

Metodología de Clasificación

Industria de Casinos de Juego



Metodología de Clasificación de Compañías en la Industria de Casinos de Juego

TABLA DE CONTENIDOS

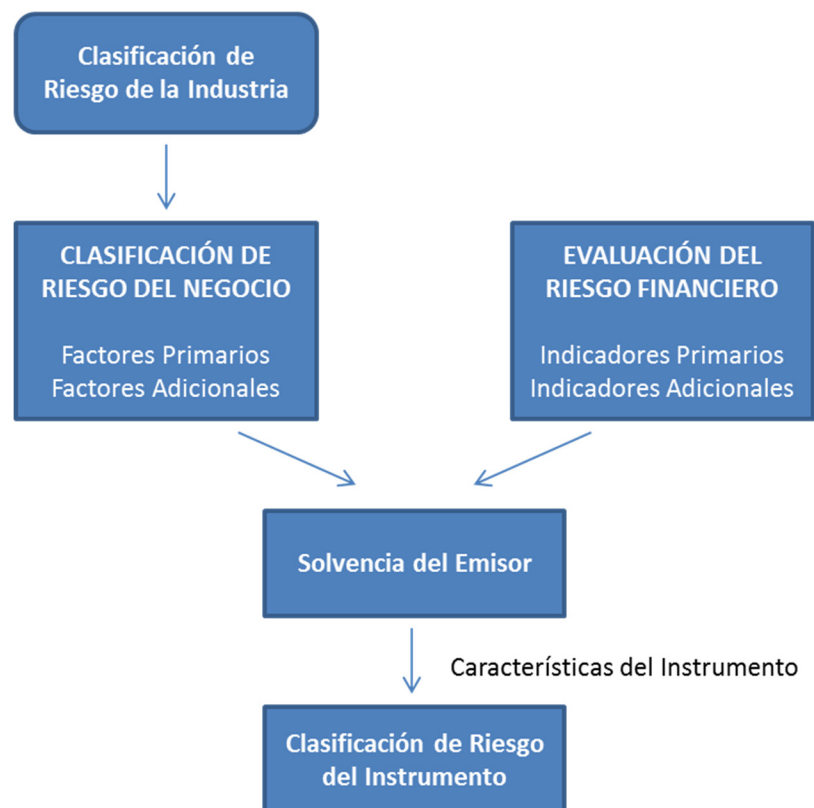
| | |
|--|----|
| Introducción a las Metodologías de ICR | 3 |
| Resumen del Proceso de Rating de ICR | 4 |
| Industria de Casinos de Juego | 6 |
| Clasificación de Riesgo del Negocio de la Industria de Casinos de Juego | 8 |
| Factores Primarios en la Clasificación del Riesgo del Negocio | 8 |
| Factores Adicionales en la Clasificación del Riesgo del Negocio | 9 |
| Clasificación del Riesgo Financiero de la Industria del Juego | 11 |
| Indicadores Primarios en la Evaluación del Riesgo Financiero | 11 |
| Indicadores Adicionales en la Evaluación del Riesgo Financiero | 12 |
| Combinando la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Solvencia del Emisor | 12 |
| Clasificación de Riesgo del Instrumento | 13 |

Introducción a las Metodologías de ICR

- ICR publica sus metodologías de clasificación de riesgo con la finalidad de entregar, a emisores e inversionistas, mayor información acerca de los fundamentos detrás de las opiniones de rating.
- En términos generales, las clasificaciones de riesgo son opiniones que reflejan la capacidad de pago de un emisor, un instrumento financiero o una obligación. Son opiniones que evalúan la habilidad y disposición de un emisor, de realizar pagos en tiempo y forma de obligaciones presentes (ya sea principal, intereses, obligaciones con asegurados), con respecto a los términos y condiciones de la obligación asumida.
- Las metodologías de clasificación de riesgo de ICR consideran el riesgo del negocio y financiero – tanto histórico como esperado – así como también características específicas de la industria y la posición de la compañía dentro de ésta, factores subjetivos y consideraciones intangibles. Nuestro enfoque incorpora una combinación tanto de factores cuantitativos como cualitativos.
- Las variables descritas en las metodologías de clasificación de riesgo de ICR tratan de considerar la mayor cantidad de escenarios posibles. La importancia relativa de algún punto específico puede variar según el emisor. En algunos casos, una fortaleza específica puede compensar una debilidad y, por otro lado, una debilidad específica puede anular las fortalezas del emisor en otras áreas.
- ICR opera bajo una filosofía de clasificaciones de riesgo estables; en otras palabras, ICR busca incorporar en sus clasificaciones de riesgo los efectos del ciclo económico, minimizando los cambios de rating a lo largo del ciclo. No obstante, se producirán revisiones del rating cuando cambios estructurales – positivos o negativos – ocurran, o se espera que ocurran en un futuro cercano.
- Adicionalmente, ICR publica una serie de criterios de rating, los cuales son parte importante del proceso de clasificación de riesgo. Estos criterios generalmente cubren tópicos que son aplicables a más de una industria. Tanto las metodologías como los criterios se encuentran disponibles en el sitio web de ICR.

Resumen del Proceso de Rating de ICR

- Generalmente, las clasificaciones de riesgo de ICR están compuestas por 3 elementos: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor; y (3) elementos específicos relacionados con el instrumento evaluado. La figura a continuación muestra cómo se lleva a cabo el proceso.



- ICR determina la clasificación de riesgo de la industria, considerando entre otros factores: (1) rentabilidad y flujo de caja; (2) ambiente competitivo; (3) estabilidad; (4) regulación; y (5) otros factores. A partir de la metodología general de empresas se han creado diferentes metodologías específicas atinentes a distintas industrias. En el caso de estas metodologías específicas, la evaluación del riesgo de la industria sirve como input para la creación de una matriz de riesgo, que permitirá evaluar el riesgo del negocio del emisor. Cabe señalar que aquellas

compañías que no cuenten con una metodología específica, serán evaluadas utilizando la metodología general de empresas.

- El rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria, y será determinado por el Comité Metodológico en base al análisis del riesgo de la industria.
- La clasificación de riesgo de una empresa (solventia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito (probabilidad de default) al cual se ve expuesto ésta. 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 2 componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solventia 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 solventia.
- Una vez determinada la solventia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico, dependiendo de las características del instrumento (garantías, covenants, etc.). Mayor información se encuentra en la sección “Clasificación del Instrumento”.

Industria de Casinos de Juego

Se clasificará a través de esta metodología, a aquellas compañías que se dediquen a la explotación de actividades de juego, vale decir, a todos los operadores de la industria del juego a pesar de que existan diferencias en los modelos de negocios o productos ofrecidos.

La industria de casinos de juego se caracteriza por:

1. Niveles de competencia por sobre el promedio respecto a otras industrias, aunque estos niveles de competitividad son mitigados a través de barreras de entrada regulatorias, debido a los complejos requerimientos para la postulación a una licencia de juego, lo que incluye entre otros aspectos, el número máximo de operadores, la distancia mínima entre casinos, la prohibición de operar en ciertas zonas geográficas.
2. Volatilidad más alta respecto al promedio de otras industrias, en línea con cambios en el ingreso discrecional de los consumidores.
3. Alto grado de regulación a través de licencias de juego otorgadas por plazos específicos.

La calidad de los activos y la participación de mercado son factores importantes para la rentabilidad del operador. Para obtener un buen nivel de 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 significativa.

El ambiente regulatorio varía dependiendo del país de operación. Entre las consideraciones claves del ambiente regulatorio chileno se encuentran: coexistencia de regulaciones (regidas a través de la Superintendencia de Casinos de Juego y de Leyes especiales), restricciones a la entrada de nuevos operadores (lo que provoca altas barreras de entrada), impuestos específicos dependiendo de la regulación, otorgamiento de licencias por un período finito de tiempo, estructura de renovación de licencias, entre otros.

Aquellos operadores de juego que sólo cuentan con casinos de destino, se ven más afectados frente a las contracciones económicas respecto a los casinos de frecuencia, aun cuando estos últimos también disminuyen el flujo de visitas y/o el monto gastado frente a variaciones del mercado y/o regulaciones.

En general, aquellos operadores de casinos de juego que cuentan con hoteles, restaurantes y lugares de entretenimiento de buena calidad, tienen una mayor probabilidad de atraer un alto flujo de clientes.

En Chile, la diversificación geográfica de los casinos puede aportar mayores niveles de rentabilidad, pero los vaivenes económicos sólo se mitigan (parcialmente) a través de la operación en otros países, lo que puede proveer acceso a mercados en crecimiento.

Frecuentemente los operadores de juego mantienen un flujo de caja alto, aunque esto dependerá de los niveles de capex necesarios para el mediano-largo plazo. Por otro lado, existen compañías que luego de una expansión orgánica/inorgánica, podrían tardar un tiempo relevante en recuperar sus flujos de caja iniciales, lo que en general dependerá de la eficiencia del operador y del calce de sus flujos con los de su deuda.

Clasificación de Riesgo del Negocio en la Industria de Casinos de Juego

FACTORES PRIMARIOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

El cuadro presentado a continuación, muestra 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. Si bien estos factores se encuentran ordenados por nivel de importancia, este orden podría variar entre emisores de una misma industria. En caso de ser así, esto será especificado en el informe de clasificación correspondiente.

| | A | BBB | BB | B |
|--------------------------------|--|---|--|---|
| Regulación / competencia | Ambiente regulatorio favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia. | Ambiente regulatorio es relativamente favorable para los actuales competidores, pero se persigue un marco y políticas para aumentar la competencia. | Ambiente regulatorio está balanceado entre la regulación establecida e intentos por ampliar la competencia a través de un marco y políticas específicas. | Marco regulatorio ampliamente favorable para el ambiente competitivo. |
| | Otras legislaciones favorecen el negocio. | Otras legislaciones favorecen medianamente el negocio. | Otras legislaciones dificultan el negocio. | Otras legislaciones dificultan fuertemente el negocio. |
| Ubicación | Ubicado en mercados con condiciones económicas extremadamente favorables y sostenibles. | Ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. | Ubicado en mercados con adecuadas condiciones económicas de largo plazo. | Ubicado en mercados con pobres condiciones económicas de largo plazo (rendimiento económico muy volátil). |
| | Propiedades ubicadas mayormente en mercados donde los clientes son locales, lo que implica que los casinos son en general de frecuencia. | Muchas de las propiedades están ubicadas en mercados donde los clientes son locales, lo que implica que muchos de los casinos son de frecuencia. | Algunas de las propiedades están ubicadas en mercados donde la clientela es un mix entre clientes locales y turistas, lo que implica que existe una proporción entre casinos de frecuencia y de destino. | Fuerte dependencia de clientes turistas. |
| | Las ubicaciones de las propiedades permiten el acceso de un alto flujo de visitas por casino. | Las ubicaciones de las propiedades permiten el acceso de un favorable flujo de visitas por casino. | Las ubicaciones de las propiedades permiten el acceso de un moderado flujo de visitas por casino. | Las ubicaciones de las propiedades permiten el acceso de un flujo de visitas estacional por casino. |
| Características de los activos | Las propiedades son nuevas o recientemente renovadas. Gran calidad de activos. | Algunas propiedades son nuevas o recientemente renovadas. | Activos de adecuada calidad, donde algunas han sido renovadas recientemente. | Baja calidad de los activos, generalmente propiedades muy antiguas. |
| | Relativamente alta participación de mercado. | Mediana a alta participación de mercado. | Modesta participación de mercado. | Baja participación de mercado. |
| | Alta calidad de hoteles, restaurantes y lugares de entretenimiento. | Buena calidad de hoteles, restaurantes y lugares de entretenimiento. | Mediana calidad de hoteles, restaurantes, y lugares de entretenimiento. | No hay hoteles, restaurantes ni otros lugares de entretenimientos cercanos. |

Metodología de Clasificación de Compañías en la Industria de Casinos de Juego

Creación: Diciembre 2014

Última Actualización: Enero 2018

| | | | | |
|----------------------------|---|--|---|--|
| | Suficientes economías de escala para permitir grandes compañías promocionales; la inversión y el uso de nuevas tecnologías mejora los procesos y la eficiencia. | Tamaño de las propiedades ofrece algunas economías de escala, lo que permite ciertos beneficios en publicidad o inversión en nuevas tecnologías. | Tamaño promedio y moderadas economías de escala limitan la publicidad y los beneficios de campañas promocionales. | Tamaño relativo pequeño, sin economías de escala. |
| Diversificación geográfica | Significativa exposición a diferentes países, regiones y localidades, comparado con sus competidores. | Buena dispersión geográfica. | Dependencia a sólo unas pocas regiones geográficas. | Mucha dependencia a una o pocas zonas geográficas. |
| | Alto acceso a mercados desarrollados/en desarrollo, ofreciendo constantes oportunidades de crecimiento. | Limitada exposición a mercados en desarrollo, lo que limita el crecimiento futuro. | Alto riesgo de saturación del mercado. | Alto nivel de competencia y acotado potencial para desarrollar negocios en mercados desarrollados. |
| Eficiencia Operacional | Altos márgenes respecto a los competidores. | Moderado/altos márgenes respecto a los competidores. | Moderados márgenes respecto a los competidores. | Bajos márgenes respecto a los competidores. |
| | Altos niveles de ganancias por máquina (por ejemplo alto nivel de utilización). | Moderados/altos niveles de ganancia por máquina (por ejemplo, sobre el promedio de utilización). | Moderados niveles de ganancias por máquina (por ejemplo, promedio de utilización). | Bajos niveles de ganancias por máquina (por ejemplo, baja utilización). |
| | Altos niveles de retornos de capital. | Relativamente moderado retorno de capital. | Moderado retorno de capital. | Bajo retorno de capital. |

Los siguientes factores de la clasificación del riesgo del negocio son relevantes para emisores en todas las industrias:

- Riesgo soberano: La clasificación de riesgo de solvencia del emisor podría, en algunos casos, ser ajustada por el riesgo de crédito de los países en los que opera.
- Gobierno corporativo: Favor referirse a **Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos** para mayor información sobre cómo ICR evalúa la administración y gobierno corporativo de una compañía.

FACTORES ADICIONALES EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

Los siguientes factores secundarios para determinar la clasificación de riesgo de la compañía – en relación a las características de la industria en la que participa – si bien podrían ser muy importantes para ciertas empresas, no son necesariamente aplicados a todos los emisores de la industria del juego.

- Propiedad de los activos

Mantener la propiedad de los activos provee barreras de entrada al momento de la renovación de una licencia en particular, en el sentido que operadores actuales con un buen nivel de activos tendrán una ventaja frente a un

eventual competidor quien necesitará igual o mejorar estos niveles. El leasing, por otra parte, puede ser extremadamente beneficioso cuando los contratos son a largo plazo y/o cuando las tasas de arriendo son bajas.

- Gasto de capital

La industria del juego es intensiva en capital, en el sentido que una compañía puede llevar a cabo grandes proyectos con la finalidad de generar demanda en un área geográfica específica, que cumpla con las características estipuladas en la regulación chilena. Por otra parte, esta industria necesita mantener un buen nivel de activos para mantener o incrementar la participación de mercado, por tanto la reposición de activos tiende a ser frecuente en la industria. Lo anterior puede generar mayores costos y deterioro en los indicadores financieros, al menos durante la fase de crecimiento. Con todo, algunos operadores podrían tardar más tiempo de lo presupuestado en recuperar la rentabilidad de su negocio, lo que deberá ser evaluado caso a caso por ICR.

Los aspectos claves en el análisis del gasto de capital incluyen: (i) el flujo de caja y cuán adecuado es para financiar los requerimientos de mantención necesarios para mantener una participación de mercado determinada y; (ii) la flexibilidad de la compañía para alterar el timing de los proyectos. El análisis del gasto de capital provee información sobre la estrategia operacional de la compañía, los planes de crecimiento y las áreas de eventuales inversiones y/o desinversiones.

Clasificación del Riesgo Financiero de la Industria del Juego

INDICADORES PRIMARIOS EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

El cuadro de abajo muestra los indicadores primarios usados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero. La nomenclatura utilizada en esta tabla será definida en cada informe de clasificación.

| Indicadores primarios (N° de veces) | Nomenclatura | | | | |
|-------------------------------------|--------------|----------|----------|-------|------|
| Deuda sobre EBITDA | Excepcional | Superior | Adecuado | Débil | Bajo |
| EBITDA sobre gastos financieros | | | | | |
| Deuda sobre Patrimonio | | | | | |
| Flujo de Caja Libre sobre Deuda | | | | | |
| Otros Indicadores | | | | | |

Las clasificaciones de riesgo ICR están basadas en expectativas del rendimiento futuro. Los indicadores pasados y su tendencia en el tiempo son importantes, no obstante la clasificación final incorporará la opinión de esta Clasificadora respecto a los indicadores futuros, lo que corresponde a una consideración subjetiva pero crítica.

Los indicadores financieros dependen de los datos contables cuyos principios varían para cada emisor clasificado y, en algunos casos, por industria. ICR podría ajustar los indicadores financieros para permitir comparaciones con emisores usando diferentes principios contables.

Favor referirse a **Criterio: Ratios Financieros**, para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.

La liquidez puede ser un factor de riesgo significativo, especialmente para aquellos emisores con baja clasificación o sin grado de inversión. ICR considerará las fuentes disponibles de liquidez, incluyendo caja y flujo de caja, acceso a líneas bancarias, etc., así como el uso de estos fondos (operaciones, gasto de capital, recompra de acciones, dividendos para cada emisor, etc.).

ICR, en conjunto con todos los factores financieros mencionados, considerará las políticas financieras de la compañía (tales como el leverage objetivo, dividendos y políticas corporativas en general que pudiesen situar a los accionistas por sobre los bonistas).

Cuando el análisis de la situación financiera del emisor – a través de los indicadores anteriormente mencionados u otros que serán detallados caso a caso en los informes de clasificación correspondientes – sugiera que la compañía

podría tener dificultades en el levantamiento de capital, será de interés de ICR, la revisión de información de mercado (tales como valor de mercado de la empresa o spreads de crédito).

INDICADORES ADICIONALES EN LA EVALUACIÓN DEL RIESGO DEL NEGOCIO

Mientras los indicadores primarios anteriormente mencionados serán los más importantes utilizados por ICR para determinar la clasificación del riesgo financiero de un emisor, otros indicadores podrían ser usados, tales como los detallados en los párrafos siguientes.

Cuando los activos de la compañía sean principalmente arrendados, además de utilizar el EBITDA para la medición de indicadores de cobertura, se utilizará el EBITDAR para estos mismos fines, de modo tal de reflejar el efecto que el arriendo tiene en los indicadores del operador.

La rentabilidad, particularmente en el corto plazo, podría ser un importante diferenciador de riesgo de crédito, donde la generación de buenos resultados correspondería a una aproximación de la capacidad de la compañía para dar cumplimiento a las obligaciones inmediatas. ICR evalúa la rentabilidad de un emisor a través de varios indicadores, incluyendo el retorno del capital.

Mientras el flujo de caja libre (por ejemplo, neto de cambios en el capital de trabajo, dividendos y gasto de capital, etc.) puede ser volátil y en ocasiones negativo, ICR utiliza, dependiendo del caso, éste u otros indicadores de flujo de caja para evaluar la habilidad de la compañía para generar caja y pagar sus obligaciones.

Combinación entre la Clasificación de Riesgo del Negocio y Financiero para determinar la Clasificación de Riesgo del Emisor

La clasificación final del emisor es una combinación del riesgo del negocio y financiero. En algunos casos, el riesgo del negocio tendrá mayor peso relativo que el riesgo financiero para determinar el riesgo del emisor, situación que será detallada en cada informe de clasificación.

En las escalas más baja de clasificación del negocio, el riesgo financiero y los indicadores de liquidez juegan un rol mucho más importante, y el riesgo del negocio debería recibir un menor peso respecto al que tendría en niveles de clasificación superiores.

Clasificación de Riesgo del Instrumento

- Para mayor información acerca de las etapas del proceso de clasificación y las variables utilizadas para la determinación de un rating corporativo, favor referirse a [Metodología General de Clasificación](#).
- Para una discusión acerca de la relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo, y un mayor detalle en factores relacionados con la liquidez del emisor, favor referirse a [Criterio: Relación entre Clasificaciones de Riesgo de Corto y Largo Plazo](#).
- La existencia de conglomerados financieros puede tener un impacto significativo en la clasificación de instrumentos de deuda pública. Para un mayor detalle respecto a este tema, favor referirse a [Criterio: Clasificación de Compañías Holdings y sus Filiales](#).
- Garantías y otros tipos de soporte se discuten en [Criterio: Garantías y Otras Formas de Apoyo Explícito](#).
- Consideraciones legales son discutidas en [Criterio: Contratos de emisión – Declaraciones y Garantías, Covenants y Eventos de Default](#).
- Para mayor información de cómo evalúa ICR el gobierno corporativo de una compañía, favor referirse a [Criterio: Evaluación de Gobiernos Corporativos](#).
- Favor referirse a [Criterio: Ratios Financieros](#), para definiciones y forma de cálculo de indicadores financieros.