



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

Analistas

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Sun Dreams S.A.

Diciembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 22433 5200

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	BBB+ En Observación
EEFF base	30 de junio de 2020 ¹

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 10 años	Nº 736 de 21.11.12
Línea de bonos a 30 años Serie D (BDRMS-D) Serie E (BDRMS-E) Serie F (BDRMS-F)	Nº 737 de 21.11.12 Segunda emisión Tercera emisión Cuarta emisión

Balance General Consolidado IFRS						
Miles de \$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Activos Corrientes	44.010.047	54.496.523	57.448.463	105.304.571	92.284.018	74.693.542
Activos No Corrientes	193.316.581	445.276.563	410.618.597	407.362.540	414.518.462	397.774.678
Total Activos	237.326.628	499.773.086	468.067.060	512.667.111	506.802.480	472.468.220
Pasivos Corrientes	23.855.072	42.786.443	45.601.686	61.291.107	57.283.935	63.340.356
Pasivos No Corrientes	69.385.983	133.637.254	115.051.573	206.610.307	204.212.679	195.067.730
Patrimonio	144.085.573	323.349.389	307.413.801	244.765.697	245.305.866	214.060.134
Pasivos y Patrimonio	237.326.628	499.773.086	468.067.060	512.667.111	506.802.480	472.468.220
Deuda Financiera	74.325.373	121.889.962	112.613.067	197.800.846	191.808.233	202.589.428

Estado de Resultados Consolidados IFRS						
Miles de \$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Ingresos de actividades ordinarias	94.135.748	149.579.794	183.240.975	215.941.436	234.833.731	50.269.699
Costo de ventas	-61.743.062	-87.339.088	-101.590.780	-120.350.667	-139.570.856	-52.353.872
Gastos de Administración	-15.656.971	-37.965.567	-50.128.295	-56.003.884	-60.726.872	-21.609.788
Costos financieros	-4.519.175	-6.217.002	-3.559.165	-6.716.920	-7.780.624	-5.535.897
Ganancia	9.110.986	5.074.843	2.202.508	12.344.510	12.128.239	-32.810.897
EBITDA	30.281.856	45.807.345	57.265.225	66.774.536	65.138.653	-2.217.376

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2020, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Sun Dreams S.A. (Sun 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 siete unidades de negocio en el país, en las ciudades de Iquique, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas², Coyhaique y Punta Arenas, ocho en Perú (Lima / Tacna / Cusco), dos en Colombia (Cartagena de Indias y Bogotá), una en Panamá (Punta Pacífica) y una en Argentina (Mendoza).

A septiembre de 2020, la compañía presentó ingresos por US\$ 95,7 millones, con un nivel de EBITDA negativo de US\$ 2,8 millones. A la misma fecha poseía un nivel de activos de US\$ 599,4 millones, con un total de deuda financiera de US\$ 257 millones.

El proceso de evaluación ha sido hecho bajo la presunción que pasada la crisis económica de 2020 la compañía comienza a retomar paulatinamente sus niveles de actividad en 2021 (aunque ya en noviembre de 2020 fue autorizada para operar en Chile y Argentina, sumado a los ya abiertos anteriormente en Panamá y Colombia), sin cambios significativos en sus fortalezas estructurales y con un incremento administrable de su endeudamiento. Por otra parte, se constató que el emisor dispone de la liquidez necesaria para enfrentar el menor flujo derivado de las restricciones al funcionamiento de los casinos. Sin perjuicio de ello, no se puede descartar que nuevos rebrotes del Covid 19 conlleven a nuevas limitaciones al sector.

Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos en "Categoría BBB+" se consideran las características propias del negocio, la cuales le han permitido operar con un margen EBITDA relativamente elevado, que si bien se ha reducido en los últimos años, llegando a junio a un 22,7% (en el pasado llegó a 35%). Por otro lado, la evaluación considera el hecho que la legislación chilena limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia.

La clasificación de riesgo incluye, a su vez, el controlado endeudamiento relativo de la compañía, medido en función del patrimonio, si se considera que existe una elevada inversión en activos inmobiliarios lo cual permite mayor apalancamiento financiero. En contraposición, se debe considerar que la concesión del casino Monticello, principal generador de flujos, tiene vigencia hasta 2023. Dado esto, la modalidad del título de deuda *-bullet-* conlleva el riesgo de refinanciamiento y, en este caso, se acentúa por la posibilidad de pérdida de las concesiones.

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

² La compañía no renovó la concesión en el proceso de licitación municipal 2018 pero en la actualidad sigue operando.

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.

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 que poseen una industria más consolidada y/o con aquellos con mayores niveles de ingresos. Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el comportamiento de la demanda dentro de un entorno estable (*ceteris paribus*), tanto por el ritmo de crecimiento experimentado en el pasado (crecimiento constante en los ingresos de los casinos regulados por la ley N° 19.995) como por las expectativas de incremento a futuro.

Finalmente, cabe señalar que la compañía posee un alto nivel de inversiones inmobiliarias lo cual entrega cierta flexibilidad financiera a **Sun Dreams**, ya que son activos que pueden ser entregados e garantía, son susceptibles de operaciones de *leaseback* o, en casos extremos, pueden ser enajenados.

La clasificación de riesgo se ve restringida por la constatación de que la compañía se encuentra expuesta a la no renovación de sus concesiones debiendo además enfrentar un nuevo proceso de licitación el año 2023 en el marco de la Ley 19.995. En los hechos, cabe señalar que el proceso de licitación mostró que las empresas que antiguamente disponían de la concesión de un casino en una comuna en particular, por ese sólo hecho, no tenían garantizado nuevamente la adjudicación del mismo. En este proceso, **Sun 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 adjudicarse alguna de ellas. También se reconocen los esfuerzos de la compañía por diversificar sus fuentes de ingresos, mediante la adquisición de nuevos negocios.

Complementariamente, otro riesgo considerado es la concentración de sus flujos en el casino de Monticello, el que aporta actualmente, la mayor proporción de los ingresos consolidados de la firma, (en torno a un 40%), concesión que deberá defender en el proceso de licitación de 2023, situación que genera una mayor exposición de **Sun Dreams** frente a una concesión en particular.

Adicionalmente, dado que el casino se trata de un negocio regulado, el emisor siempre estará expuesto a cambios en la legislación que afecta al sector.

La tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se califica en "En Observación". **Humphreys** estará atento a eventuales restricciones producto de la pandemia, específicamente derivadas de un rebrote del virus en la población, analizando los efectos sobre la capacidad de pago de la compañía.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevada generación de EBITDA en relación a su ingreso (aunque disminuyendo).
- Legislación que regula la oferta.

Fortalezas complementarias

- Potencial del negocio de juegos de azar dentro del país.

Fortalezas de apoyo

- Fortaleza negocio inmobiliario.
- Sistema de *balanced scorecard*, que mitiga riesgo operativo de la compañía.
- Controlado endeudamiento para importación de activos inmobiliarios.
- Experiencia de controladores.

Riesgos considerados

- Potencial pérdida de concesiones Ley 19.995 antes del vencimiento del bono *Bullet* de 2028 (probabilidad no menor, de alto impacto en caso de materializarse).
- Alta concentración de sus flujos en algunos de sus casinos (riesgo medio).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).

Hechos recientes

Resultados septiembre 2020

Los ingresos ordinarios a septiembre de 2020 alcanzaron los \$ 50.270 millones, lo cual implica una caída de 71% respecto al mismo período del año anterior, explicado principalmente por el cierre de casinos debido a la pandemia provocada por el Covid-19.

A su vez, los costos de venta alcanzaron los \$ 52.354 millones, significando una disminución de 49% respecto al año anterior. Los gastos de administración suman \$ 21.610 millones a septiembre de 2020, lo que representa una disminución del 52% con respecto al mismo período del año anterior.

La compañía alcanza una pérdida durante el periodo de -\$ 32.811 millones, que representa una disminución de 530% respecto del nivel alcanzado en 2019.

En relación con su deuda financiera, a septiembre de 2020, **Sun Dreams** mantenía obligaciones por \$ 202.589 millones. Por su parte, el EBITDA a la misma fecha correspondía a -\$ 2.217 millones.

Eventos recientes

En marzo de 2020, de acuerdo a instrucciones de la Superintendencia de Casinos de Juego sobre la emergencia de salud pública y alerta sanitaria debido al brote de coronavirus COVID-19, la sociedad procedió a cerrar todos sus casinos en el país, junto con sus operaciones de hoteles y de alimentos & bebidas.

En octubre de 2020, se aprobó reformar transitoriamente la medición del *covenant* de relación de endeudamiento de obligaciones financieras consolidadas netas sobre EBITDA, correspondientes a las series de bonos D y E, la cual no debe ser superior a 4,5 veces. La reforma consiste en no medir la relación endeudamiento entre el periodo 01 de julio de 2020 y el 30 de septiembre de 2021; durante el periodo entre el 01 de octubre

de 2021 y el 01 de diciembre de 2021 la relación de endeudamiento no debe superar las 7,0 veces y por último, el periodo 01 de enero de 2022 hasta el vencimiento, la relación de endeudamiento no debe superar las 4,5 veces. Adicionalmente, durante el periodo entre 01 de julio de 2020 y el 31 de diciembre de 2021, la deuda financiera neta máxima no podrá superar los \$ 270.000.000.000 y el capital mínimo deberá ser de al menos \$ 168.000.000.000.

En noviembre de 2020, se materializó la operación en la que Pacífico Sur Limitada adquiere las acciones de de **Sun Dreams** que poseía Sun Latam SpA, con lo que esta última ha dejado de ser accionista de la compañía, y Pacífico Sur se ha constituido como el único titular, ya sea directamente o a través de alguna de sus personas relacionadas, del 100% de las acciones emitidas por la sociedad.

Definición de categoría de riesgo

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.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Alta generación de EBITDA: La compañía posee una alta generación de EBITDA en relación con su negocio, es así como a marzo de 2020 el margen EBITDA de la compañía ascendía a 26,8%, *ratio* más elevado que su principal competidor con información pública. (a junio el margen EBITDA era de 22,7% considerando que los casinos estaban cerrados desde marzo).

Fortaleza de negocio inmobiliario: Las operaciones de la compañía presentan ciertas características del negocio inmobiliario, puesto que que implican una elevada inversión inmobiliaria. A junio de 2020, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$ 288 mil millones y la deuda financiera es de M\$ 207 mil millones.

Potencial de crecimiento del negocio del juego: El negocio del juego posee un potencial de crecimiento elevado dentro del contexto nacional, si bien en los últimos años, excluido pandemia, los visitantes se han estabilizado en torno a los 5,5 millones anuales, aún existe un potencial de crecimiento importante para la industria de casinos si se compara la tasa de penetración con países con mayores ingresos. De concretarse este

crecimiento potencial, **Sun Dreams** podría verse beneficiado al rentabilizar más sus unidades de negocio, lo cual debería reflejarse en mayores niveles absolutos de flujo de caja anual.

Legislación chilena: La legislación chilena regula la industria de los casinos determinando la oferta y funcionamiento de los mismos, existiendo barreras de entrada muy altas al prohibir los casinos en la región metropolitana, restringir un máximo de tres casinos por región y establecer una distancia mínima de 70 kilómetros entre ellos. Por otra parte la concesiones se entregan por un periodo de 15 años por la Superintendencia de Casino y Juegos (SCJ), lo cual entrega cierta estabilidad en los flujos percibidos. Hay que mencionar que la demanda esta indexada a la situación económica del país, la cual en el ultimo tiempo se ha mostrado estable.

Controlado endeudamiento: **Sun Dreams** tiene el 58% de los activos invertidos en propiedades, plantas y equipos, con un componente relevante de terrenos, edificios propios e infraestructura (50% del ítem), es decir, bienes de largo plazo. Bajo esa perspectiva, se considera que la relación de pasivo exigible sobre patrimonio de 1,15 veces es compatible con su estructura de activo. Cabe señalar que, la compañía posee un perfil de vencimientos holgado hasta 2027 incluso considerando la pérdida del casino de Monticello. No obstante, en 2028 vence el bono *bullet* de la compañía lo que representa un riesgo de refinanciamiento en el caso que se pierda algunas de las concesiones en la licitación de 2023.

Balanced scorecard: La compañía ha implementado el sistema de Balanced Scorecard, la cual ha repercutido en todas sus áreas de negocio lo que ha permitido en tomar decisiones acertadas, entregando mayor rentabilidad a sus operaciones.

Experiencia y formación de los equipos profesionales: El equipo profesional de **Sun Dreams** cuenta con elevada experiencia operativa y reconocimiento del mercado de casinos, considerando los más de 12 años de Inversiones Pacifico Sur en la industria, quienes controlarán el 100% de las acciones de la compañía, lo que ha llevado a ser una marca reconocida en el mercado.

Factores de riesgo

Pérdida de concesiones: La compañía presenta el riesgo de renovación de licencias de operación, lo cual genera incertidumbre respecto de los flujos futuros. Durante el reciente proceso de licitación municipal 2018, **Sun Dreams** registró la pérdida del casino de Puerto Varas y, en el mediano plazo, la compañía enfrenta el riesgo asociado a la renovación de concesiones relativo a los casinos de la Ley 19.995, lo que podría generar presiones de liquidez frente al vencimiento de sus obligaciones financieras. Considerando que la categoría de riesgo asignada a la compañía se sustenta, entre otras cosas, en la holgura que tiene en sus flujos respecto al pago de la deuda, se incluye como un elemento adverso el no poder estimar razonablemente los excedentes de caja a partir de 2023. De acuerdo con la última información disponible el casino de Sun Monticello representa

aproximadamente el 40% del EBITDA. Cabe mencionar que la concesión de Monticello finaliza en 2023 (y el bono *bullet* tiene vencimiento el 2028). No obstante, siempre es posible efectuar inversiones en otros casinos.

Concentración de flujos: De acuerdo a la información proporcionada por la compañía, **Sun Dreams** concentra la generación de ingresos y de ebitda en el casino Monticello, el cual generó el 39% de los ingresos y el 40% del EBITDA. Adicionalmente, en el corto plazo dejará de operar el casino de Puerto Varas dejando de percibir esos flujos, son obstante, la compañía esta llevando a cabo un plan de diversificación y crecimiento realizando nuevas inversiones en los últimos años, principalmente en Argentina.

Riesgo regulatorio: La industria de casinos se ve expuesta a cambios legislativos y regulatorios que, eventualmente, podrían generar mayores restricciones al negocio, el cual ya posee fuertes controles normativos. A juicio de la clasificadora, este riesgo se ve incrementado por la existencia de casinos con modalidad jurídica diferente.

Antecedentes generales

La compañía

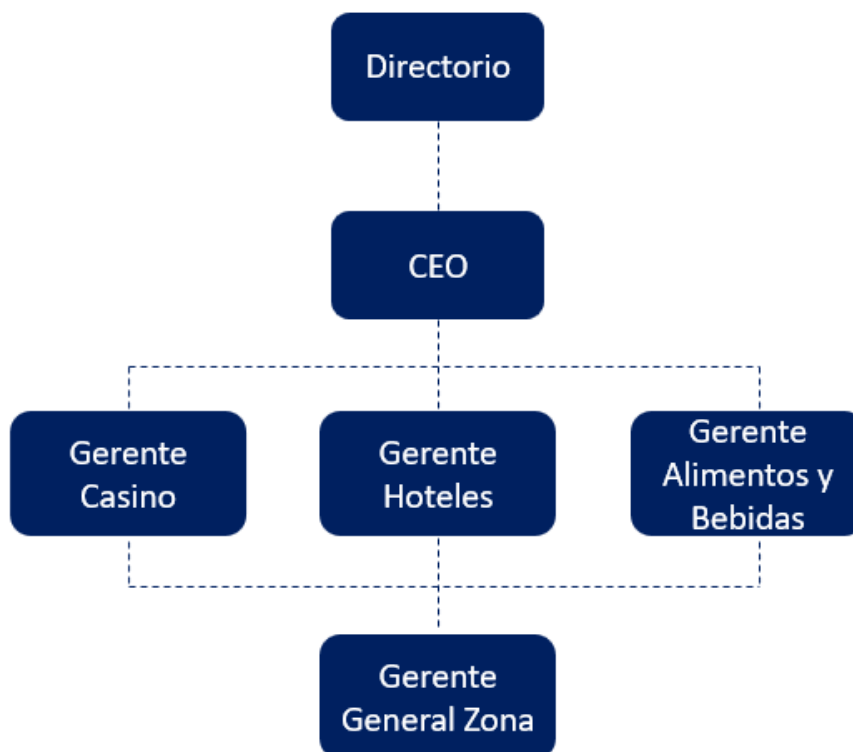
Sun Dreams se creó el año 2008 producto de la unión de Inversiones Pacifico Sur Ltda. (Grupo Fischer) y Entretenimientos del Sur Ltda (Fondo CVCi). Luego en 2016, Dreams fusionó sus operaciones con las de Sun en Latinoamérica. La compañía se dedica a la operación de casinos y hoteles ubicados en Iquique, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas³, Coyhaique y Punta Arenas; en el exterior mantiene presencia en Perú, Colombia, Panamá y Argentina.

En noviembre de 2020, la propiedad de **Sun Dreams**, la cual era compartida por Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. y Sun Latam SpA, pasó a pertenecer como único accionista a Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. con una participación del 100% de las acciones, directa e indirectamente, sociedad que, a su vez, tiene como accionistas a Claudio Fisher (50%) y Humberto Fisher (50%).

Actualmente, la compañía presenta el siguiente organigrama corporativo:

³ Concesión de casino pasó en 2018 a Enjoy, sin embargo aun lo sigue operando Sun Dreams.

Ilustración 1
Organigrama Sun Dreams

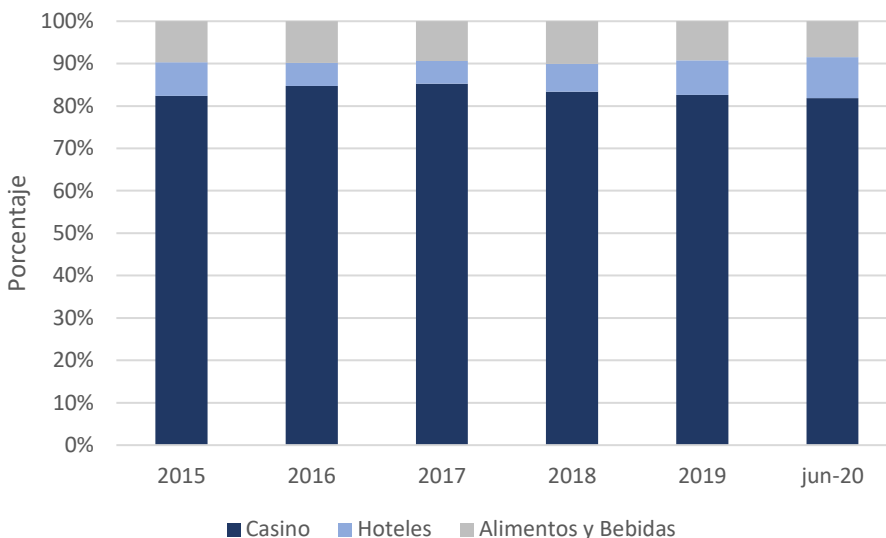


Todas las gerencias tienen dependencia directa de la Gerencia General Corporativa.

Composición de los flujos

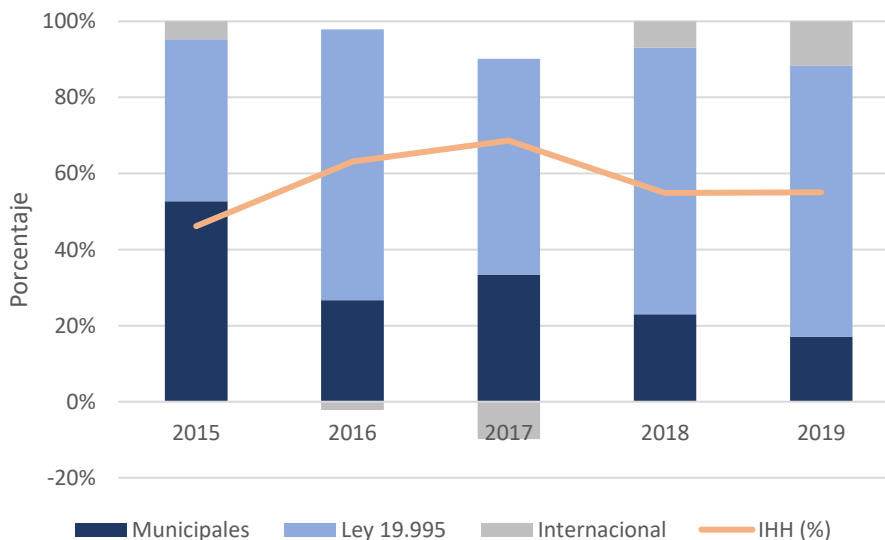
La compañía, en lo central, desarrolla el negocio de casinos, que lo complementa con los segmentos de alimentos y bebidas y hoteles. En términos de generación de ingreso y de flujo, el negocio del juego es el que aporta el mayor porcentaje, seguido por hoteles y por alimentos y bebidas, como se puede apreciar en la *Ilustración 2*.

Ilustración 2
Estructura Ingresos
2015 – junio 2020



La distribución del EBITDA, desglosada por casinos sujetos a las Ley 19.995, casinos municipales y casinos internacionales, se muestra en la *Ilustración 3*.

Ilustración 3
Estructura EBITDA
2015-2019



La *Ilustración 3* muestra, además, la caída presentada por el Índice de Herfindahl-Hirschman⁴, la cual se produce por la mayor importancia de casinos de la Ley 19.995 en la generación de EBITDA, lo que responde a la

⁴ El Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) corresponde a la suma al cuadrado de las participaciones de cada categoría, y fluctúa entre el valor 0 (absoluta desconcentración) y 10.000 (concentración máxima).

incorporación de Monticello, debido a la fusión ya mencionada, actualmente Monticello representa un 40% del EBITDA.

A continuación, se presenta un cuadro resumen con la disponibilidad de servicios en las distintas instalaciones del emisor a diciembre de 2019.

Tipo	N
Máquinas de azar	4.864 ⁵
Posiciones de juego (mesas y bingo)	2.522 ⁵
Habitaciones de hotel	725
Centros de convenciones	7
Restaurantes	24
Bares/Club	22
Spa	6
Centro de espectáculos Gran Arena	1

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. De esta forma, a las siete concesiones municipales de casinos existentes inicialmente, fueron incorporados 18 establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

A continuación, se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

Municipales		
Arica	Iquique	Coquimbo
Viña del Mar	Pucón	Puerto Varas
Puerto Natales		

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

⁵ Solo en territorio chileno.

A partir del año 2015 las visitas se han mantenido estables promediando las 5,4 millones de visitas anuales, por su parte, los ingresos han mostrado una tendencia al alza. De esta forma, según datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, durante el año 2019, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente \$ 333.263 millones (ver *Ilustración 4*) y se registraron cerca de 4,6 millones de visitas, lo que representa una caída de 0,7% y 16,5%, respectivamente, en comparación con el mismo periodo del año anterior. En marzo de 2020, a raíz de la pandemia provocada por el Covid-19, la Superintendencia de Casinos de Juegos por orden del Ministerio de Salud, determinó cerrar los casinos de juegos hasta que las condiciones de salud lo permitieran, efectos que se pueden apreciar en ambas ilustraciones. El 12 de noviembre, la Superintendencia de Casinos y Juegos aprobó e informó la vigencia del “Protocolo de Manejo y Prevención ante COVID-19 en casinos y establecimientos de juego y entretenimiento”, el que permite la reapertura gradual de los casinos de juego que se ubiquen en las comunas que se encuentren en los Pasos 3, 4 o 5, de acuerdo con las condiciones que se establecen en el citado documento.

Ilustración 4
Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995
2015 - Marzo 2020

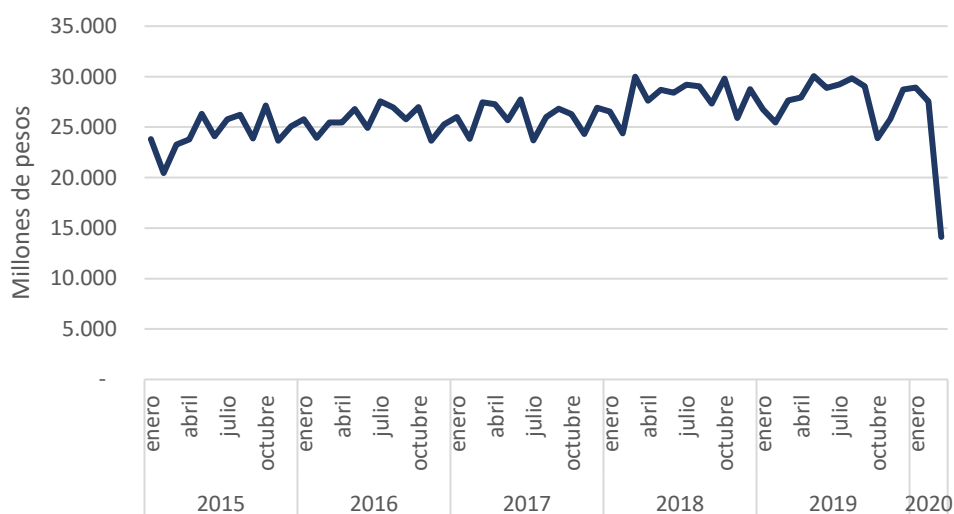
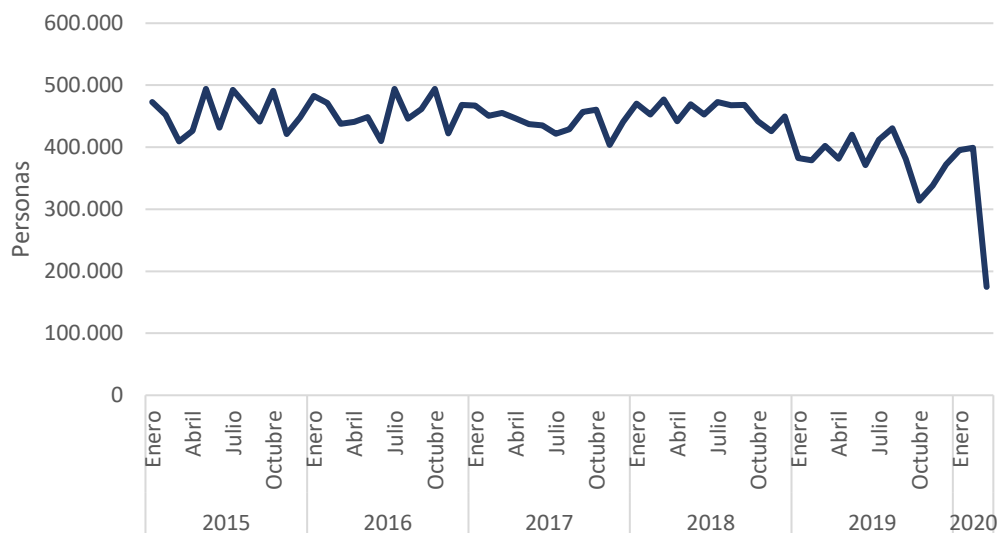


Ilustración 5
Visitas Casinos Ley 19.995
2015 - Marzo 2020



Análisis financiero⁶

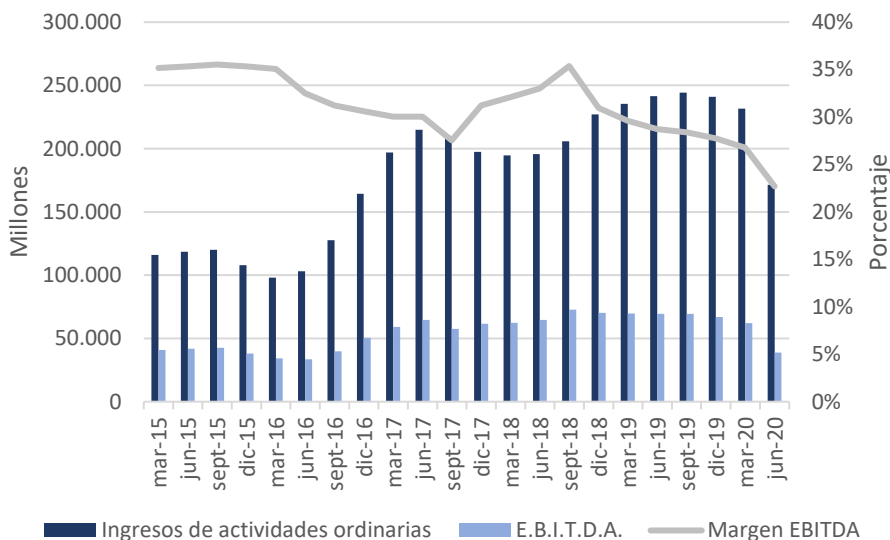
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Sun Dreams** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2015 y junio de 2020.

Evolución ingresos y EBITDA

Los ingresos de la compañía muestran un importante crecimiento en el año de 2016 debido a la fusión entre **Sun** y **Dreams** a mediados de ese año, aumento que se acentúa en 2017, donde se obtienen los ingresos de las operaciones conjuntas de todo el ejercicio. En 2019, se observa un alza en este ítem, principalmente por crecimientos en todos los segmentos (casinos, hoteles, bebidas y alimentos), en conjunto con nuevas operaciones en Argentina y Perú. Sin embargo durante el año 2020, estos decaen abruptamente, directamente relacionados con la crisis provocada por la pandemia. Por su parte, el margen EBITDA presentó una caída en 2016, tras la fusión antes señalada y posteriormente se acrecentó la caída al mantener los casinos cerrados. A junio de 2020, este indicador sitúa cerca del 22,7%. La *Ilustración 6* muestra la evolución de ambos ítems.

⁶ Las cifras presentadas a continuación han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

Ilustración 6
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
2015 - Junio 2020



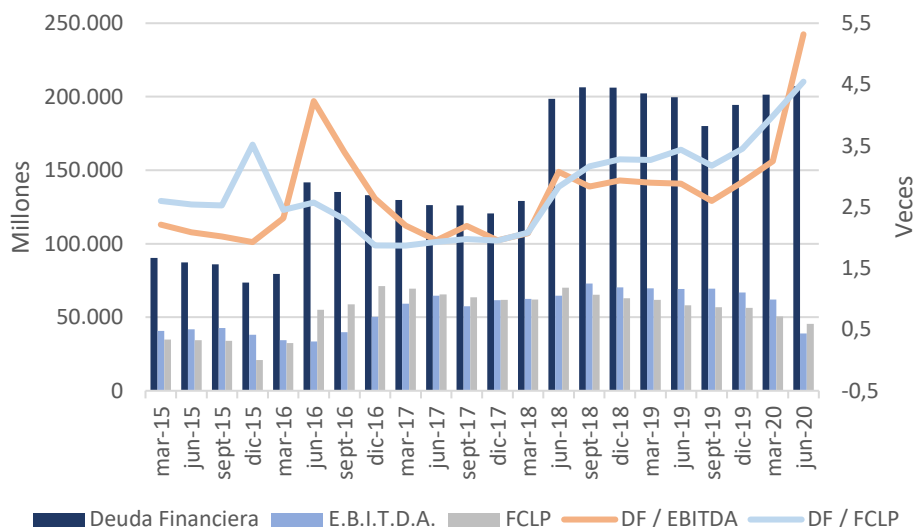
Por otra parte, el EBITDA, ha mostrado una leve caída durante el periodo 2019, debido a un impacto negativo de un nuevo impuesto en Perú que grava los ingresos de casinos a partir de enero de 2019 y al aumento en los gastos de administración y ventas.

Evolución del endeudamiento

Los indicadores de endeudamiento relativo, medido como la relación deuda financiera a EBITDA y deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP), que se presentan en la *Ilustración 6*, evidencian un alza en los últimos meses como consecuencia del cierre obligado de casinos y la consecuente baja en los flujos.

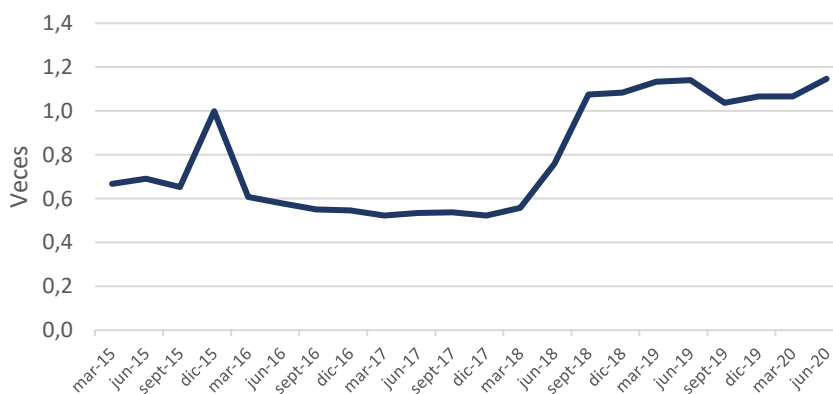
A junio de 2020, la deuda financiera muestra un incremento, con respecto a diciembre de 2019, producto de la adquisición de nuevos créditos para el capital de trabajo, por su parte, el EBITDA y el FCLP cayeron en un 19% y 42% respectivamente, producto de la pandemia, lo cual llevo los ratios de DF/EBITDA y de DF/FCLP a 5,3 y 4,6 veces, respectivamente.

Ilustración 7
Deuda Financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo
 2015 – Junio 2020



En general, pese a que la sociedad es intensiva en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, estuvo en el pasado relativamente acotado. Sin perjuicio de lo anterior, con la colocación de los bonos Serie D y E en 2018, la compañía aumenta su *leverage*, el cual se ha mantenido en 1,1 veces de septiembre 2018 a junio 2020.

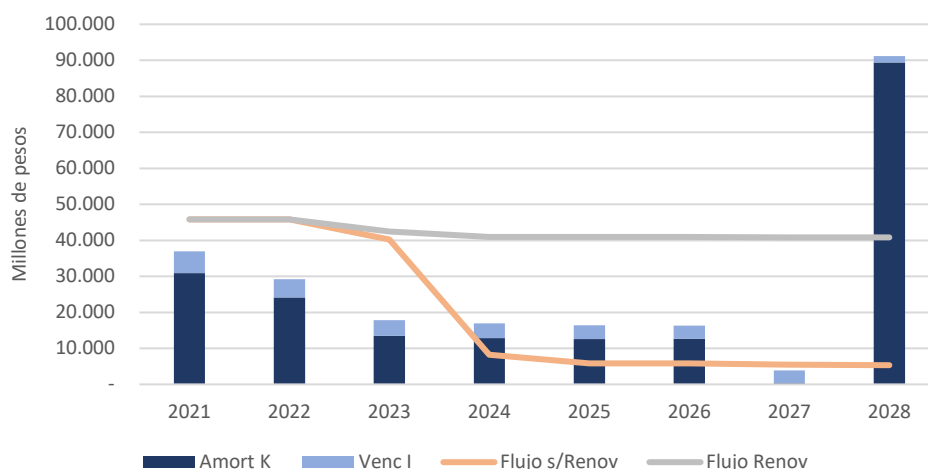
Ilustración 8
Pasivo Exigible sobre Patrimonio
 2015 – Junio 2020



La Ilustración 9 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA. Se observa que, dada la capacidad de generación de flujos, representado por el EBITDA estimado por **Humphreys**, existe un alto nivel de holgura entre los años 2022 y 2027, en caso de mantener la concesión de todos los casinos que actualmente posee (línea color gris). Sin embargo, en 2028 vence el bono *bullet*, lo que conlleva el riesgo de refinanciamiento y, en este caso, se acentúa por la posibilidad de pérdida de concesiones de la Ley 19.995, en

especial la del casino Monticello, principal generador de flujos, que tiene vigencia hasta 2023. Se observa, en línea color naranja, el flujo generado en caso de no renovar ninguna concesión⁷. Cabe señalar, que para el año 2021 se espera un refinanciamiento del vencimiento programado para ese periodo, el cual fue motivado principalmente por la pandemia.

Ilustración 9
Perfil de Vencimientos
 2021 - 2028

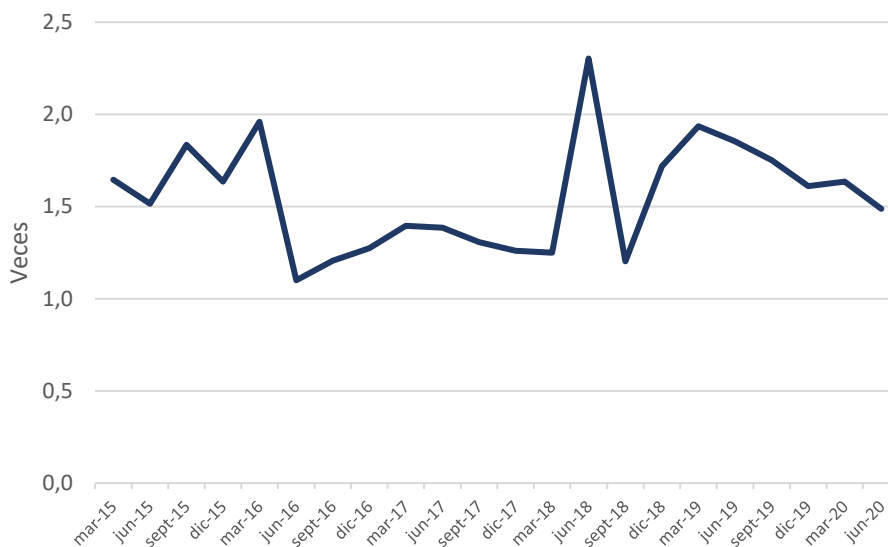


Liquidez

La liquidez de la compañía, medida como activos corrientes sobre pasivos circulantes, si bien ha presentado un comportamiento oscilante, se ha mantenido por sobre la unidad durante los últimos años. A diciembre de 2019 el indicador se eleva a 1,6 veces. A junio de 2020, el indicador alcanzó un valor de 1,5 debido al aumento de pasivos financieros por la emisión de nueva deuda.

⁷ Riesgo de alto impacto pero de baja probabilidad.

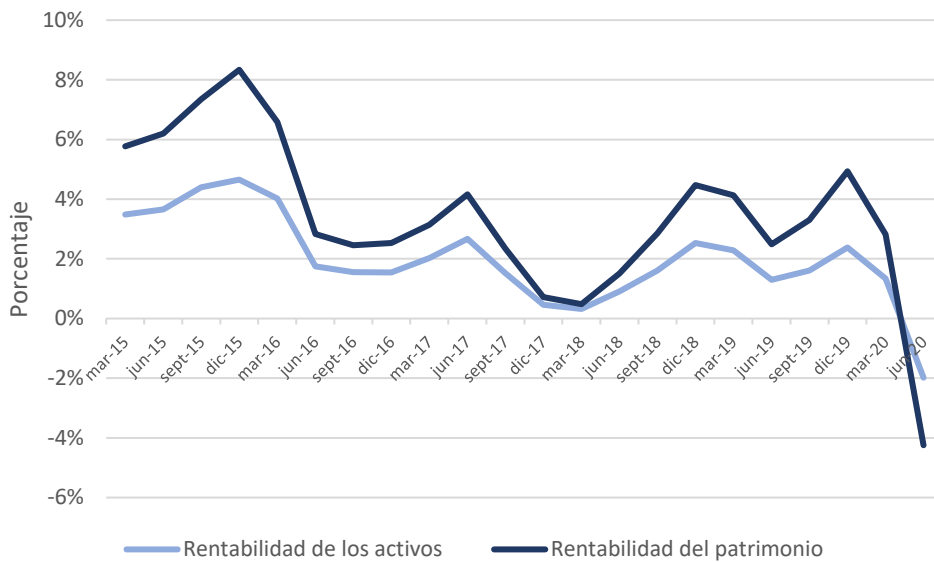
Ilustración 10
Evolución de la Liquidez
2015 – Junio 2020



Rentabilidad

Los indicadores de rentabilidad muestran los efectos de la fusión de los casinos en 2016 y la pandemia. Durante 2019 los indicadores se encontraban en niveles saludables alcanzando la rentabilidad de los activos y del patrimonio eran 2,4% y 4,9%, respectivamente. A junio de 2020, los indicadores son -2,0% y -4,2%. Esto debido al nulo resultado operacional a consecuencia del cierre de las operaciones del casino.

Ilustración 11
Rentabilidad
 2015 - Junio 2020



Principales *ratios* financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T2
Liquidez (veces)	2,09	2,27	2,42	2,32	2,16	2,05
Razón Circulante (Veces)	1,63	1,27	1,26	1,72	1,61	1,49
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,38	1,24	0,81	1,48	1,43	1,33
Razón Ácida (veces)	1,52	1,21	1,20	1,67	1,56	1,45
Rotación de Inventarios (veces)	28,82	24,31	26,73	33,33	39,91	31,33
Promedio Días de Inventarios (días)	12,66	15,01	13,66	10,95	9,14	11,65
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	106,02	22,48	24,55	30,55	28,53	22,03
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	3,44	16,24	14,87	11,95	12,80	16,57
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,56	3,07	3,68	4,51	3,85	3,34
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	55,61	118,74	99,16	80,95	94,71	109,30
Diferencia de Días (días)	52,17	102,50	84,29	69,00	81,91	92,74
Ciclo Económico (días)	39,51	87,49	70,63	58,05	72,77	81,09
Ratios de endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T2
Endeudamiento (veces)	0,50	0,35	0,34	0,52	0,52	0,53
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,00	0,55	0,52	1,08	1,07	1,15
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,41	0,32	0,40	0,30	0,28	0,32
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	1,93	2,64	1,96	2,93	2,91	5,32
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,52	0,38	0,51	0,34	0,34	0,19
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	83,69%	69,09%	70,10%	74,64%	73,35%	77,66%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,04%	1,34%	0,73%	0,40%	0,39%	0,37%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,48	1,57	5,12	4,73	2,74	-1,48
Ratios de rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T2
Margen Bruto (%)	34,63%	41,63%	44,54%	44,27%	40,57%	33,27%
Margen Neto (%)	9,65%	3,40%	1,23%	5,75%	5,16%	-5,97%
Rotación del Activo (%)	61,39%	30,13%	39,40%	42,77%	46,91%	34,36%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	4,68%	1,58%	0,47%	2,57%	2,41%	-2,01%
Rentabilidad Total del Activo (%)	4,65%	1,55%	0,46%	2,53%	2,38%	-1,98%
Inversión de Capital (%)	137,38%	102,81%	105,67%	121,38%	119,85%	123,81%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	6,68	12,86	15,57	4,95	6,79	5,45
Rentabilidad Operacional (%)	9,82%	9,14%	8,15%	10,06%	8,75%	2,04%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,34%	2,53%	0,71%	4,47%	4,94%	-4,25%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	47,84%	43,99%	41,40%	43,13%	46,40%	48,82%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	65,37%	58,37%	55,46%	55,73%	59,43%	66,73%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	16,82%	25,38%	27,37%	25,93%	25,86%	28,49%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	15,39%	12,12%	9,94%	14,26%	14,08%	3,41%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	35,34%	30,63%	31,23%	30,94%	27,74%	22,70%

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 Comisión para el Mercado Financiero 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”