



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

## Nueva emisión

C o n t a c t o

Gonzalo Neculmán G.

Tel. (56-2) 433 5200

gonzalo.neculman@humphreys.cl

## Dream S.A.

Julio 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	<b>A</b> <b>Estable</b>
EEFF base	31 de marzo de 2012

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 10 años Línea de bonos a 30 años	En proceso de inscripción en SVS En proceso de inscripción en SVS

EERR Consolidado IFRS			
M\$	Mar-2012	Dic-2011	Dic-2010
Ingresos de actividades ordinarias	22.093.340	80.402.471	62.162.898
Costo de ventas	-13.342.450	-50.918.454	-38.630.231
Gastos de Administración	-3.380.403	-12.419.356	-12.688.711
Costos financieros	-954.173	-4.402.165	-2.348.124
Ganancia	3.460.485	7.227.776	9.031.009

Balance General Consolidado IFRS			
M\$	Mar-2012	Dic-2011	Dic-2010
Activos Corrientes	21.308.976	18.274.681	12.217.669
Activos No Corrientes	196.588.705	199.392.315	200.758.040
Total Activos	217.897.681	217.666.996	212.975.709
Pasivos Corrientes	30.949.922	29.871.029	41.148.857
Pasivos No Corrientes	77.052.040	81.360.097	84.070.519
Patrimonio	109.895.719	106.435.870	87.756.333

<b>Estado de Resultados Consolidado PCGA</b>		
<b>M\$</b>	<b>Dic -2008</b>	<b>Dic-2009</b>
Ingresos de explotación	34.440.708	54.611.443
Costos de explotación	-21.989.599	-27.954.400
Gastos de administración y ventas	-9.331.288	-12.508.276
Resultado operacional	3.119.821	14.148.767
Resultado fuera de explotación	-3.311.698	-3.342.356
Gastos financieros	-2.814.672	-2.418.820
Utilidad neta	36.571	8.642.841

<b>Balance General Consolidado PCGA</b>		
<b>M\$</b>	<b>Dic -2008</b>	<b>Dic-2009</b>
Activos circulante	9.224.588	10.062.960
Activos fijo	120.583.546	145.501.988
Otros activos	38.554.583	34.494.846
Total activos	168.362.717	190.059.794
Pasivos circulantes	23.190.686	39.850.103
Pasivos a largo plazo	78.343.443	74.738.845
Patrimonio	66.788.267	75.431.108
Total pasivos	168.362.717	190.059.794

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Dream S.A. (Dreams)** es una compañía que opera desde el año 2008, en la construcción y explotación de casinos, hoteles y restaurantes. A la fecha de clasificación la firma cuenta con seis unidades de negocio en el país en las ciudades de Iquique, Temuco, Valdivia, Puerto Varas, Coyhaique y Punta Arenas.

A diciembre de 2011 la compañía presentó ingresos por US\$ 154,8, con un nivel de EBITDA de US\$ 62,0, en tanto a marzo de 2012, en términos móviles, mostró ingresos por US\$ 174,6 millones y EBITDA por US\$ 71,2 millones. A marzo Poseía un nivel de activos de US\$ 447,0 con un total de deuda financiera de US\$ 161,6. La generación de EBITDA se divide en un 90% aportado por el negocio del juego, 5% aportado por el negocio hotelero y un 5% por el negocio de alimentos y bebidas.

Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo en "Categoría A", está la elevada capacidad de generación de caja neta que tiene la empresa por unidad de venta y su sólida posición acreedora, reflejada en una deuda reducida en términos relativos y con una adecuada estructuración en términos de vencimiento.

Dado el carácter de inmobiliario que tiene la inversión en casinos, el modelo de negocios contempla altos niveles de inversión al inicio con elevados márgenes en la etapa de operación; es así como a marzo de 2012 la firma contaba con un indicador de margen EBITDA cercano al 41%, presentando un indicador de 33% como promedio en los últimos tres años (por su parte, los "flujos de efectivo netos procedentes de actividades de operación" representaron el 33% de los ingresos a marzo de 2012; aunque solo el 8% en 2011).

El adecuado nivel de endeudamiento de la empresa queda de manifiesto al contrastar el endeudamiento financiero de **Dreams** con su capacidad de generación de caja de largo plazo, según metodología<sup>1</sup> de **Humphreys**, arrojando una relación de 3,3 veces (la relación deuda financiera sobre EBITDA fue 2,3 y 2,5 veces para marzo 2012 y diciembre de 2011, respectivamente). Junto a ello, se debe considerar el perfil de pago de los pasivos actuales, que a partir de 2013 no presenta desembolsos superiores a \$ 20.000 millones (84% del flujo de caja de largo plazo determinado por la clasificadora y 58% del EBITDA móvil a marzo 2012); situación que atenúa el riesgo por la eventual disminución de los flujos producto de pérdida de

<sup>1</sup> Utilizando los estados financieros de diciembre de 2010, diciembre de 2011 y marzo de 2012

alguna concesión municipal en el año 2015. De acuerdo a la información entregada por el agente colocador la eventual colocación de bonos, mantendría un perfil acorde con el riesgo de pérdida de concesión durante el año 2015.

Otro elemento favorable es el modelo de gestión implementado por la compañía, basado en un *Balanced Scorecard*, que involucra a todas las unidades de la compañía y en los distintos niveles, permitiendo generar medidas e incentivos para alinear a toda la organización con la estrategia previamente definida y con ello tender a que las actividades y operaciones de las distintas áreas de negocios mantengan elevados indicadores de rentabilidad. En la práctica el modelo permite generar una cantidad relevante de antecedentes, formalizados vía reportes, que son utilizados para una toma de decisión informada y para el control y gestión de los riesgos; no obstante, dada su reciente implementación, aun no se puede catalogar como una herramienta arraigada en la cultura de la sociedad.

El proceso de evaluación tampoco desconoce el potencial de crecimiento que posee el negocio del juego en Chile, ya que según la información disponible el consumo per-cápita aún es bajo en comparación con otros países con una industria más consolidada y/o con aquellos con mayores niveles de ingresos. En efecto, en los últimos años se puede observar que las visitas a los casinos han mostrado una elevada tasa de crecimiento; según datos de la Superintendencia de Casinos, de 16,5% y 35% en los años 2010 y 2011, respectivamente. En paralelo, se ha incrementado el gasto promedio por visita, pasando de \$ 31.099 en diciembre de 2009 a \$ 43.622 en diciembre de 2011.

La clasificación de riesgo se ve restringida por el hecho que la empresa posee dos de sus seis casinos bajo licencias municipales, siendo el casino de Iquique (con licencia municipal) el que aporta una mayor proporción de los ingresos consolidados de la firma (24% según datos de 2011, y sube a 44% al considerar Puerto Varas que está bajo el mismo régimen). Estas licencias expiran en el año 2015, en donde se realizaría un nuevo proceso de licitación, por lo cual, para mantenerlas, **Dreams** tendría que competir con otros actores de la industria o con nuevos que se quieran incorporar (riesgo de pérdida de flujos), sin perjuicio de lo anterior, no se desconoce que la compañía podría participar en nuevas licitaciones de casinos y adjudicar alguna de ellas. Sumado a lo anterior, existe cierto grado de incertidumbre del rumbo que tomaran estas nuevas licitaciones (riesgo regulatorio), dado que eventualmente se podrían llegar a soluciones distintas a las que actualmente establece la legislación (básicamente por cuanto algunos municipios podrían verse severamente perjudicados en sus ingresos).

La clasificación incorpora el hecho, según lo expresado por la empresa que en una eventual colocación el 80% iría a refinanciamiento y el 20% implicarían incremento de deuda. Dado lo anterior, la Clasificadora baso parte de su análisis en ese supuesto, asumiendo en uno de sus escenarios el máximo de lo permitido por las líneas. Asimismo, supone que los acreedores que se mantengan, después de colocados los bonos, no quedan en una posición particularmente ventajosa respecto a los bonistas, ya sea por radicarse las deudas en las entidades que generan los flujos, disponer de garantías reales significativas u otro motivos que menoscabe el pago de los instrumentos de deuda.

A la fecha de clasificación la compañía presenta un indicador de deuda financiera a EBITDA de 2,3 veces y a flujo de caja de largo plazo de 3,3 veces. Si se emitiera el monto total de la línea (UF 5.000.000, y bajo el supuesto expresado en el párrafo anterior, el indicador deuda financiera a EBITDA podría llegar a alcanzar un *ratio* cercano a las 2,7 veces, siendo menor dependiendo del éxito o características de las nuevas inversiones. A la fecha de clasificación no es factible predecir con certeza los vencimientos de las deudas, elemento que a la fecha es considerado como una fortaleza en el esquema actual de la compañía.

El *rating* asignado recoge también la reducida historia del grupo, es así como la compañía se forma el año 2008, producto de la unión de Inversiones Pacífico Sur Ltda. (Grupo Fischer) y Entretenimientos del Sur Ltda (Citigroup); no obstante, se reconoce la mayor experiencia del grupo Fischer en el manejo de casinos.

Por otra parte tampoco es ajeno a la clasificación la mayor concentración relativa que presenta la compañía en términos de su generación de EBITDA, es así como en términos de generación de caja el indicador de *herfindahl* (usado comúnmente para medir concentraciones), arroja un *ratio* de 21,6%.

Para la mantención de la clasificación se hace necesario que la colocación de los títulos de deuda se circunscriba a los supuestos utilizados en la evaluación; principalmente en lo relativo a perfil de las amortizaciones, uso de los fondos e igualdad de tratamiento a los bonistas con respecto a otros acreedores.

## Definición de Categoría de Riesgo

### Categoría A

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

## Oportunidades y Fortalezas

**Baja deuda financiera relativa:** Según los últimos estados financieros y considerando la importancia de la inversión inmobiliaria, la compañía presenta bajos niveles relativos de endeudamiento. A marzo de 2012 presentaba un *ratio* de pasivo exigible sobre patrimonio de 0,98 veces y un indicador de deuda financiera a EBITDA de 2,3 veces, ambos indicadores son menores comparativamente con otras compañías de la industria. La incorporación del casino de Coyhaique (no operativo en 2011), así como el crecimiento natural del negocio, debiera repercutir favorablemente en el indicador; no obstante del posible descenso en los flujos el año 2016 por el eventual cierre de los casinos municipales.

**Alta generación de EBITDA:** **Dreams** posee una alta generación de EBITDA en relación a su negocio, es así como a marzo de 2012 el margen EBITDA de la compañía ascendía a 40,7%, *ratio* más elevado que su principal competidor con información pública.

**Potencial de crecimiento del negocio del juego:** El negocio del juego posee un potencial de crecimiento elevando dentro del contexto nacional, de acuerdo a la última información recopilada el gasto per cápita promedio en Chile alcanza al 0,2% del PIB, llegando en países como España a un 1,15% del PIB. Dado lo anterior, aun existe un potencial de crecimiento importante para la industria de casinos, en donde **Dreams** podría verse beneficiado al rentabilizar más sus unidades de negocio, lo cual debería verse reflejado en mayores niveles absolutos de flujo de caja anual.

## Factores de Riesgo

**Potencial pérdida de concesiones:** Dos de sus seis unidades de negocio poseen licencias municipales, las cuales expiran el año 2015. Considerando que las categorías de riesgos, entre otros aspectos, reflejan las holguras de los flujos antes del pago de los cupones de la deuda; se incluye como un elemento adverso el no poder estimar razonablemente los excedentes de caja a partir de 2016. De acuerdo a la última información recopilada estos casinos representan cerca del 45% del EBITDA; por lo tanto, si se mantuviera constante el desempeño de los casinos y la

deuda actual se pagara de acuerdo con su plan de amortización, perdidas las concesiones municipales se tendría una relación deuda financiera sobre EBITDA de aproximadamente 4,8 veces (5,8 veces si se incluye el 20% de los bonos a emitir).

**Riesgo asociado a regiones particulares:** La compañía se encuentra sujeta a riesgos particulares de cada región en la que opera; básicamente producto de los riesgos sectoriales asociados a aquellos rubros de mayor importancia en cada zona. También presenta exposición a posibles siniestros en los casinos, dada la elevada importancia relativa de cada uno de ellos en forma individual.

## Hechos Recientes

Los ingresos ordinarios a marzo de 2012 alcanzaron los \$ 22.093 millones, lo cual implica un aumento de 19,9% en relación con lo alcanzado en el mismo periodo del año anterior. Los costos de venta alcanzaron los \$ 13.342 millones presentando un aumento de 11,1% en relación al mismo periodo del año anterior y representaron el 60,4% de los ingresos (65,2% en marzo de 2011).

Por su parte, los gastos de administración alcanzaron a marzo de 2012 \$ 3.380 millones, lo que representa un aumento del 12,3% con respecto al mismo periodo del año anterior. Este nivel de gasto es equivalente al 15,3% de los ingresos que se compara positivamente en relación con 2011 en donde el *ratio* fue de 16,3%.

Con todo, la compañía alcanzó una ganancia final de \$ 3.460 millones, que se compara positivamente con la ganancia de \$ 1.835 a marzo de 2011. La diferencia se explica principalmente por una mayor ganancia bruta en el periodo.

En relación con su deuda financiera, **Dreams** mantenía a marzo de 2012 obligaciones financieras por \$ 78.779 millones. Por su parte, el EBITDA móvil por la compañía a la misma fecha correspondía a \$ 34.231 millones. La deuda financiera de la compañía, en relación con su EBITDA, es de 2,3 veces.

A mayo de 2012 comienza la operación del casino de Coyhaique, casino que cuenta con 10 mesas de juego, 150 maquinas de azar y un hotel con 40 habitaciones.

## Antecedentes Generales

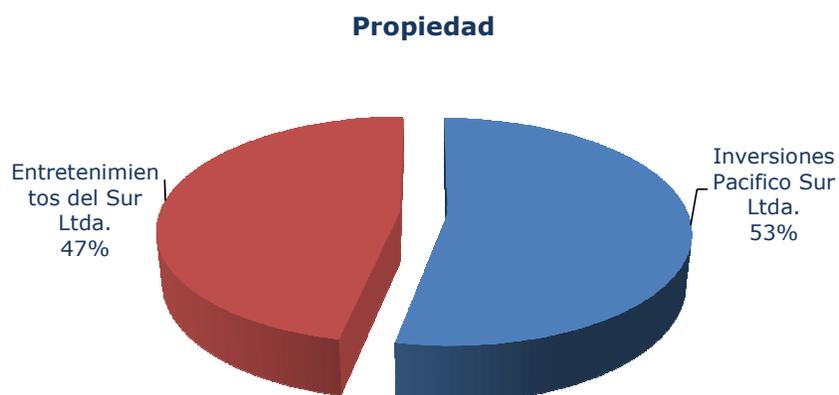
### Historia y Propiedad

**Dreams** se crea durante el año 2008 producto de la unión de Inversiones Pacifico Sur Ltda. (Grupo Fischer) y Entretenimientos del Sur Ltda (Citigroup); no obstante, se reconoce la mayor experiencia del grupo Fischer en el manejo de casinos quien desde el año 2000 participaba con el 50% de la propiedad del casino de Puerto Varas, participación que se incrementó al 100% en 2010 (en el período 2000-2009 el casino fue operado por copropietario Enjoy S.A.)

Durante el año 2008 producto de la unión de los actuales accionistas de **Dreams**, el grupo pasa a tener operaciones en dos casinos, Puerto Varas e Iquique. Posteriormente, en el año 2009, se inician las operaciones de los casinos de Temuco, Valdivia y Punta Arenas, en enero, febrero y marzo de ese año, respectivamente.

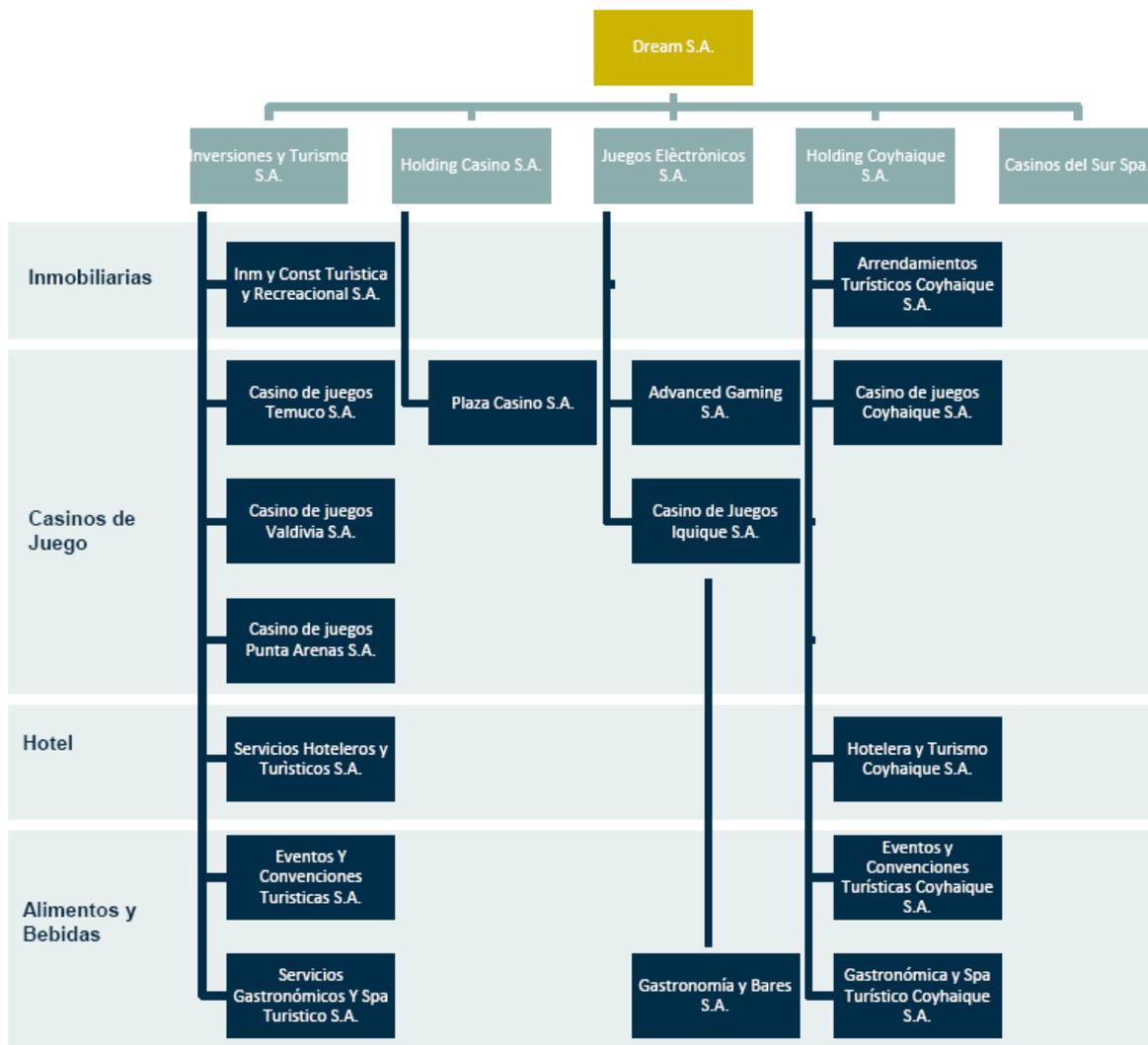
## Propiedad y Administración

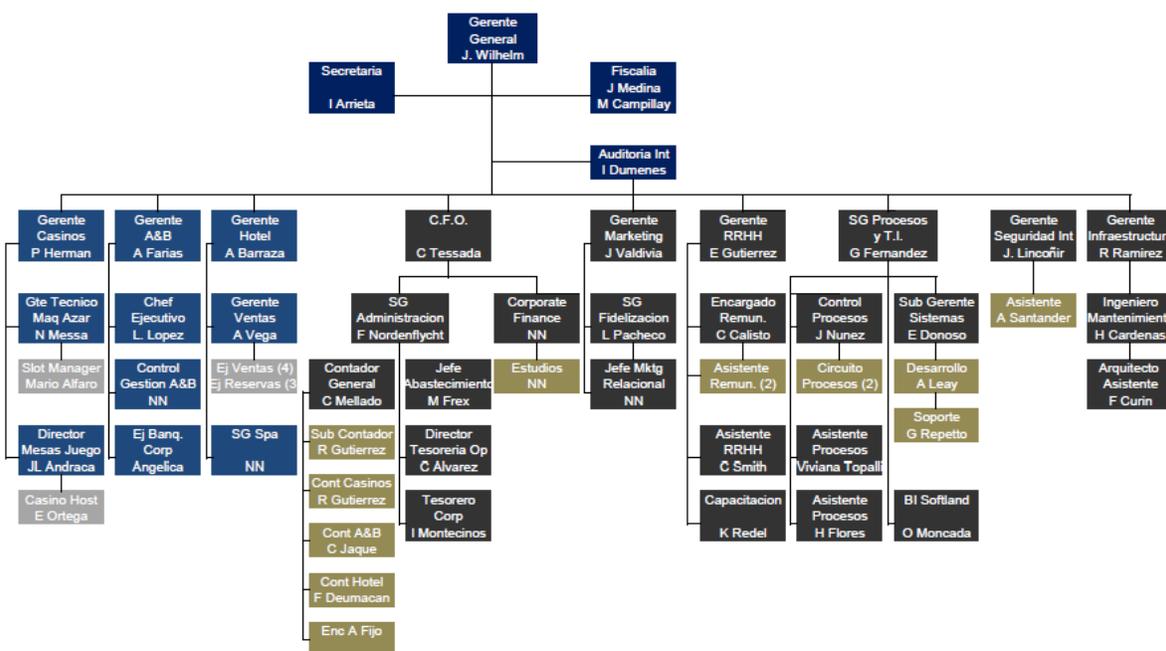
Al 31 de marzo de 2012 la propiedad de **Dreams**, se componía de la siguiente manera.



Inversiones Pacifico Sur Ltda. es propiedad en partes iguales de los señores Claudio Fischer Llop y Humberto Fischer Llop. Entretenimientos del Sur Ltda. es propiedad del fondo CVCIGP II South Entertainment, parte del Citigroup.

Por su parte la estructura societaria del grupo y el organigrama son los que presentan a continuación:





## Líneas de negocio

La compañía posee seis propiedades, en las cuales posee negocios de casinos, alimentos & bebidas y hoteles. En términos de generación de ingreso y de flujo, el negocio del juego es el que aporta el mayor porcentaje, seguido por alimentos & bebidas y hoteles. La distribución del del EBITDA en relación la generación por los casinos pertenecientes a las Ley 19.995 y los casinos municipales se presenta en el gráfico siguiente:



A continuación se presenta un cuadro resumen con los servicios ofrecidos por la compañía en sus seis propiedades.

<b>Tipo</b>	
Mesas de juego	140
Maquinas de azar	2.603
Habitaciones de hotel	378
Capacidad en centros de convenciones (personas)	4.900
Restaurantes	12
Bar / Clubs	10
Fitness Center & Piscina (metros cuadrados)	6.800

## Industria

Como resultado de la promulgación de la Ley N° 19.995 de 2005, la industria de casinos en Chile experimentó un significativo crecimiento, lo que hasta la fecha se ha traducido en niveles de inversión superior a los US\$ 1.000 millones. En paralelo a las siete concesiones municipales de casinos se agregan dieciocho establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

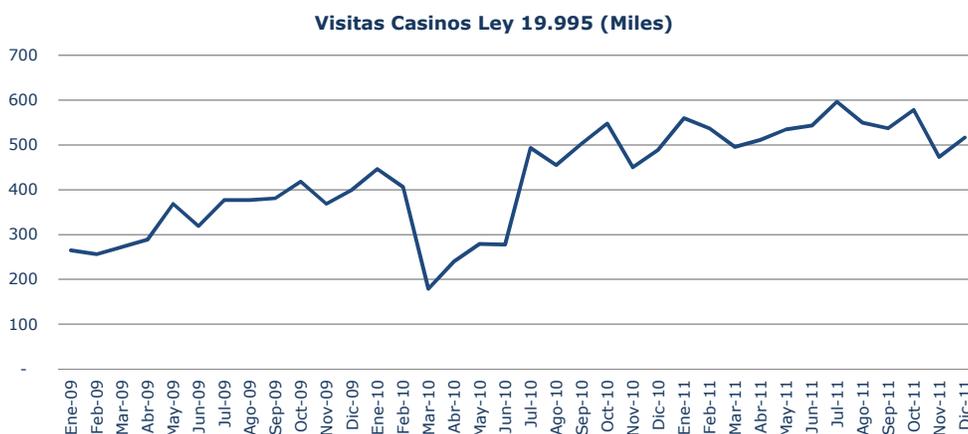
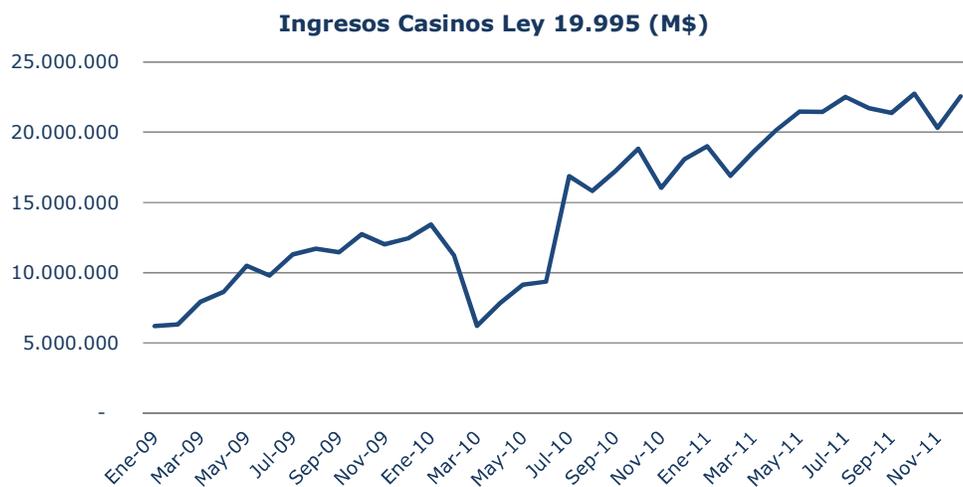
En el cuadro siguiente se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

<b>Municipales</b>		
Arica	Viña del Mar	Puerto Natales
Iquique	Pucon	
Coquimbo	Puerto Varas	

<b>Ley 19.995</b>			
Antofagasta	Mostazal	Los Ángeles	Coyhaique
Calama	Santa Cruz	Temuco	Ovalle
Copiapó	Talca	Valdivia	Castro
Rinconada	Chillán	Osorno	
San Antonio	Talcahuano	Punta Arenas	

La constitución de nuevos casinos –aumento de la oferta- ha incidido en un crecimiento en los gastos de la población en este tipo de consumo. Según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a diciembre de 2011, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a US\$ 480 millones aproximadamente.

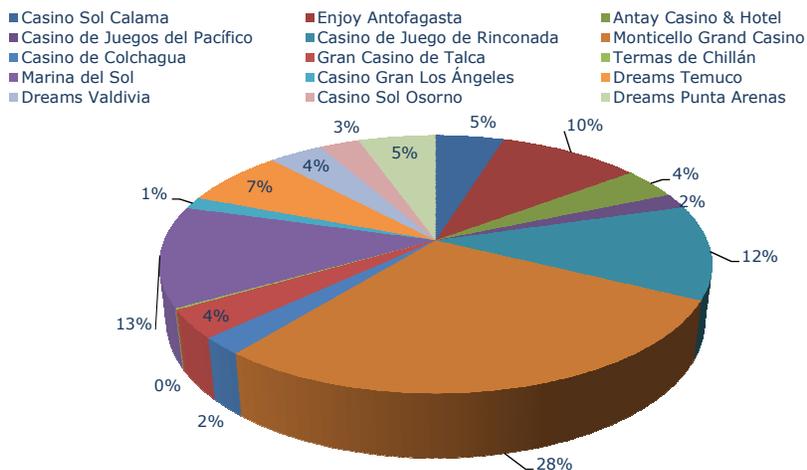
También se puede observar un incremento de la concurrencia de consumidores. En 2009 se registraron 4.092.649 visitas, mientras que a diciembre de 2011 ya se acumulaban un total de 6.433.723. La tendencia creciente, tanto en el número de visitas como de ingresos bruto, se ve interrumpida el mes de marzo de 2010, situación que se explica por el cese temporal de operaciones de algunos casinos por efecto del terremoto del 27 de febrero de dicho año.



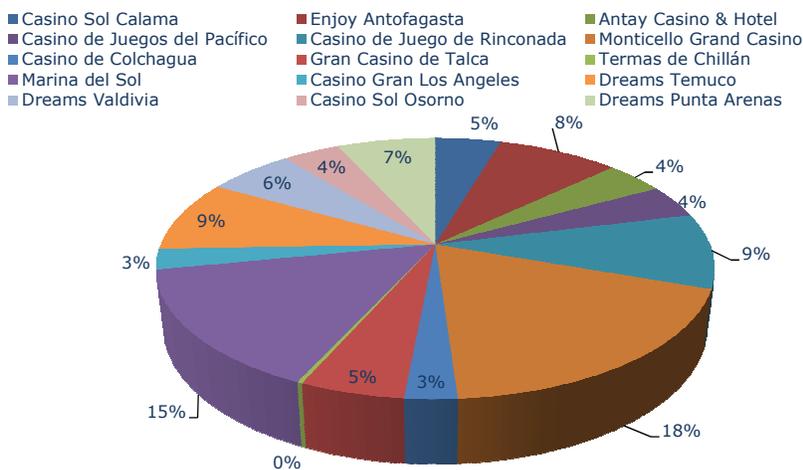
En cuanto al gasto promedio por visita, se observa una tendencia al alza durante 2011, pasando de un gasto de \$ 33.961 en enero a \$ 43.662 en diciembre del mismo año (crecimiento de 28%).

Adicionalmente, los gráficos que siguen muestran la participación de los casinos amparados bajo la Ley 19.995 en los ingresos generados a 2011 y los visitantes registrados en el mismo período.

**Distribución del Ingreso (año 2011)**



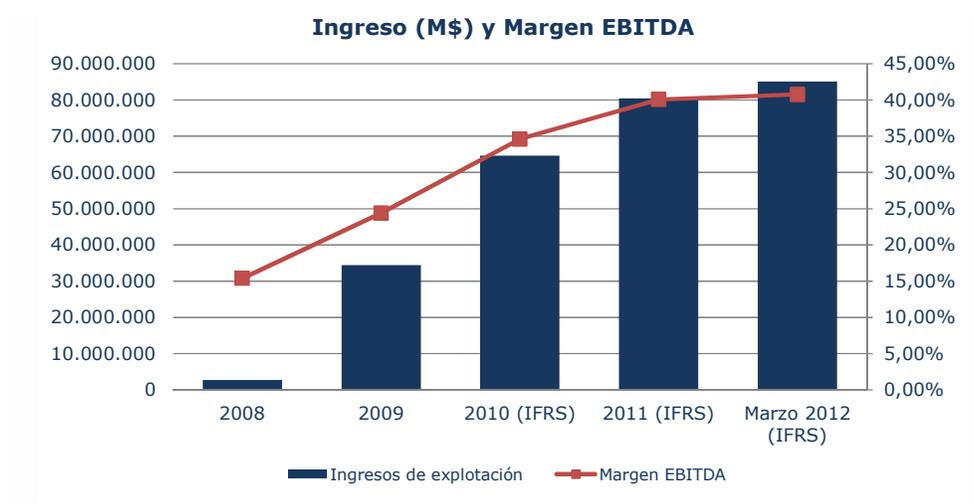
**Distribución del número de Visitas (Año 2011)**



## Análisis Financiero

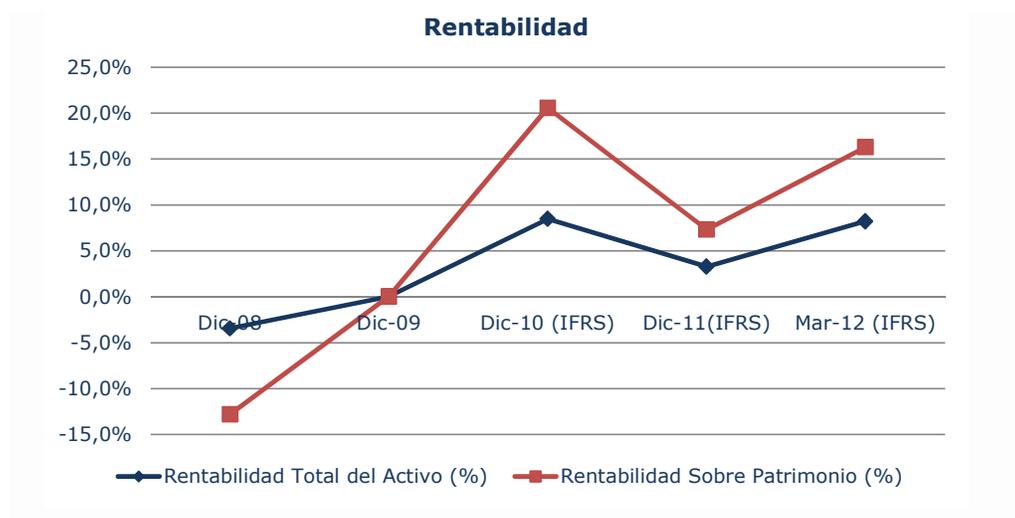
### Ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de la compañía han presentado un crecimiento sostenido en los años de operación, producto de la maduración de las propiedades que posee la empresa. Por su parte el margen EBITDA, producto por la misma maduración, también ha presentado un crecimiento sostenido, pasado de 15,4% en el año 2008 a 40,4% en a marzo de 2012. El gráfico que sigue muestra la evolución de ambos ítems.



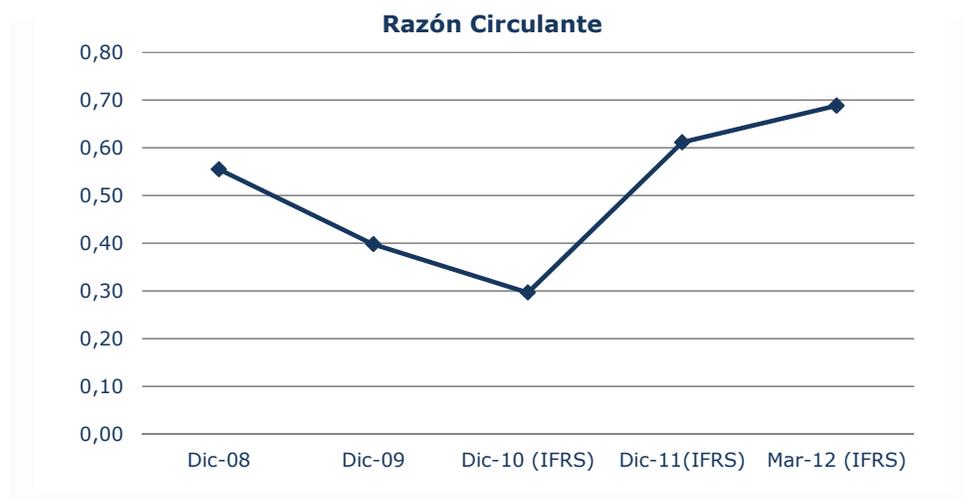
### Rentabilidad

Desde 2008 hasta el año 2010 la rentabilidad de la compañía –tanto del activo como del patrimonio- presentó una tendencia al alza, producto de la mejora de los resultados finales de la empresa. El año 2011 se quiebra la tendencia y la rentabilidad muestra una disminución. Este descenso se da por un menor resultado final de la compañía generado principalmente por un aumento del gasto financiero y mayores pérdidas por unidades de reajustes, sin embargo esta caída es revertida en marzo de 2012.



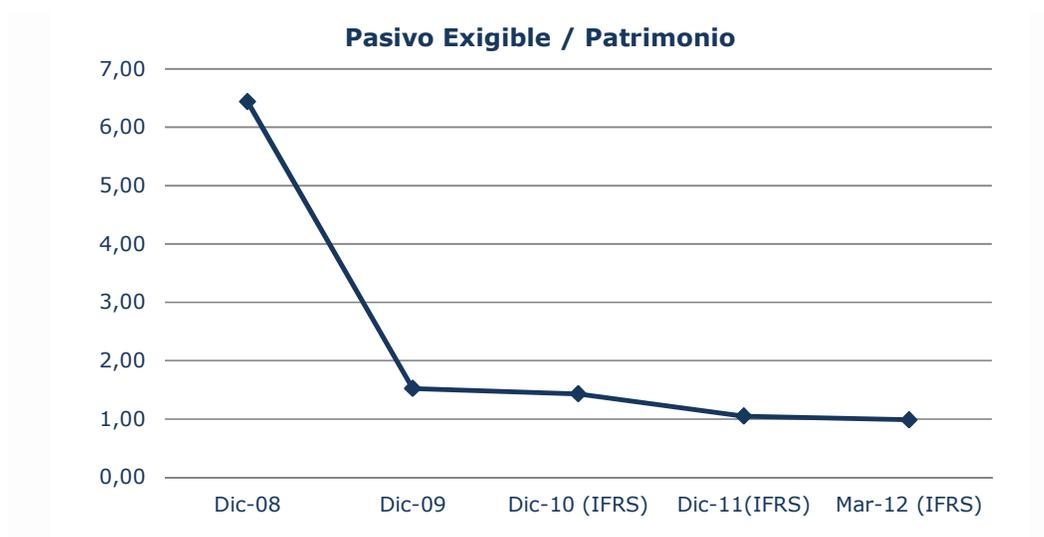
## Liquidez

La compañía presenta niveles de liquidez bajos; si embargo, debe tenerse en consideración que el modelo de negocio de propio de la industria permite altos niveles de generación de caja en forma recurrente.



## Endeudamiento

En general, dado lo intensivo en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía es bajo, medido como pasivo exigible sobre patrimonio. A marzo de 2012 presenta un *ratio* de 1,0 veces, siendo siempre menor a 1,6 desde el año 2009.



*"La opinión de las entidades clasificadoras 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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma"*