

INFORME DE CLASIFICACION

SUN DREAMS S.A.

MARZO 2019

LÍNEAS DE BONOS

RESEÑA ANUAL DESDE ENVIO ANTERIOR
CLASIFICACION ASIGNADA EL 28.02.19
ESTADOS FINANCIEROS REFERIDOS AL 30.09.18

	Dic. 2018	Febrero 2019
Solvencia	A-	A-
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes ⁽¹⁾			
	2016	2017	Sep. 2018
Ingresos ordinarios	149.580	195.177	160.677
Ebitda	45.807	51.519	48.546
Deuda Financiera	121.890	112.613	196.773
Margen Operacional	16,2%	10,4%	15,2%
Margen Ebitda	30,6%	26,4%	30,2%
Endeudamiento Total	0,5	0,5	1,1
Endeudamiento Financiero	0,4	0,4	0,8
Ebitda /Gastos Financieros	7,4	14,4	10,7
Deuda Financiera Neta / Ebitda	1,8	1,8	2,8
FCNOA/ Deuda Financiera	31,7%	32,9%	22,5%

(1) Definiciones en anexo.

Perfil de Negocios: Adecuado					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva					
Industria competitiva y expuesta a ciclos económicos					
Exposición al vencimiento de licencias operacionales de casinos					
Diversificación geográfica y por segmento					
Exposición a mercados con un mayor riesgo relativo					
Exposición a cambios regulatorios					

Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Estabilidad de márgenes y generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
Liquidez					
Riesgo de refinanciamiento					

Fundamentos

La clasificación "A-" asignada a Sun Dreams S.A. refleja un perfil de negocio "Adecuado" y una posición financiera "Satisfactoria".

Sun Dreams participa en el negocio de casinos de juegos y en sus respectivas actividades complementarias, de las cuales se destacan hotelería y restaurantes. La entidad cuenta con actividades en Chile, Perú, Colombia, Panamá y Argentina, operando 21 casinos y 7 hoteles.

En la actualidad, la operación en Chile representa la mayor fuente de generación tanto de ingresos como Ebitda, donde la compañía mantiene 7 casinos, de los cuales, 2 son municipales y 5 se encuentran bajo la supervisión de la Superintendencia de Casinos de Juegos (SCJ), entre estos destaca Sun Monticello, su principal activo.

A septiembre de 2018, la empresa exhibió ingresos consolidados por \$ 160.677 millones, con un crecimiento de 11,1% respecto de igual periodo de 2017, explicado, por el buen desempeño del segmento Casinos, asociado a un mejor desempeño de Sun Monticello y la incorporación de las operaciones en Perú, lo que se vio potenciado por un importante crecimiento del segmento Hotelero, debido a la adquisición del hotel Park Hyatt Mendoza.

A igual periodo, la generación de Ebitda alcanzó los \$ 48.546 millones mostrando un crecimiento de un 27,0% respecto del tercer trimestre de 2017 y retornando a un margen Ebitda de 30,2%. Lo anterior asociado a una contención en los costos, luego de la incorporación de las operaciones en Perú y Argentina, en conjunto con el mejor desempeño de casino Monticello.

Al tercer trimestre de 2018, el stock de deuda financiera alcanzó \$196.773 millones, con un crecimiento de un 68,2% respecto de igual periodo de 2017, a causa de dos emisiones realizadas en 2018, por la totalidad de los bonos serie D y E, por UF 2,5 millones y UF 0,6 millones, respectivamente.

Estos fondos fueron utilizados, principalmente, para el pago hacia el controlador, mediante dividendos y una cuenta por cobrar, con el fin de financiar la adquisición del porcentaje que mantenía Entretenimientos del Sur Ltda, (controlado por Bach II South Entertainment Limited) en Sun Dreams.

La mayor generación de Ebitda, compensó en parte el aumento los niveles de deuda financiera y permitió que los indicadores crediticios se mantuvieran en rangos esperados por Feller Rate. Así, a septiembre de 2018, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzó 2,8 veces, aumentando desde 1,8 veces a diciembre de 2017.

Por su parte, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó hasta las 10,7 veces, a partir de las 14,4 veces registradas al cierre de 2017.

La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Satisfactoria". Esto considera, a septiembre de 2018, una generación de fondos (FCNOA) que, en términos anuales, alcanza los \$ 44.284 millones y una caja por \$ 25.554 millones, en comparación a vencimientos de corto plazo por \$ 20.883 millones.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que la compañía mantenga una política financiera conservadora, que, sumado a la rentabilización de los proyectos.

En particular, se espera que la entidad mantenga un ratio de deuda financiera neta sobre ebitda por debajo de 3,5 veces.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría dar ante una mayor agresividad en las políticas financieras de la empresa, incrementando los niveles de deuda por sobre lo esperado.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera poco probable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: ADECUADO

Factores Clave

- Diversificación de sus activos.
- Industria con altas barreras de entradas e intensiva en inversiones.
- Sensibilidad al nivel de actividad económica.
- Riesgo por licencias con plazo finito.
- Exposición a mercados con un mayor riesgo relativo.
- Exposición a cambios regulatorios.

POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA

Factores Clave

- Márgenes acordes con la industria.
- Posición de liquidez clasificada "Satisfactoria".
- Riesgo de refinanciamiento.
- Riesgo de pérdida de generación de ebitda ante término de licitaciones de casinos de juegos.
- Indicadores crediticios debilitados transitoriamente, debido a la emisión de bonos corporativos.

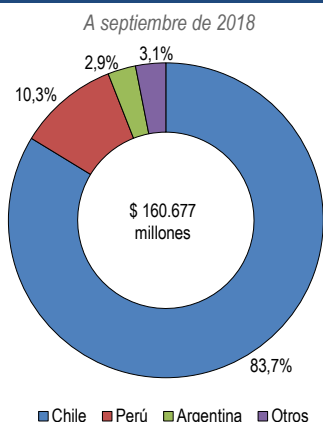
Analista: Arturo Zuleta P.
arturo.zuleta@feller-rate.cl
(56) 22757-0420
Claudio Salin G.
claudio.salin@feller-rate.cl
(56) 22757-0463

Solvencia	A-
Perspectivas	Estables

Propiedad

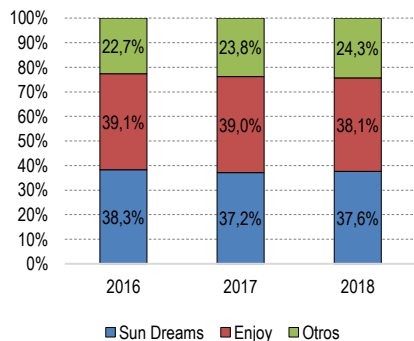
Sun Dreams S. A. es controlada por Sun Latam SpA, con el 64,95% de la participación, y por Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda con, el 35,05% restante.

Diversificación de ingresos por país



Participación de mercado en Chile

Porcentajes consideran casinos SCJ y municipales



Fuente: Superintendencia de Casinos de Juegos.

PERFIL DE NEGOCIOS

ADECUADO

- Sun Dreams S.A. (Sun Dreams) es una sociedad cuyo propósito es participar en el negocio de casinos de juegos y en sus respectivas actividades complementarias, de las cuales se destacan hotelería y restaurante.

Fusión de las compañías permitió un mejoramiento del perfil de negocio de la entidad

- En febrero de 2015 los accionistas de la sociedad Sun International Limited, controladora de Novosun S.A., y otras compañías del rubro, firmaron un memorándum de entendimiento con los accionistas de Dream S.A. El acuerdo permitiría la fusión de las compañías, con el fin de juntar estratégicamente los negocios que abarcan ambas entidades en Latinoamérica.
- En mayo de 2016, tras la aprobación de las respectivas superintendencias y otras entidades, se concretó el proceso de fusión entre Dream S.A. y Novosun S.A., el cual fue contabilizado mediante una adquisición inversa (combinación de negocios). Esto implicó que el continuador contable fuera Novosun S.A., adquiriendo a Dream S.A.
- A su vez, Dream S.A. quedó como la matriz del *holding*, mediante la fusión con Novosun S.A. y la toma de control de Sun International Ltd, a través de Sun Latam S.p.A., modificando su nombre a Sun Dreams S.A.

Creciente diversificación geográfica, con participación países con un mayor riesgo relativo

- Actualmente, la entidad contempla una adecuada diversificación de activos, considerando 21 casinos y 7 hoteles. Lo anterior se encuentra concentrado principalmente en Chile, seguido por Perú y, en menor medida, Argentina, Colombia y Panamá.
- En Chile, la compañía mantiene 7 casinos ubicados en Iquique, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas, Coyhaique y Punta Arenas, de los cuales 5 se encuentran bajo la supervisión de la Superintendencia de Casinos de Juegos (SCJ) y 2 son municipales. Además, contempla el funcionamiento de hoteles en casi todos los casinos, exceptuando Iquique.
- A nivel internacional, la entidad cuenta con ocho operaciones en Perú, dos operaciones en Colombia, dos en Panamá y una operación en Argentina. En este segmento, la entidad no contempla activos asociados a hoteles, a excepción de su operación en Mendoza, Argentina.
- A septiembre de 2018, los ingresos de Sun Dreams se encontraban concentrados en un 83,7% en Chile, exhibiendo una menor participación que en periodos anteriores, asociado al proceso de diversificación que ha mantenido la empresa, aumentando su participación en otros mercados.
- Así, a igual fecha, Perú concentraba un 10,3% de los ingresos, siendo el segundo en términos de importancia, seguido por Argentina, con un 2,9% de participación.
- Se espera que la sociedad continúe incrementando la participación relativa del área internacional, asociado a una rentabilización de las actividades en el extranjero, sumado a una mayor inversión en estos segmentos.
- A pesar de que la operación internacional mejora la diversificación geográfica de los activos de Sun Dreams, las inversiones en países sudamericanos distintos de Chile implican niveles superiores de riesgo país. Actualmente, las clasificaciones de riesgo soberano de los países en que opera la empresa son: Chile, "A+/Estables"; Perú, "BBB+/Estables"; Colombia, "BBB/Estables"; Argentina "B/Estables" y Panamá "BBB/Estables".

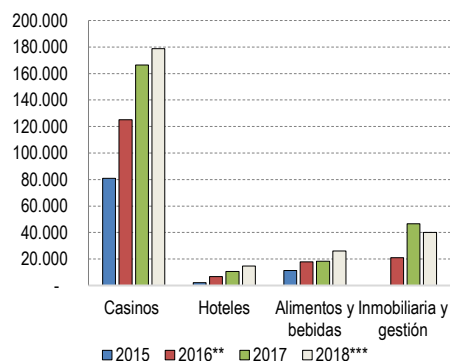
Importante posicionamiento en Chile

- Los ingresos brutos de la industria (*win*), considerando casinos bajo la supervisión de SCJ y los municipales, alcanzaron \$ 481.924 millones, registrando un incremento anual del 5,4%. Esto, asociado a una importante alza de un 7,6% en los ingresos de los casitos autorizados por la Ley 19.99, que se vio acompañado de un incremento de un 0,8% en los ingresos de casinos

Solvencia	A-
Perspectivas	Estables

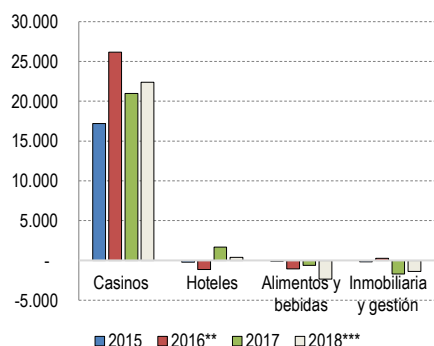
Diversificación de ingresos por segmento*

Cifras en millones de pesos



Evolución del resultado operacional por segmento*

Cifras en millones de pesos



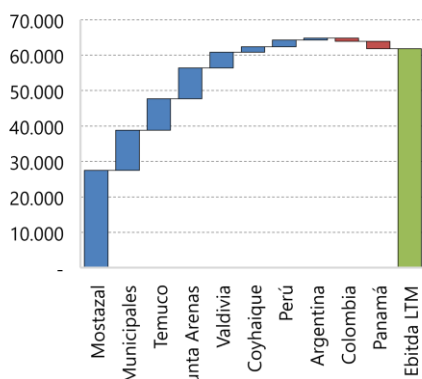
* Ingresos y resultado operacional consideran operaciones intersegmentos

** A contar de mayo de 2016 se combinan los negocios de Novosun S.A. y Dream S.A.

*** Ingresos y resultado operacional a 2018 se encuentra anualizado

Composición del Ebitda por unidad operacional

A septiembre de 2018, cifras en millones de pesos



municipales. Lo anterior, debido a una baja base de comparación de 2017, a causa del siniestro ocurrido en Casino Monticello y su efecto sobre la industria en general.

- Los ingresos de la industria se concentran en los casinos supervisados por la SCJ, alcanzando el 69,7% de la participación, de estos, la mayor generación proviene de los casinos Sun Monticello, Casino Rinconada y Marina del Sol Talcahuano.
- En el caso de los casinos municipales, los ingresos provienen mayoritariamente de Viña del Mar, Coquimbo e Iquique, con una participación de 39,9%, 21,6% y 13,7%, respectivamente.
- Adicionalmente cabe señalar que, a nivel de industria, en torno al 81,4% de los ingresos brutos del juego o "win", provienen de la categoría máquinas de azar, seguido por cartas (13,3%) y ruletas (5,0%).
- El conocimiento de la industria del entretenimiento, el posicionamiento mediante la diferenciación de marca y la integración de servicios, además de la sólida capacidad para ejecutar y administrar proyectos, posicionan a Sun Dreams como uno de los líderes dentro de la industria nacional de casinos de juego, considerando tanto los casinos municipales como los que están bajo la supervisión de la Superintendencia de Casinos de Juegos.
- En los últimos dos años, la entidad cuenta con una participación en la industria de casinos cercana al 37%, considerando los ingresos (win). Al observar solamente los casinos bajo la supervisión de SCJ, la participación sube a 43,2%, alcanzando el primer lugar en dicho segmento (esto, producto de su menor incidencia en casinos municipales).

Generación de ingresos y Ebitda concentrada en el segmento Casinos donde destaca su principal activo, casino Monticello

- Sun Dreams separa sus segmentos en Casinos, Hoteles, Alimentos y bebidas e Inmobiliaria y gestión. Así, acorde con su foco estratégico, el principal segmento en generación de ingresos es Casinos, con una participación del 80,0%, a septiembre de 2018.
- En el segmento de hoteles mantiene una alta ocupación, con un promedio en los últimos años del 75%, y un total de 719 habitaciones, con un crecimiento importante, asociado a la incorporación de Nuevo Plaza Hotel Mendoza en Argentina, el cual concentra un 25,9% del total de habitaciones, seguido por Monticello, con un 21,6%.
- Al considerar las unidades operativas, tanto la generación de ingresos como de ebitda se encuentran concentradas en su principal activo, casino Monticello, con una participación del 39% y 33%, respectivamente, a septiembre de 2018.

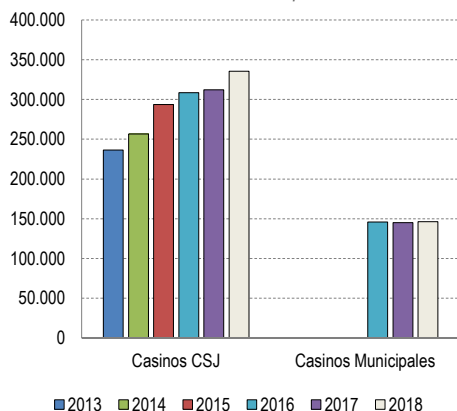
Industria expuesta a los ciclos económicos. No obstante, se observa un constante crecimiento en los gastos promedio por visitante, a pesar de disminuciones en la frecuencia

- La industria del entretenimiento se encuentra expuesta a los ciclos económicos y a las variaciones en el nivel de ingreso real per cápita. Así, la demanda y el consumo de servicios de casinos de juegos podrían presentar un comportamiento relativamente sensible a cambios en dichos factores.
- No obstante, el nivel y la tendencia del gasto nacional destinado hacia esta industria muestra un importante potencial de desarrollo, de acuerdo con el comportamiento mostrado por la industria en otros países.
- Lo anterior se refleja en el crecimiento del gasto promedio por visita en los casinos fiscalizados por SCJ, desde \$ 41.517 en 2012 hasta \$ 61.139 a fines de 2018, a pesar del menor dinamismo en el país y de que las cantidades de visitas disminuyeron desde los 7 millones hasta los 5,5 millones en igual periodo.
- Adicionalmente, la orientación de mercado de los casinos ha cambiado paulatinamente, desde la focalización en nichos socioeconómicos con alto poder adquisitivo dentro de un pequeño mercado objetivo, a un negocio masivo, buscando satisfacer las necesidades de entretenimiento de las personas a un costo accesible.

Solvencia	A-
Perspectivas	Estables

Ingresos brutos en la industria

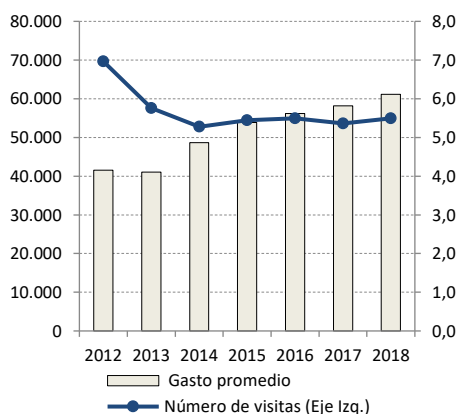
Cifras en millones de pesos



*Fuente: Superintendencia de Casinos de Juegos.

Evolución de la actividad en los casinos bajo SCJ

Eje derecho: Cifras de pesos
Eje Izquierdo: Cifras en millones de pesos



Fuente: Superintendencia de Casinos de Juegos.

Plazo de las licencias de juego en Chile

Casino	Ubicación	Fecha de termino
Municipal	Iquique	14/06/2035
Municipal	Puerto Varas	15/06/2019
Sun Monticello	Mostazal	8/10/2023
Dreams Temuco	Temuco	14/01/2024
Dreams Valdivia	Valdivia	20/02/2024
Dreams Coyhaique	Coyhaique	19/04/2027
Dreams Punta Arenas	Punta Arenas	13/03/2024

Industria con altas barreras de entradas asociadas con los procesos de licitación

- Durante 2015, se promulgó la Ley de Casinos de Juegos, impulsando a la industria. En ella se establecieron los parámetros para la autorización, funcionamiento y fiscalizaciones de los casinos. Bajo esta regulación se encuentran 18 establecimientos en funcionamiento a lo largo del país.
- La ley contempla tres restricciones para el otorgamiento de permisos: i) se excluye la Región Metropolitana; ii) máximo de tres casinos por cada región; iii) radio de exclusión de 70 kilómetros viales entre los casinos.
- Adicionalmente, los permisos de operación contemplan una duración de 15 años a partir de la puesta en marcha de cada casino, los cuales son otorgados, renovados, revocados y fiscalizados por la Superintendencia de Casinos de Juegos (SCJ).
- En el caso de los casinos municipales, actualmente existen siete licencias autorizadas: Arica, Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas y Puerto Natales.
- Estos fueron autorizados por leyes especiales anteriores a Ley de Casinos de Juegos. En esta última se estableció diciembre de 2015 como fecha de término de las concesiones municipales, por lo cual los 7 cupos mencionados serían concursados a través de un nuevo proceso de otorgamiento de permisos bajo el marco legal vigente.
- Entre otras modificaciones a la Ley N°19.995 en 2015, se permitió prorrogar o renovar la vigencia de las concesiones municipales que se encontraban vigentes a dicha fecha. El nuevo plazo máximo estipulado fue hasta el 31 de diciembre de 2017, o hasta que la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ) emitiera el nuevo permiso de operación.
- Así, en junio de 2018 se entregaron las resoluciones para el otorgamiento de permisos de operación para los casinos de Arica, Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón y Puerto Varas, las que actualmente cuentan con concesiones municipales de casinos de juego. En tanto, la Superintendencia debe iniciar un nuevo proceso en Puerto Natales, luego que en el primer proceso no se presentaron oferentes para esa comuna.
- Feller Rate continuará monitoreando los procesos de licitación de casinos, analizando cómo las posibles adquisiciones o pérdidas de licencias pueden afectar tanto positiva como negativamente la posición de negocios y el perfil financiero de la compañía.

Riesgo ante licencias con plazo finito

- Los casinos bajo la supervisión de SCJ que pertenecen a Sun Dreams cuentan con licencias con un plazo de término entre 2023 y 2027. Esto implica, en el largo plazo, que la compañía deberá enfrentar el término de los derechos de operación bajo el régimen de concesión.
- Lo anterior condiciona la flexibilidad operativa de las compañías hacia el fin de su operación, debido al desafío que representa la ejecución de inversiones con una capacidad de endeudamiento acotada hasta la espera de un nuevo proceso de licitación.
- No obstante, la entidad se encuentra en un proceso de diversificación internacional. Este permitirá compensar, en parte, eventuales pérdidas de operaciones en Chile y, en caso de que esto ocurra, solamente se perdería la licencia de casino, dejando en operación el hotel.
- En Perú, las licencias tienen características de patentes comerciales y se entregan inicialmente por 5 años renovables por períodos de cuatro años, sin límite de renovaciones. Estas licencias se encuentran vigentes y sus plazos de vencimiento oscilan entre de diciembre de 2019 a diciembre de 2021.
- En Colombia, el contrato de concesión, pactado en agosto de 2014 para la operación de juego de suerte y azar localizados, entregó una concesión de 5 años, renovable a contar de septiembre de 2014, así, la fecha de término de este contrato es del 1 de septiembre de 2019.
- Mientras, en Panamá mantienen una licencia de operación por 20 años, a contar de enero de 2014.
- Por su parte, en Argentina mantiene la concesión para operar un hotel, un casino y servicios complementarios, la cual termina en octubre de 2033, con opción de renovarla por 5 años

Solvencia	A-
Perspectivas	Estables

adicionales. Adicionalmente, el contrato le otorga el derecho en participar en una licitación por 10 años adicionales o en su defecto tiene derecho a una compensación económica.

Proyectos intensivos en inversiones se ven compensados, en parte, con contratos a largo plazo

- La industria de casinos contempla el desarrollo de proyectos intensivos en inversiones inmobiliarias, infraestructura y equipos.
- Debido a las características de estos proyectos, existe una demanda importante de recursos para financiar construcciones, arrendar o comprar máquinas de azar, y adquirir otros activos productivos. Estos aspectos pueden derivar en niveles de deuda relativamente altos y concentrados en la etapa de desarrollo inicial de los proyectos.
- No obstante, el esquema de concesión, con un plazo determinado para la explotación de una licencia de casino, permite generar una estructuración de deuda más a largo plazo y un servicio de deuda más holgado. Además, los bajos días de cobros en la industria permiten a las compañías mejorar su posición de liquidez.

Plan de inversiones asociado al crecimiento inorgánico en el segmento internacional

- Acorde con su estrategia, Sun Dreams se encuentra rentabilizando las inversiones en el sector internacional y expandiendo dicho segmento.
- En abril de 2018, la sociedad materializó un acuerdo vinculante con Thunderbird Resort Inc. para la adquisición, por medio de las filiales en Perú, del casino Fiesta en Lima, además de tres operaciones en Lima, Tacna y Cuzco, con un total de 1.240 máquinas de juegos. El monto total de la transacción fue de US\$ 26 millones y se financió mediante recursos propios y mayor endeudamiento.
- En adición a lo anterior, en julio del mismo año, la sociedad celebró un acuerdo vinculante para la adquisición de la totalidad de las acciones de la sociedad argentina Nuevo Plaza Hotel Mendoza S.A., que opera el hotel Park Hyatt Mendoza y su casino en la ciudad de Mendoza. El precio total de la transacción asciende a US\$ 24,8 millones y podría aumentar hasta un máximo de US\$ 27,8 millones, dependiendo de los resultados de esta sociedad en 2018.
- Por otro lado, con fecha posterior a los estados financieros, la sociedad clasificó como activos disponibles para la venta a sus operaciones en Colombia y Panamá, con el fin de enfocarse en segmentos más rentables para la compañía.
- Feller Rate considera favorable la estrategia de la compañía de expandir su segmento internacional, ya que permite una mayor diversificación de activos y de generación de flujos. No obstante, se espera que la empresa continúe utilizando una política conservadora de financiamiento.
- Adicionalmente, se debe considerar que, luego del término del proceso de licitaciones de casinos municipales, se estima un Capex relativamente estable, asociado a un cambio en los sistemas de los casinos, en conjunto con remodelaciones a nivel general, que serían financiadas, principalmente, mediante recursos propios.

Termino de la licencia para la operación del casino en Puerto Varas

- Con fecha 25 de mayo de 2018 se emitió resolución de la Superintendencia de Casinos y Juegos, la cual otorga la concesión del casino de Puerto Varas por 15 años en favor de otro grupo económico. Esta resolución fue impugnada por Sun Dreams en julio de 2018, interponiendo dos recursos de reclamación ante la Corte de Apelaciones de Santiago. Ambos recursos buscan que, en definitiva, las adjudicaciones en favor de otro operador respecto de las comunas de Pucón y de Puerto Varas sean dejadas sin efecto.
- Sin embargo, la sociedad estima una vida útil restante de 2 años para la concesión. Posteriormente, debido al valor económico de la propiedad, la empresa podría dar usos alternativos al establecimiento y así mantener cierto nivel de generación asociado a la operación en Puerto Varas.

Solvencia	A-
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA

SATISFACTORIA

Resultados y flujos operativos:

Recuperación de márgenes asociado a su principal activo, Sun Monticello, en conjunto con adquisiciones en Perú y Argentina

- La actividad de la empresa se caracteriza por márgenes entre 30% y 40%, con una relativa predictibilidad de éstos posterior a la entrada de la ley de tabacos, que afectó los márgenes de la industria.
- Al momento de analizar los resultados de la compañía, se debe considerar que la historia de estos corresponde a Novosun S.A. (entidad adquirida legal o adquirente contable) y que, desde mayo de 2016, considera la fusión con Dream S.A. (la adquirente legal).
- A diciembre 2017, los ingresos de Sun Dreams alcanzaron \$ 195.177 millones, exhibiendo un importante crecimiento de 30,5% respecto de 2016. Esta alza se debe, principalmente, a la fusión de las sociedades ocurrida en mayo de 2016, que significó una menor base comparativa en este año.
- Por su parte, igual fecha, la generación de Ebitda alcanzó los \$ 51.519 millones, con un crecimiento de 12,5% respecto de 2016, este menor crecimiento, en comparación a los ingresos, se debe a una disminución en el resultado operacional de Sun Monticello, producto del siniestro ocurrido en julio de 2017. Así, el margen Ebitda, al cierre de 2017, se ubicó en un 26,4%, menor a lo alcanzado en 2016, donde alcanzó un 30,6%, debido a las razones antes mencionadas.
- A septiembre de 2018, la empresa registró ingresos por \$ 160.677 millones, mostrando un crecimiento de un 11,1% respecto de igual periodo de 2017, explicado, principalmente por el buen desempeño del segmento Casinos, asociado a un mejor desempeño de Sun Monticello y la incorporación de las operaciones en Perú.
- Lo anterior, se vio potenciado por un importante crecimiento en los ingresos del segmento Hotelero, asociado a la adquisición del hotel Park Hyatt Mendoza, que permitió compensar el efecto de una menor cantidad de turistas argentinos en el país.
- A igual periodo, el Ebitda mostró un crecimiento de un 27,0% respecto del tercer trimestre de 2017, alcanzando los \$ 48.546 millones, retornando a un margen Ebitda de 30,2%. Lo anterior asociado a una contención en los costos, luego de la incorporación de las operaciones en Perú y Argentina, en conjunto con el mejor desempeño de casino Monticello.
- La generación de flujo de caja neto operacional ajustado (FCNOA) ha presentado una tendencia creciente tras la fusión, alcanzando en septiembre de 2018, los \$ 34.214 millones. Lo anterior, en conjunto con mayores niveles de deuda financiera, generaron que la cobertura de FCNOA sobre la deuda financiera disminuyera hasta un 22,5%.

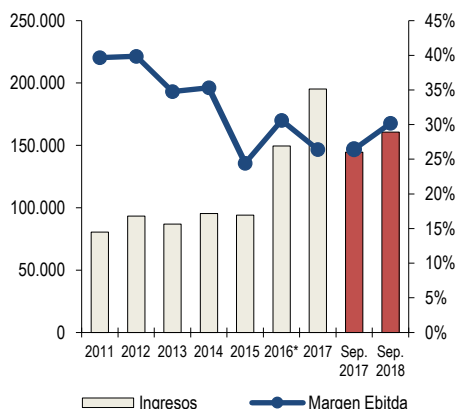
Endeudamiento y coberturas:

Indicadores crediticios debilitados asociados a las emisiones de bonos corporativos realizadas en 2018

- Sun Dreams S.A. mantiene una política relativamente conservadora a nivel corporativo. Esto, considerando para el plan de expansión un financiamiento equilibrado compuesto por deuda financiera, generación propia y, en menor medida, aportes de capital.
- Por su parte, Novosun S.A. presentaba un endeudamiento financiero moderado, con un relevante crecimiento en 2015 (hasta las 0,8 veces). No obstante, tras la fusión de las compañías, el nivel de *leverage* financiero disminuyó hasta las 0,4 veces.
- Sin embargo, a septiembre de 2018, la deuda financiera de la compañía alcanzó \$196.773 millones, con un crecimiento de un 68,2% respecto de igual periodo de 2017. Lo anterior, asociado a las dos emisiones realizadas en 2018, por la totalidad de los bonos serie D y E, por UF 2,5 millones y UF 0,6 millones, respectivamente.
- Los fondos recaudados en las emisiones fueron utilizados, principalmente, para el pago hacia el controlador, mediante dividendos y una cuenta por cobrar, con el fin de financiar la

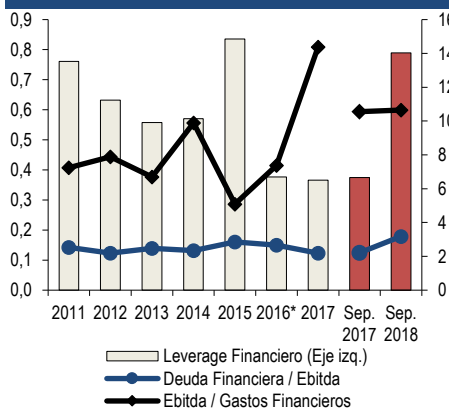
Evolución de ingresos y márgenes

Cifras en millones de pesos



* A contar de mayo de 2016 se combinan los negocios de Novosun S.A. y Dream S.A.

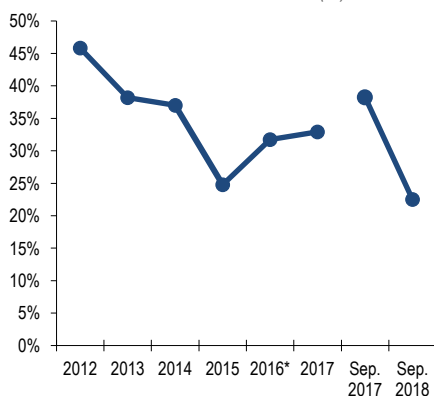
Índices de solvencia



* A contar de mayo de 2016 se combinan los negocios de Novosun S.A. y Dream S.A.

Indicador de cobertura

FCNOA / Deuda Financiera (%)

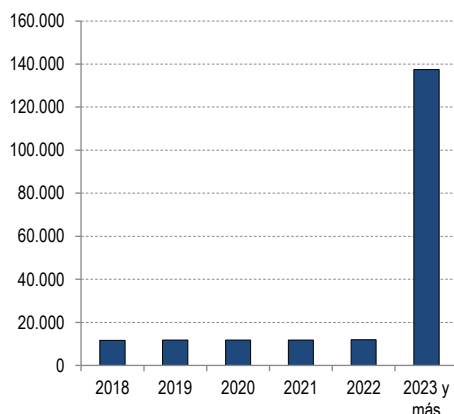


* A contar de mayo de 2016 se combinan los negocios de Novosun S.A. y Dream S.A.

Solvencia	A-
Perspectivas	Estables

Perfil de vencimiento

A septiembre de 2018, cifras en millones de pesos



Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, a septiembre de 2018, por \$ 25.554 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento según el plan de crecimiento comprometido.
- Dividendos según política de reparto.

adquisición del porcentaje que mantenía Entretenimientos del Sur Ltda, (controlado por Bach II South Entertainment Limited) en Sun Dreams.

- Adicionalmente, parte de la emisión se utilizó para la mantención de caja, requerimientos de capital de trabajo y para el financiamiento de parte de las inversiones inorgánicas en Perú y Argentina.
- Al tercer trimestre de 2018, un 55,4% de la deuda financiera de la entidad se encuentra concentrada en créditos bancarios en UF y pesos chilenos. Además, el 44,6% restante se concentra en bonos, entre los cuales se encuentra la emisión del bono serie B por UF 100.000, bajo el formato *bullet* con vencimiento el 15 de octubre de 2018.
- La mayor generación de Ebitda, compensó en parte el aumento los niveles de deuda financiera y permitió que los indicadores crediticios de la compañía se mantuvieran en línea con el escenario base de Feller Rate. Así, a septiembre de 2018, el ratio de deuda financiera neta sobre Ebitda alcanzó 2,8 veces, aumentando desde 1,8 veces a diciembre de 2017.
- En tanto, la cobertura de Ebitda sobre gastos financieros disminuyó hasta las 10,7 veces, a partir de las 14,4 veces registradas al cierre de 2017.
- Feller Rate considera que la actual estructura de vencimientos de la empresa otorga cierta holgura a la entidad en términos de amortizaciones, no obstante, existe una alta probabilidad de que, al momento de amortizar el bono, éste tenga que ser refinanciado, lo cual no debiera tener mayores complicaciones debido al actual acceso de la empresa al mercado financiero.
- Por otro lado, pese a que la amortización de los bonos tiene un plazo posterior al término de las licencias de operación, Feller Rate espera que la compañía cuente con una estrategia de renovación de licencias o de diversificación de operaciones, con el fin de mantener niveles adecuados de generación de flujos.

Liquidez: Satisfactoria

- La empresa cuenta con una liquidez calificada como "Satisfactoria". Esto considera, a septiembre de 2018, una generación de fondos (FCNOA) que, en términos anuales, alcanza los \$ 44.284 millones y una caja por \$ 25.554 millones, en comparación a vencimientos de corto plazo por \$ 20.883 millones.
- Adicionalmente, la entidad cuenta con una amplia capacidad para acceder al mercado financiero nacional, tanto bancario como de bonos, lo que le permite contar con flexibilidad financiera adicional.

Solvencia
Perspectivas

28 Febrero de 2018
A-
Estables

28 Febrero de 2019
A-
Estables

Resumen Financiero Consolidado

Cifras en millones de pesos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ⁽¹⁾	2017	Sep. 2017	Sep. 2018
Ingresos Ordinarios	80.402	93.235	86.895	95.325	94.136	149.580	195.177	144.596	160.677
Ebitda ⁽²⁾	31.895	37.169	30.231	33.654	23.008	45.807	51.519	38.225	48.546
Resultado Operacional	17.065	22.438	15.023	17.035	16.736	24.275	20.338	15.055	24.354
Ingresos Financieros	69	397	290	311	43	311	525	465	2.328
Gastos Financieros	-4.402	-4.717	-4.518	-3.400	-4.519	-6.217	-3.580	-2.504	-4.725
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	7.228	14.921	6.208	9.091	9.111	5.075	2.203	5.858	11.763
Flujo Caja Neto de la Operación	25.731	37.953	28.677	29.537	16.254	38.970	37.417	27.446	35.335
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽³⁾	25.731	37.261	28.545	29.250	16.211	38.658	37.075	27.005	34.214
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁴⁾	25.731	33.523	24.550	26.473	11.735	36.177	33.639	24.672	31.235
Inversiones en Activos fijos Netas	-9.854	-12.596	-7.294	-11.531	-1.086	-13.626	-17.277	-13.608	-5.089
Inversiones en Acciones	-14.506					45.321			-29.704
Flujo de Caja Libre Operacional	1.371	20.927	17.256	14.942	10.649	67.872	16.362	11.064	-3.558
Dividendos pagados		-2.500	-5.000	-5.000		-25.254	-5.554	-5.554	
Flujo de Caja Disponible	1.371	18.427	12.256	9.942	10.649	42.618	10.807	5.510	-3.558
Movimiento en Empresas Relacionadas					44		-19.195		-72.275
Otros movimientos de inversiones		-14.451	-12.320						74.054
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	1.371	3.977	-64	9.942	10.693	42.618	-8.388	5.510	-1.779
Variación de capital patrimonial									
Variación de deudas financieras	15.669	386	-12.072	-450	-10.290	-108.909	-10.802	-7.967	81.189
Otros movimientos de financiamiento	10	19	9.231	1.250		99.968	24	-93	-72.398
Financiamiento con EERR	-12.144				-1.161				
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	4.907	4.382	-2.904	10.742	-758	33.677	-19.166	-2.551	7.011
Caja Inicial	4.609	9.516	13.898	10.993	4.789	4.032	37.709	37.709	18.543
Caja Final	9.516	13.898	10.993	21.735	4.032	37.709	18.543	35.158	25.554
Caja y equivalentes	9.516	13.898	10.993	21.735	4.032	37.709	18.543	35.158	25.554
Cuentas por Cobrar Clientes	2.990	5.980	9.447	6.841	989	8.069	9.375	9.565	12.356
Inventario	601	713	656	654	2.510	2.866	2.793	2.847	3.366
Deuda Financiera ⁽⁵⁾	80.943	81.329	74.718	79.079	65.419	121.890	112.613	117.000	196.773
Activos Clasificados para la Venta	214	121							
Activos Totales	217.667	231.099	225.493	232.681	156.463	499.773	469.508	480.194	517.325
Pasivos Totales	111.231	102.542	91.423	94.057	78.165	176.424	162.094	167.873	268.051
Patrimonio + Interés Minoritario	106.436	128.557	134.070	138.624	78.298	323.349	307.414	312.321	249.275

(1) A contar de mayo de 2016 se combinan los negocios de Novosun S.A. y Dream S.A.

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Flujo de caja de la operación antes de intereses netos.

(4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

(5) Deuda financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

Principales Indicadores Financieros

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 ⁽¹⁾	2017	Sep. 2017	Sep. 2018
Margen Bruto	36,7%	39,9%	38,9%	42,6%	34,4%	41,6%	41,4%	40,7%	41,8%
Margen Operacional (%)	21,2%	24,1%	17,3%	17,9%	17,8%	16,2%	10,4%	10,4%	15,2%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	39,7%	39,9%	34,8%	35,3%	24,4%	30,6%	26,4%	26,4%	30,2%
Rentabilidad Patrimonial (%)	6,8%	11,6%	4,6%	6,6%	11,6%	1,6%	0,7%	2,2%	3,3%
Costo/Ventas	63,3%	60,1%	61,1%	57,4%	65,6%	58,4%	58,6%	59,3%	58,2%
Gav/Ventas	15,4%	15,8%	21,6%	24,8%	16,6%	25,4%	31,0%	30,3%	26,7%
Días de Cobro	11,2	23,1	39,1	25,8	3,8	19,4	17,3	17,8	21,1
Días de Pago	60,3	78,4	72,0	53,4	40,8	88,8	65,4	65,4	72,4
Días de Inventario	4,3	4,6	4,5	4,3	14,6	11,8	8,8	8,9	9,9
Endeudamiento total	1,0	0,8	0,7	0,7	1,0	0,5	0,5	0,5	1,1
Endeudamiento financiero	0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	0,4	0,4	0,4	0,8
Endeudamiento Financiero Neto	0,7	0,5	0,5	0,4	0,8	0,3	0,3	0,3	0,7
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	2,5	2,2	2,5	2,3	2,8	2,7	2,2	2,2	3,2
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	2,2	1,8	2,1	1,7	2,7	1,8	1,8	1,5	2,8
Ebitda ⁽¹⁾ / Gastos Financieros(vc)	7,2	7,9	6,7	9,9	5,1	7,4	14,4	10,6	10,7
FCNOA ⁽³⁾ / Deuda Financiera (%)	31,8%	45,8%	38,2%	37,0%	24,8%	31,7%	32,9%	38,2%	22,5%
FCNOA ⁽³⁾ / Deuda Financiera Neta (%)	36,0%	55,3%	44,8%	51,0%	26,4%	45,9%	39,4%	54,7%	25,9%
Liquidez Corriente (vc)	0,6	1,1	0,7	1,6	1,6	1,3	1,3	1,3	1,2

(1) A contar de mayo de 2016 se combinan los negocios de Novosun S.A. y Dream S.A.

(2) Ebitda = Resultado Operacional + depreciación y amortizaciones.

(3) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados y descontado los intereses netos del periodo.

Características de los instrumentos

LINEAS DE BONOS	736 ⁽¹⁾	737 ⁽¹⁾
Fecha de inscripción	21-11-2012	21-11-2012
Monto de la línea (*)	UF 5 millones	UF 5 millones
Plazo de la línea	10 años	30 años
Series inscritas al amparo de la línea	A, B	C, D, E
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos	
Covenants	Deuda financiera neta/Ebitda < 4,5 veces Ebitda/ Gastos Financieros > 3,0 veces	
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene

(1) El monto máximo colocado vigente entre ambas líneas no puede superar UF 5 millones.

EMISIONES DE BONOS	Serie D	Serie E
Fecha de inscripción	04-05-2018	30-07-2018
Al amparo de Línea de Bonos	737	737
Monto inscrito	UF 2,5 millones	UF 0,6 millones
Monto de la colocación	UF 2,5 millones	UF 0,6 millones
Plazo de amortización	10 años	10 años
Fecha de colocación	16-05-2018	08-08-2018
Fecha de inicio de amortización	15-03-2028	15-03-2028
Fecha de vencimiento de amortización	15-03-2028	15-03-2028
Tasa de Interés	3,97%	3,92%
Rescate Anticipado	15-03-2020	15-03-2020
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.
- Categoría AA: 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.
- 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.
- 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.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (ó Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.

- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

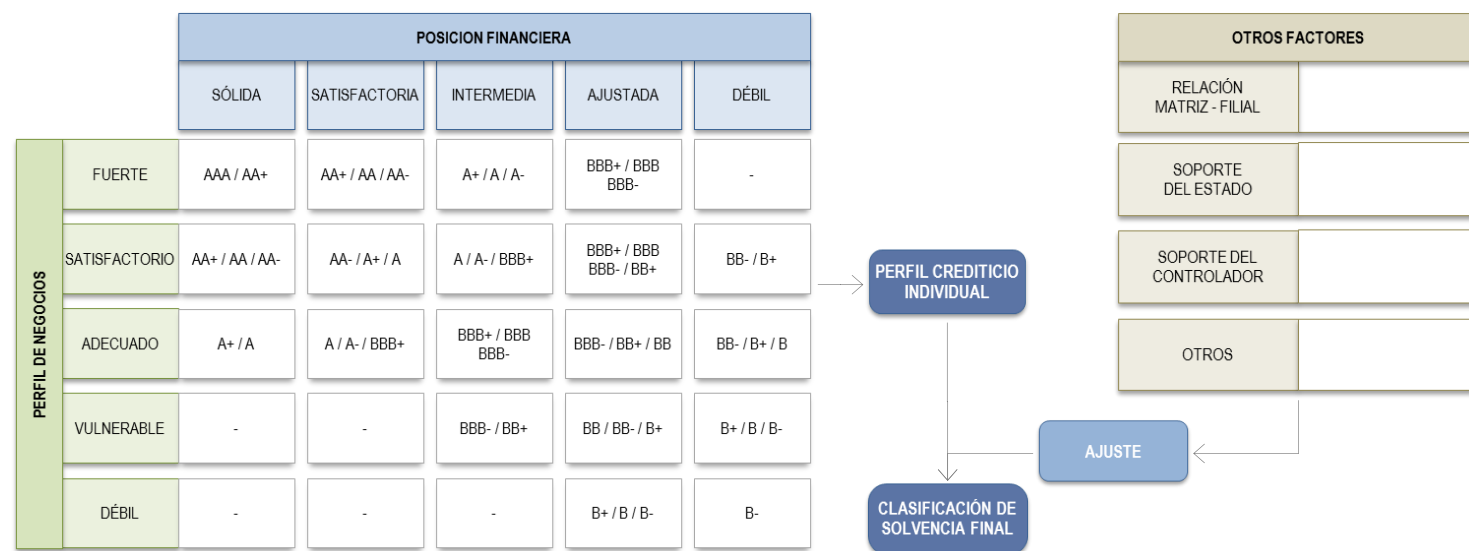
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Descriptor de Liquidez

- Robusta: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, 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.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.