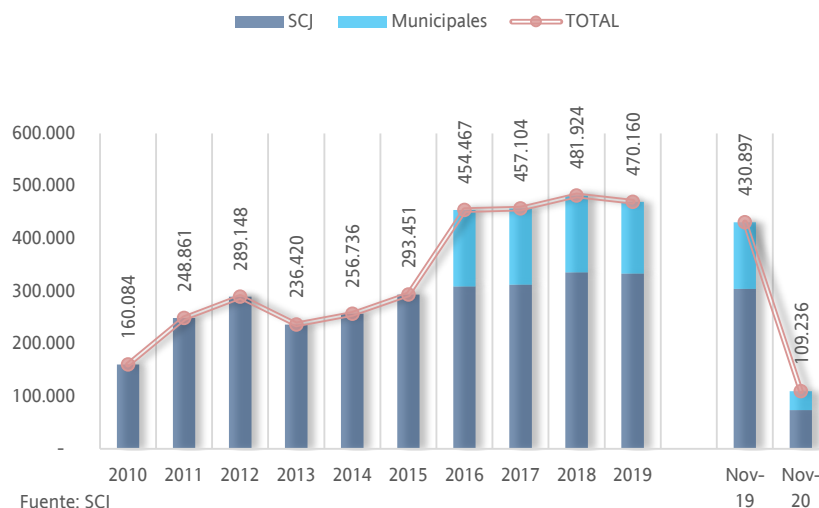
El 12 de noviembre de 2020, la SCJ emitió el Protocolo de Manejo y Prevención ante COVID-19 en casinos y establecimientos de juego, estableciendo la reapertura voluntaria de aquellos activos ubicados en comunas en fase 3 y 4, y la reapertura obligatoria para aquellos que se ubiquen en comunas en fase 5.

Así, al 25 de enero, 4 casinos se encontraban con operaciones abiertas: Enjoy Santiago, Sun Monticello, Coquimbo y Ovalle, reaperturas que son altamente inestables dado los avances y retrocesos entre las distintas fases de conformidad al diseño del Plan Paso a Paso, lo que implica que los casinos abiertos puedan variar entre una semana y otra.

Bajo este escenario de pandemia, la industria se vio fuertemente impactada operacionalmente el año recién pasado, con una abrupta caída en ingresos y visitas, y con expectativas sólo de recuperación parcial en 2021 dadas las restricciones del protocolo de reapertura que establece que, en el mejor de los escenarios (esto es, en fase 5), los casinos podrán operar, pero a 50% de capacidad.

Durante noviembre, los casinos de Colchagua, Monticello, Rinconada, Ovalle, Copiapó y Viña operaron 12 días, 11 días Coquimbo, 7 días Calama, 5 días Luckia-Arica, 4 días San Antonio y 3 días Antofagasta

Evolución ingresos brutos del juego (MM\$)



## OPERACIONES DE DREAMS

Licencia	Expiración inicial*
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

\* Se indica *expiración inicial*, porque dada la pandemia en curso, la SCJ ha postergado los procesos de licitación en dos oportunidades. Adicionalmente, las obras en ejecución sobre las licencias municipales no se han podido llevar a cabo en aquellas comunas que han estado en cuarentena, todo lo anterior postergando, por tanto, las fechas de expiración iniciales.

## DIRECTORIO

Claudio Fischer L.	Presidente
Enrique Cibié B.	Director
Humberto Fischer L.	Director

Fuente: CMF

## PROTOCOLO DE REAPERTURA

**Fase 3:** Se permite el funcionamiento de casinos **sólo con máquinas de juego**, y en sus **espacios abiertos**, bajo las siguientes reglas:

- Distanciamiento mínimo de un metro entre los asientos de cada máquina, con barreras físicas al costado de cada una de ellas o; dos metros lineales entre los asientos de cada máquina.
- Sin consumo de alimentos y bebidas en el lugar de máquinas de juego.

**Fase 4:** Se permite el funcionamiento de casinos **sólo con máquinas de juego**, bajo las siguientes reglas:

- Distanciamiento de al menos dos metros entre los asientos de cada máquina.
- Sin consumo de alimentos y bebidas en el lugar de máquinas de juego.

**Fase 5:** Se exige el funcionamiento de casinos a un máximo de **50% de su capacidad**.

Fuente: SCJ

**Procesos de licitación representan un nuevo desafío para la industria de gaming en Chile**

Como lo indicamos en [marzo 2020](#), la renovación de licencias es un nuevo desafío por el que deben atravesar los operadores de casinos de juego, venciendo 14 licencias entre 2023 y 2024 (7 cada año), lo que implica que entre 2020 y 2021 debían materializarse los procesos de apertura de licitación, según lo que establece la legislación vigente: 36 a 48 meses previos al vencimiento de los actuales permisos.

En cumplimiento de estos plazos, el 27 de julio de 2020 la SCJ dio inicio al proceso de otorgamiento de permisos para 12 casinos de juego, lo que implicaba que las propuestas técnicas y económicas se podían presentar hasta el 18 de enero de 2021. Dadas las condiciones sanitarias desfavorables, el regulador suspendió en dos oportunidades el proceso de otorgamiento de permisos de operación, por 90 y 180 días, respectivamente, lo que significa que las propuestas deben ser presentadas, de acuerdo a la información disponible al momento de emisión de este informe, el 18 de octubre de 2021.

Para los emisores clasificados por ICR, este calendario de vencimientos de licencias significa que para el caso de Enjoy, vencían cuatro operaciones entre 2023 y 2024 (Antofagasta, San Antonio, Rinconada, Los Ángeles) y cuatro para Dreams (Monticello, Temuco, Valdivia, Punta Arenas), lo que representa un desafío importante, sobre todo considerando que estos operadores se encuentran en plena etapa de inversión sobre las licencias municipales adjudicadas/renovadas en el último proceso finalizado en junio de 2018 (Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas), cuya entrega de obras se fue postergando durante 2020 como consecuencia de la imposibilidad de materializarlas en aquellas comunas que se encuentran o encontraban en etapa de cuarentena.

**Clasificación de riesgo del negocio: A-**

**Nuevo proceso de licitación en un ambiente regulatorio con alta incertidumbre**

En nuestra opinión, si bien la legislación actual evita la saturación de mercado por el mecanismo en los cuales están restringidos los casinos en Chile, las condiciones regulatorias bajo la cual serían licitados los permisos de operación tienen alto nivel de incertidumbre asociado a factores que no se han esclarecido a la fecha, tanto externos como internos al proceso.

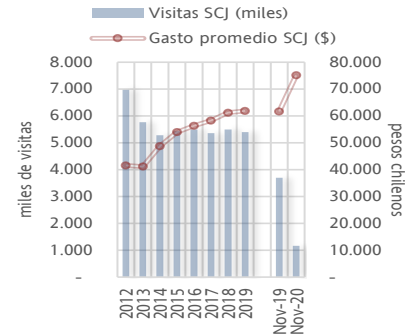
Entre las incertidumbres externas se encuentra la extensión de la pandemia que evita la recuperación operacional del sector y, en consecuencia, no permite a los postulantes y renovantes la preparación adecuada e informada de sus ofertas técnicas y económicas. Entre las incertidumbres internas, por su parte, están los cuestionamientos de los operadores a la normativa vigente de renovación de las plazas de juego, sustentado en las indicaciones incorporadas a la ley 19.995 en 2015 (través de la ley 20.856) que modificó la regulación inicial bajo la cual los actuales operadores obtuvieron una licencia de explotación de casino de juego.

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

Aun cuando las estimaciones de crecimiento chileno se acotaron por la extensión del estallido social y por la pandemia sanitaria en curso, 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, toda vez que la pandemia inicie su retirada. Adicionalmente, Dreams está creciendo de manera relevante en Perú y, si bien participa en Argentina (que corresponde a una economía con

**N° de visitas a noviembre 2020 están explicadas por el desarrollo del negocio en el 1Q-20**

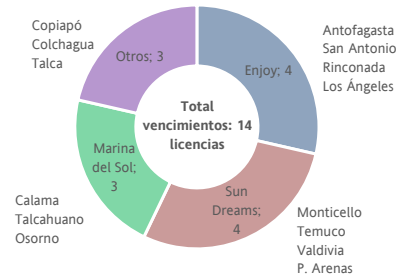
Evolución gasto promedio por cliente (\$) y número de visitas (miles), ambos en modalidad SCJ



Fuente: SCJ

**Licencias con alta generación de ingresos tendrían vencimiento al mediano plazo**

Detalle operaciones con vencimiento original en 2023 y 2024, por operador (N°)



Fuente: SCJ

**MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO DE DREAMS**

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

Fuente: metodología de casinos de juego, ICR.

mayor riesgo relativo), la operación continúa siendo secundaria respecto a la generación de Chile y Perú.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta 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.

**Compañía es un actor relevante en una industria altamente concentrada en Chile**

En nuestra opinión, 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 periodos mientras se resolvía la adjudicación de los casinos municipales y durante este período de pandemia).

Dreams consolida la propiedad de 20 casinos (7 en Chile, 8 en Perú, 1 en Argentina, 3 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 40,7% anualizada a noviembre de 2020 (37,9% si se excluye Puerto Varas), además de estar en constante expansión geográfica para aumentar el *duration* de sus licencias.

**Indicadores operacionales estables hasta septiembre de 2019, los que se contrajeron significativamente post crisis social y actualmente con la pandemia**

Respecto al desempeño operacional, hasta antes de la pandemia Dreams tenía altos márgenes respecto a sus competidores y al tipo de casinos que opera, los que tuvieron disminuciones ocasionales al momento de incorporar operaciones con menores márgenes, como es el caso de Perú y Argentina.

Como consecuencia del período que se mantuvieron cerradas las operaciones, sumado al mecanismo parcial de reapertura (y que implicaría que recién en fase 5 la capacidad máxima permitida sea de 50%), la compañía cerraría el 2020 con bajos márgenes, los que se recuperarían sólo parcialmente durante el 2021. Pese a lo anterior, nuestra perspectiva de mediano plazo es positiva para esta compañía, lo que significa que esperamos que en un período de 12-18 meses pueda recuperar su rentabilidad, conforme las restricciones de aforo se liberen.

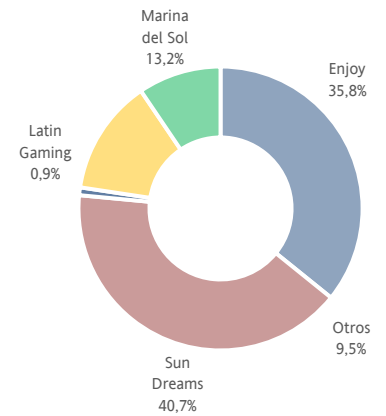
**Evaluación de la fortaleza financiera: Débil**

**Cifras operacionales de 2020, serían las más desfavorables de la historia de Dreams**

Previo al cierre de los casinos de juego en Chile, Dreams mostraba ingresos favorables respecto al mismo período del año anterior. No obstante, y como consecuencia del cierre de las operaciones a partir del 18 de marzo de 2020, el primer trimestre este operador tuvo ingresos 12,6% por debajo que el mismo trimestre del año anterior y a septiembre 2020 esta caída fue de 71,5% si se compara con los primeros nueve meses de 2019 en los cuales la industria operaba de manera normal.

**Dreams es el principal operador de casinos de juego en Chile**

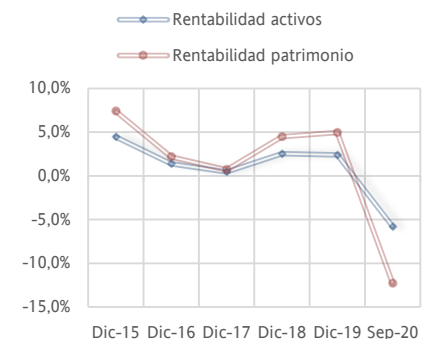
Participación de mercado a noviembre 2020 (UDM)



Fuente: SCJ. Casino de Puerto Varas se incluye en Dreams. Colchagua incluido en Otros.

**Rentabilidades comenzarían a recuperarse parcialmente desde 2021**

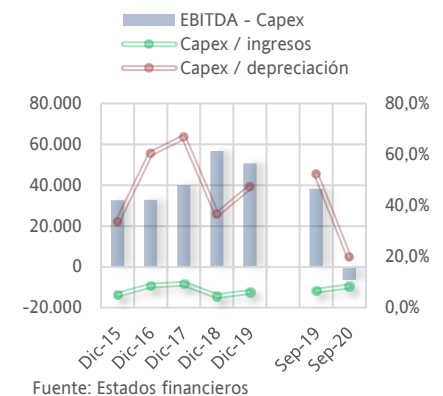
Evolución rentabilidades (%)



Fuente: Estados financieros

**Abrupta caída en el Capex 2020 como medida para resguardar la caja en un año con muy bajo nivel de actividad operacional**

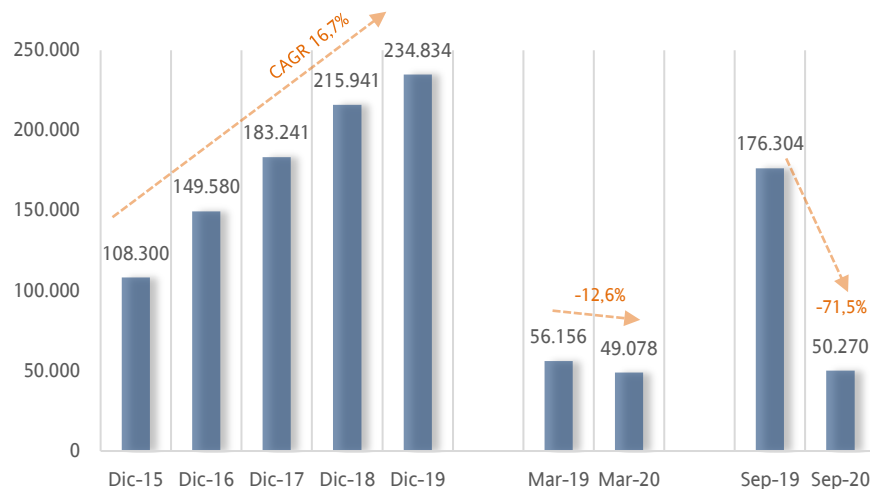
Evolución EBITDA-Capex (MM\$), intensidad de inversiones (%) y suficiencia de inversiones (%)



Fuente: Estados financieros

COVID-19 evita que Dreams continúe con su tendencia positiva en ingresos que llevaba hasta 2019, lo que estimamos podría recuperarse recién hacia 2022

Evolución ingresos consolidados (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Pese a todo el ajuste en costos y gastos materializado por Dreams entre el 18 de marzo y el 30 de septiembre, la imposibilidad de generar ingresos provocó una caída abrupta del EBITDA<sup>1</sup>, resultado del ejercicio y flujo operacional<sup>2</sup> a septiembre 2020, respecto a su mismo período del año anterior. Aun cuando desde noviembre algunas operaciones reabrieron a público, las exigencias de aforo y normas sanitarias no permitirían revertir esta situación al cierre de 2020 ni durante el primer semestre de 2021. Para el segundo semestre, en tanto, la recuperación de la industria está supeditada al avance de la vacunación en Chile y al mantenimiento de las actuales normativas sanitarias estipuladas por la autoridad.

**Aumento de deuda a septiembre 2020 producto de las necesidades de liquidez de la empresa**

El stock de deuda financiera<sup>3</sup> de la empresa cerró en \$188.536 millones a septiembre de 2020 (excluye pasivos por NIIF 16), lo que representó un aumento de 7,1% respecto al cierre de diciembre de 2019, explicado por los préstamos del período para hacer frente a la contingencia sanitaria.

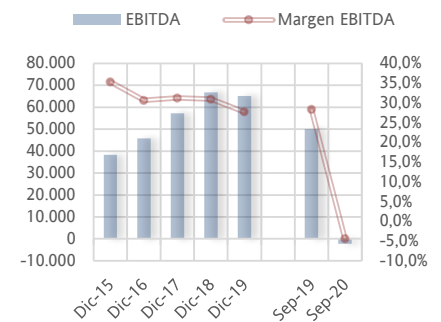
Pese a este aumento de deuda, los vencimientos están concentrados principalmente al largo plazo (84% del total de la deuda financiera) y estructurado equitativamente entre bonos locales y deuda con bancos.

Aun cuando nuestras estimaciones del servicio de la deuda 2021 reflejan una caja muy ajustada para dar cumplimiento a todas sus obligaciones en términos y plazos pactados bajo un escenario de extensión de la pandemia, destacamos como mitigante la toma de control que acaba de materializar la familia Fischer, lo que estimamos podría ser un respaldo explícito para Dreams de ser necesario, dado el lineamiento del controlador, que suele ser altamente conservador.

En nuestro último informe de clasificación anual (enero 2020), indicamos que estimábamos que Dreams tenía más holgura respecto a otros competidores de la industria para enfrentar eventualidades, ya sean de mercado o del negocio, lo que significa que su clasificación tenía menor probabilidad de deteriorarse ante eventos que afectaran su generación de flujo respecto a competidores con mayor stock de deuda

Pese a los ocho meses sin operación, EBITDA de Dreams cerró levemente negativo al 3Q-20

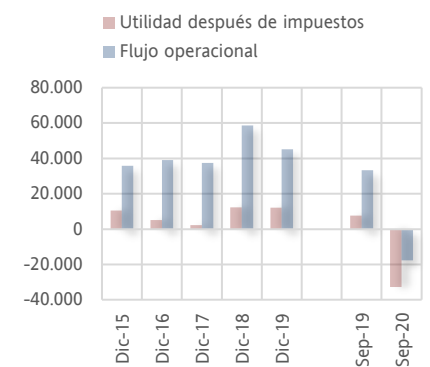
Evolución EBITDA (MM\$) y márgenes de EBITDA (%)



Fuente: Estados financieros

**Caída abrupta de la utilidad y flujo operacional implicó la gestión financiera sobre los vencimientos de deuda**

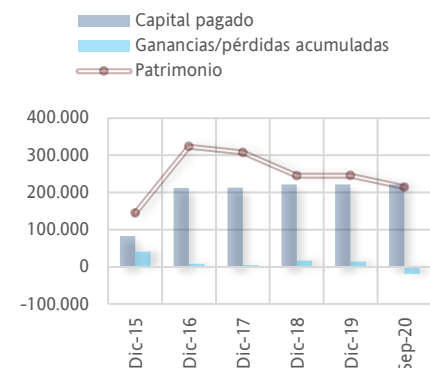
Evolución de utilidad/pérdida del ejercicio y flujo procedente de actividades operacionales (MM\$)



Fuente: Estados financieros

**Estructura patrimonial continúa altamente capitalizada, pero con pérdida acumulada durante 2020**

Composición estructura patrimonial (MM\$)



Fuente: Estados financieros

relativa, sumado a que la empresa no tenía una presión de Capex de desarrollo importante para los próximos períodos dado que sólo renovó una de sus dos licencias municipales, lo que no implica un desembolso significativo para Dreams.

La pandemia actual —esto es, con ocho meses sin operaciones y con los siguientes seis u ocho meses a capacidad reducida—, demostró estas aseveraciones y la capacidad de Dreams para reajustarse en este proceso, lo que implicó que redujéramos su clasificación sólo en un notch hasta la fecha.

Aun cuando no podemos descartar que la extensión de la pandemia podría volver a rebajar la clasificación de este operador de casinos, con la información actual no estamos proyectando nuevos *downgrades*, sobre todo considerando que el proceso de vacunación está en marcha, que algunas operaciones reabrieron a partir de noviembre (lo que es altamente volátil porque depende de la fase del Plan Paso a Paso en el cual se encuentre la comuna en particular) y que la toma de control por parte del accionista histórico de la compañía está materializada.

Respecto a algunos indicadores de deuda, todos los ratios asociados a flujo se encuentran actualmente deteriorados y desalineados de la clasificación actual, la que se sostiene sobre nuestra expectativa de recuperación y en la capacidad de Dreams en términos de liquidez para sobrellevarla. Hacemos hincapié que si no se observara recuperación parcial de estos indicadores en los próximos 12-18 meses, la clasificación de Dreams podría modificarse nuevamente a la baja.

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

Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019	Sep-20
Endeudamiento total <sup>4</sup>	0,65	0,55	0,52	1,08	1,07	1,21
Endeudamiento financiero <sup>5</sup>	0,52	0,38	0,37	0,81	0,72	0,88
Endeudamiento financiero neto <sup>6</sup>	0,27	0,26	0,31	0,69	0,63	0,85
Cobertura de gastos financieros netos <sup>7</sup>	23,39	7,76	18,74	16,26	9,43	1,95
Deuda financiera neta sobre EBITDA	1,01	1,84	1,64	2,52	2,36	14,15
Razón circulante <sup>8</sup>	1,84	1,27	1,26	1,72	1,61	1,18
Razón ácida <sup>9</sup>	1,81	1,21	1,20	1,67	1,56	1,14
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) <sup>10</sup>	21,84	6,60	12,24	14,24	6,54	-0,90
Deuda financiera neta / Flujo operacional <sup>11</sup>	1,08	2,16	2,51	2,87	3,40	-30,87

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

## Instrumentos clasificados

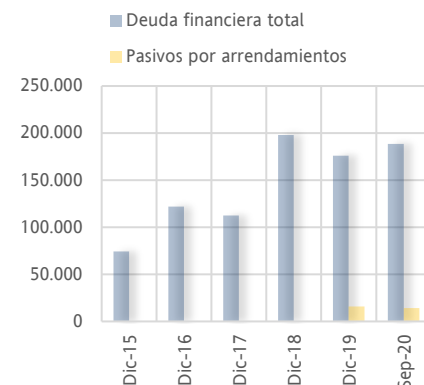
### Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos N°s 736 y 737 (series D, E y F), con deuda actualmente colocada en las series D y E.

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, donde las principales características de las líneas y las series son las siguientes:

Pese al año desafiante para la industria, el aumento de deuda de Dreams no fue significativo

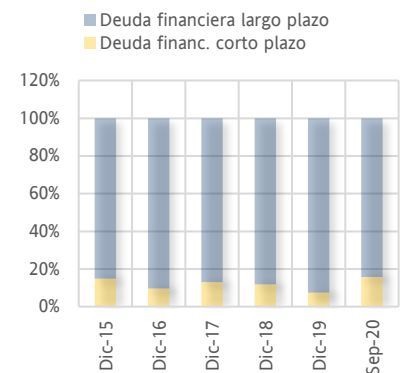
Evolución stock de deuda financiera y pasivos por arrendamientos (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Estructura de deuda concentrada al largo plazo, evitó que la presión sobre la caja de la compañía fuera mayor

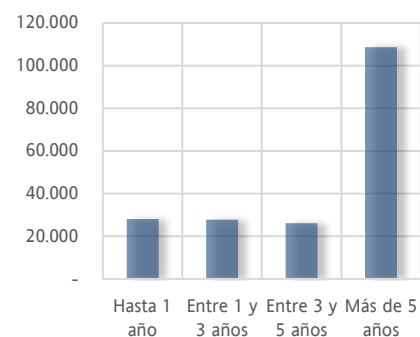
Evolución estructura de la deuda (%)



Fuente: Estados financieros

Vencimientos de largo plazo (sobre 5 años) corresponden principalmente a bonos locales

Perfil de amortización (MM\$)



Fuente: Estados financieros

**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, F

Fuente: Elaboración propia con información de CMF a noviembre de 2020.

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

**Principales características series de bonos vigentes**

	Serie D	Serie E	Serie F
N° de inscripción	737	737	737
Fecha inscripción	04-may-18	30-jul-18	17-dic-19
Plazo (años)	9,83	9,58	9,67
Monto inscrito	UF 2.500.000	UF 600.000	UF 1.900.000
Monto colocado	UF 2.500.000	UF 600.000	-
Deuda vigente	UF 2.500.000	UF 600.000	-
Tasa emisión (%)	3,97%	3,92%	2,90%
Vencimiento	15-mar-28	15-mar-28	-

Fuente: Elaboración propia con información CMF (noviembre 2020) y LVA Índices.

Otra de las consecuencias de la pandemia actual, es que el impacto en el EBITDA derivado de la interrupción de la operación provocó una estrechez relevante en el cumplimiento de los *covenants* establecidos en los contratos de bonos, lo que derivó en una negociación con los tenedores de bonos para flexibilizar las restricciones financieras.

Así, el 1 de diciembre de 2020, los tenedores de bonos de Dreams aprobaron un *waiver* para el *covenant* de DFN/EBITDA desde el 3Q-20 hasta el 3Q-21 y establecieron dos *covenants* adicionales: (i) deuda financiera máxima de \$270.000 millones y (ii) capital mínimo de \$168.000 millones, según el siguiente detalle:

**Principales resguardos financieros bonos**

<i>Covenant</i>	Exigencia	Dic-19	Mar-20	Jun-20	Sep-20
Deuda financiera consolidada neta / Patrimonio total	<=2,0 veces	0,7	0,6	0,7	0,9
Deuda financiera consolidada neta / EBITDA	<=4,5 veces	2,4	2,6	4,4	-
Deuda financiera neta máxima	\$270.000 millones	-	-	-	182.390
Capital mínimo	\$168.000 millones	-	-	-	221.697

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

**METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN**

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá 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.

**DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS****Categoría BBB**

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría.

## 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 (anuncio eventual fusión con Marina del Sol)
25-nov-19	A-	A-	Positiva	Hecho relevante (aumento de deuda)
31-ene-20	A-	A-	Positiva	Reseña anual
27-feb-20	A-	A-	Estable	Cambio de tendencia (anuncio fin negociaciones con Marina del Sol)
23-mar-20	A-	A-	Negativa	Cambio de tendencia (Coronavirus)
9-jul-20	BBB+	BBB+	Estable	Cambio de clasificación (Coronavirus)
25-ago-20	BBB+	BBB+	Estable	Hecho relevante (Cambio controlador)
23-oct-20	BBB+	BBB+	Estable	Ratificación de clasificación (revisión avance coronavirus)
26-ene-21	BBB+	BBB+	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR



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

	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Sep-19	Sep-20
Activos totales	237.275	499.773	468.067	509.777	506.802	502.077	472.468
Efectivo y equivalentes	35.631	37.709	18.543	29.758	22.492	24.834	6.146
Pasivos totales	93.190	176.424	160.653	265.011	261.497	255.536	258.408
Deuda financiera corriente	11.048	11.803	14.784	23.530	13.345	12.991	29.725
Deuda financiera no corriente	63.278	110.087	97.829	174.271	162.668	163.131	158.811
Deuda financiera total	74.325	121.890	112.613	197.801	176.013	176.122	188.536
Deuda financiera neta	38.694	84.181	94.070	168.043	153.522	151.288	182.390
Patrimonio	144.086	323.349	307.414	244.766	245.306	246.542	214.060
Ingresos de explotación	108.300	149.580	183.241	215.941	234.834	176.304	50.270
Utilidad/pérdida después de impuestos	10.440	5.075	2.203	12.345	12.128	7.630	-32.811
Razón circulante (N° de veces)	1,84	1,27	1,26	1,72	1,61	1,75	1,18
Endeudamiento total (N° de veces)	0,65	0,55	0,52	1,08	1,07	1,04	1,21
Endeudamiento financiero (N° de veces)	0,52	0,38	0,37	0,81	0,72	0,71	0,88
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	0,27	0,26	0,31	0,69	0,63	0,61	0,85
EBITDA	38.282	45.807	57.265	66.775	65.139	50.033	-2.217
Margen EBITDA (%)	35,3%	30,6%	31,3%	30,9%	27,7%	28,4%	-4,4%
EBITDA 12 meses	38.282	45.807	57.265	66.775	65.139	67.162	12.888
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	23,39	7,76	18,74	16,26	9,43	10,37	1,95
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	1,01	1,84	1,64	2,52	2,36	2,25	14,15
Capex	5.553	13.009	17.205	9.927	14.488	11.696	4.243
EBITDA - Capex	32.729	32.798	40.060	56.847	50.651	38.336	-6.461
Flujo operacional	35.741	38.970	37.417	58.515	45.172	33.339	-17.742
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo) (N° de veces)	21,84	6,60	12,24	14,24	6,54	7,88	-0,90
Deuda financiera neta / Flujo operacional (N° de veces)	1,08	2,16	2,51	2,87	3,40	2,97	-30,87

<sup>1</sup> EBITDA = Ingreso de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso de activos).

<sup>2</sup> Corresponde a la cuenta de “Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de la operación” contenida en el Estado de Flujo de Efectivo.

<sup>3</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

<sup>4</sup> Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

<sup>5</sup> Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

<sup>6</sup> Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

<sup>7</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

<sup>8</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

<sup>9</sup> Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

<sup>10</sup> Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) = Flujo operacional 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

<sup>11</sup> 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 TOMAR 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, licenciadores 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.