



ACCIÓN DE RATING

31 de enero, 2024

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Dreams S.A.

Solvencia	A
Bonos	A
Tendencia	Estable
Estados financieros	3Q-2023

Para mayor información, ir a sección
[Evolución de ratings](#)

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

[Metodología de clasificación de casinos de juego](#)

CONTACTOS

Francisco Loyola +56 2 2896 8205
Gerente de Clasificación
floyola@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Directora Senior Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Dreams S.A.

Informe anual de clasificación de riesgo

ICR ratifica en categoría A/Estable la clasificación asignada a la solvencia y bonos de Dreams S.A., sostenida por factores relacionados a su negocio, tales como la buena ubicación de sus activos, lo que permite un alto flujo y rentabilidad de sus operaciones; su grado de diversificación geográfica que, si bien incluye exposición a economías de mayor riesgo soberano (como Argentina), todavía la generación operacional de Dreams continúa mayoritariamente centrada en Chile (clasificado en categoría A2/Estable, por Moody's), lo que explica que dichas operaciones internacionales, de momento, computen neutralmente en la solvencia de la compañía.

Complementa lo anterior, la estabilidad del ambiente regulatorio que, el último año, permitió la renovación de sus licencias por 15 años (entre ellas, Monticello, principal originadora de flujo para la compañía) y la adjudicación de una plaza adicional (Talca), generando mayor grado de certidumbre respecto al *pool* de activos originadores de flujo de largo plazo. Finalmente, la fortaleza financiera categorizada por ICR como "Adecuada" para su rating del negocio, también contribuye en su clasificación, modificada recientemente al alza ([diciembre 2023](#)) precisamente a consecuencia de su perfil financiero, que expone mejoras operacionales y de desapalancamiento.

Operacionalmente, Dreams finalizó septiembre 2023 con crecimientos en ingresos (+10,1%), EBITDA (+2,6%), resultado del ejercicio (+81,0%) y flujo operacional (+88,4%), variaciones destacables considerando que se comparan con una base 2022 exigente. Destacamos positivamente que la alta generación de caja de los primeros nueve meses de 2023 haya sido mayoritariamente destinada a cubrir su servicio de la deuda, generando una solidez en sus indicadores de solvencia incluso mayor que previo a la pandemia, y con cierto espacio para afrontar eventuales inversiones con apalancamiento, si fuera necesario. Así, a septiembre de 2023 se observó una liquidez creciente (1,10 veces), un *leverage* a la baja (0,95 veces de endeudamiento total), un ratio de DFN/EBITDA en su menor nivel de los últimos seis años (1,61 veces) y una cobertura de gastos financieros netos que estuvo influida por las alzas de tasas de mercado, pero que igualmente bordeó las 10 veces.

La clasificación de Dreams inicia con la evaluación de su riesgo del negocio, esto es, factores relacionados con la regulación/competencia, ubicación y características de sus activos, diversificación geográfica y eficiencia operacional que, complementados con la fortaleza financiera del emisor categorizada por ICR en un nivel "Adecuado", concluyen en una clasificación de categoría A, rating que esperamos se mantenga en los próximos 12-18 meses (a lo menos), lo que justifica la asignación de una tendencia Estable.

Perfil de la empresa

Dreams participa en la industria de entretenimiento en Chile (A2/Estable, por Moody's), Perú (Baa1/Negativa, por Moody's), Argentina (Ca/Estable, por Moody's) y minoritariamente en Colombia (Baa2/Estable, por Moody's) y Panamá (Baa3/Estable, por Moody's).

La compañía volvió a ser controlada por la familia Fischer con el 100% de las acciones en noviembre de 2020, luego de concretarse la salida de Sun Latam de la propiedad, reduciéndose el número de directores desde cinco integrantes hasta un total de tres. Entre los últimos cambios en gobierno corporativo destaca en agosto 2023 el nombramiento de Patricio Herman y Gabriel Atria en los cargos de gerente general y gerente corporativo de finanzas, respectivamente, en reemplazo de Jaime Wilhelm y Claudio Tessada. Adicionalmente, y tras el fallecimiento de don Humberto Fischer, en diciembre 2023 asumió en su reemplazo en la mesa directiva Francisco Lepeley en calidad de director independiente.

Respecto a algunos hechos relevantes del último año, en [abril de 2023](#) emitimos nuestra opinión sobre el término del *merger agreement* entre Enjoy y Dreams, dando cuenta que con este cese de negociaciones se despejaba una variable relevante sobre el futuro crediticio de ambos operadores, incrementando las probabilidades de Dreams de optar a una mayor clasificación (sujeto a la persistencia de su buen *performance* y conservadora política financiera), lo que finalmente ocurrió en [diciembre de 2023](#), tras la profundización de su mejora operacional y desapalancamiento.

Industria del juego en Chile

Sector expone un *performance* operacional estable luego del período de pandemia, con un ambiente competitivo de mayor certidumbre tras licitaciones y adjudicaciones de importantes plazas de juegos

Las expectativas 2023 de ICR sobre la industria de Casinos de Juego, apuntaban a un sector cuyo *performance* estaría desafiado por una reducción de márgenes y por una eventual modificación de la estructura competitiva generada tanto por el *merger agreement* de Enjoy-Dreams que se encontraba pendiente de aprobar, como por los procesos licitatorios que se estuvieron desarrollando.

El año 2024, por su parte, inicia con mayor grado de certidumbre, dado que la renovación de los permisos de operación de los principales incumbentes por 15 años implicó alargar el *duration* de las licencias y operar con una base de activos cierta, aun cuando ello no asegure niveles de rentabilidad de las respectivas sociedades operativas. Con el término del *merger agreement* de Enjoy y Dreams, por su parte, la estructura competitiva que ha prevalecido la última década prácticamente se mantiene, pero se acentúa la dependencia de Enjoy a la ejecución de un plan de negocios de gran envergadura, que fortalezca su liquidez y su solvencia y que, eventualmente, podría concluir en modificaciones en la estructura societaria del sector.

Respecto al rendimiento del sector, hasta octubre de 2023 se observó un crecimiento de ingresos (+3,5%), pero con una moderación del gasto promedio (-11,3%), aunque con un número de visitas prácticamente normalizado respecto al período comparativo prepandemia, todo lo anterior, alineado con nuestra expectativa de rendimiento del sector para el año 2023.

Para 2024, en tanto, esperamos que el sector se desarrolle bajo un ambiente operativo estable, esto es, enfocado en la rentabilización de las respectivas plazas y con desembolsos de Capex que no deberían debilitar financieramente a la industria.

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda.	100,00%
Inversiones Agrícolas Ltda.*	0,00%

Fuente: Información CMF a diciembre de 2023

* Inversiones Agrícolas Ltda. posee 1 acción de un total de 13.704.961.

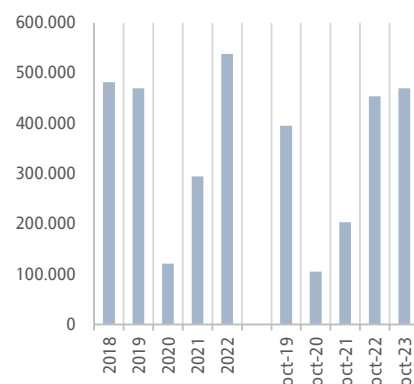
DIRECTORIO

Claudio Fischer L.	Presidente
Enrique Cibié B.	Director
Francisco Lepeley C.	Director

Fuente: CMF

Alta demanda generó ingresos históricos para el sector de casinos de juego en 2022, pero *performance* tiende a normalizarse en 2023

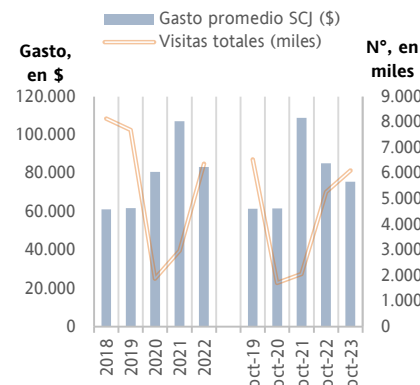
Evolución ingresos brutos del juego, industria de casinos (MM\$)



Fuente: SCJ

Alto gasto promedio de los clientes en casinos de juego comienza a disiparse en 2023, pero con un número de visitas en niveles prepandemia

Evolución número de visitas (miles, incluye municipales) y gasto promedio casinos SCJ (\$)



Fuente: SCJ

Clasificación de riesgo del negocio: **A**

Renovación de las licencias de operación en la postulación 2021, 2022 y 2023, genera cierto grado de certidumbre a la base de ingresos de Dreams para los próximos 15 años

Consideramos que las renovaciones de las plazas de juego de Dreams generan certidumbre a su base de ingresos de largo plazo, sobre todo tras la renovación de la operación de Monticello (que aporta EBITDA relevante a la compañía), y la adjudicación de Talca como nueva fuente generadora de flujo, lo que incidiría positivamente en su *market share* luego que entre en operación el respectivo Proyecto Integral ubicado en la Región del Maule.

Opinamos que los resultados de los procesos licitatorios dan cuenta de un ambiente regulatorio relativamente favorable para los incumbentes, asegurando escala, mas no rentabilidad. De todas formas, destacamos positivamente que las operaciones licenciadas hace 15 años bajo la Ley 19.995 hayan sido en el último tiempo renovadas por Dreams bajo niveles controlados de Capex y de ofertas económicas, resguardando con ello el flujo de caja de la compañía y los márgenes de largo plazo.

Dentro de las aristas regulatorias pendientes, se encuentra la reanudación de un nuevo proceso de adjudicación de la licencia de Puerto Varas, luego de la [revocación a Enjoy](#), sobre lo cual no han existido nuevos antecedentes. Paralelamente, si bien la Ley N° 19.995 prohíbe la operación de juegos de azar en línea en Chile, en la práctica se observó que una serie de plataformas de juego online estuvieron operando sin regulación, lo que derivó en iniciativas para modificar la normativa actual de modo tal que permitiera incluir este tipo de apuestas para los Casinos de Juego.

Si bien nuestra opinión sobre este último punto es positiva toda vez que permitiría a los actuales incumbentes expandir su negocio y, eventualmente, cubrir un público objetivo complementario al de los Proyectos Integrales sin una inversión material que impacte negativamente la solvencia, tampoco existen antecedentes que presuman que pueda generarse el cambio normativo en cuestión al corto plazo, por lo que de momento hemos excluido dentro de nuestras expectativas sectoriales de 2024 este antecedente, ratificando el rating del pilar del negocio relacionado a **Regulación / Competencia**.

Escenario de acotado crecimiento esperado para 2024 para las principales economías en las cuales participa Dreams, no cambia nuestra opinión de corto plazo respecto a la buena ubicación de sus operaciones

El ejercicio 2023 fue un año complejo en términos macroeconómicos para gran parte de las economías, capturando altos niveles inflacionarios, decrecimientos del producto interno bruto y condiciones de financiamiento poco atractivas para empresas y hogares. Pese a ello, y considerando que se proyectaba que esto fuera transitorio conforme se reducía la brecha de los desequilibrios macroeconómicos, en nuestra última Reseña Anual de 2023 decidimos ratificar nuestra opinión sobre la buena ubicación de las operaciones de juego de Dreams, dando cuenta que Chile sigue representando menor riesgo relativo que el resto de los países de la región.

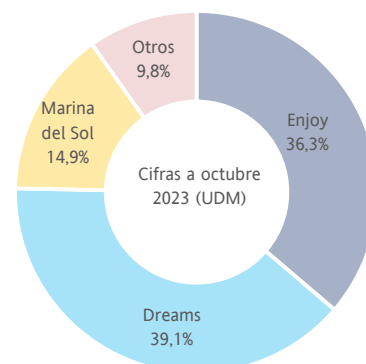
Para 2024, en tanto, las estimaciones del Banco Central de Chile consideran un leve crecimiento de entre 1,25%-2,25% según el último Informe de Política Monetaria (IPoM) y de 2% según proyecciones de Moody's Investors Service, cifras también cercanas al 1,6% proyectado por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Es relevante indicar que si bien la participación del emisor en Argentina representa un mayor riesgo relativo que el resto de sus activos, el impacto en la solvencia de Dreams está categorizado como neutral por parte de ICR (de momento), dada su baja representatividad respecto al nivel de ingresos y EBITDA consolidados.

MATRIZ DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO DE DREAMS				
	A	BBB	BB	B
Regulación / Competencia				
Ubicación				
Características de los activos				
Diversificación geográfica				
Eficiencia operacional				

Fuente: [metodología de casinos de juego](#), ICR.

En la industria local, Dreams se mantiene como el principal operador chileno, medido sobre win de los últimos doce meses

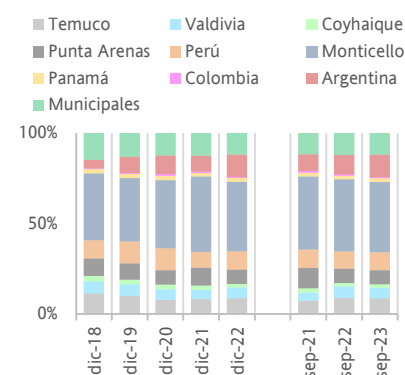
Participación de mercado por operador (%)



Fuente: SCJ

Alta diversificación de fuentes de ingresos, pero exposición a Monticello y a Chile siguen siendo significativas

Evolución composición de ingresos por plaza (%)



Fuente: La compañía

Lo anterior significa que no esperamos que al corto plazo se produzcan cambios estructurales en los factores que sostienen el pilar de clasificación de **Ubicación** de sus activos, por lo que, en esta oportunidad, estamos ratificando nuestra opinión sobre dicho factor.

Compañía es un actor relevante en una industria significativamente concentrada en Chile que requiere de una alta calidad de activos para desarrollar su negocio

En nuestra opinión, Dreams cuenta con activos de gran calidad potenciados, además, con las inversiones comprometidas en los procesos de renovación de sus plazas de Monticello (inicio licencia en octubre 2023), Temuco (inicio licencia en enero 2024), Valdivia (inicio licencia en febrero 2024) y Punta Arenas (inicio licencia en marzo de 2024), lo que se suma a la operación de Iquique (que continúa con obras paralizadas tras la designación del terreno como monumento histórico), y Puerto Varas (que sigue bajo la operación de Dreams, hasta que se adjudique a un nuevo operador en un nuevo proceso licitatorio).

Dreams opera 17 licencias y permisos de operación (7 en Chile, 7 en Perú, 1 en Argentina, 1 en Colombia y 1 en Panamá). Estos activos le permiten ser el primer operador en Chile, con una participación de 45,4% anualizada a octubre 2023, y generar un flujo positivo desde sus operaciones internacionales, generando la escala suficiente para concretar grandes compañías promocionales y el uso de nuevas tecnologías para mejorar los procesos y la eficiencia.

Dado que no existen cambios en este aspecto respecto a nuestra última evaluación, ratificamos los factores que sostienen los pilares de clasificación de **Características de los activos** y de **Diversificación geográfica**, bajo el supuesto que ambos se mantienen estables en los próximos 12-18 meses, dado que a esta fecha no existen antecedentes que arrojen probabilidades de lo contrario. Si bien esperamos que la adjudicación de la plaza de Talca contribuya positivamente en estos pilares del negocio, dado que la compañía ya presenta un alto grado de diversificación y de calidad de los activos, esta nueva licencia no modifica nuestra opinión al respecto.

Indicadores de rentabilidad de Dreams superan los niveles prepandemia

Hasta antes de la pandemia por COVID-19, Dreams tenía altos márgenes respecto a sus competidores y al tipo de casinos que opera, los que tuvieron disminuciones ocasionales al momento de incorporar operaciones con menores márgenes, como es el caso de Perú y Argentina.

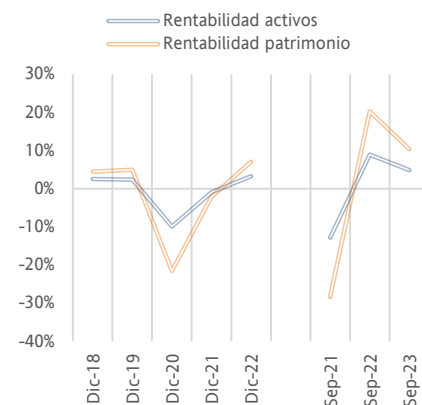
Como consecuencia del período que se mantuvieron cerradas las operaciones, sumado al mecanismo parcial de reapertura, la compañía cerró el 2020 con los menores márgenes de su trayectoria, los que comenzaron a recuperarse sólo parcialmente durante el 2021, para finalmente posicionarse en un nivel récord en 2022. Si bien hasta septiembre de 2023 estos habían disminuido en relación con la alta base de comparación que significó el año anterior, superan holgadamente los niveles de rentabilidad previos a la pandemia, lo que incidió positivamente en los factores del negocio asociados al pilar de **Eficiencia Operacional**, implicando una modificación positiva en dicho ámbito respecto a nuestra última [Reseña Anual](#) emitida en enero de 2023.

Evaluación de la fortaleza financiera: Adecuada

A septiembre 2023, performance operacional de Dreams permite cubrir holgadamente sus desembolsos asociados a inversión y financiamiento

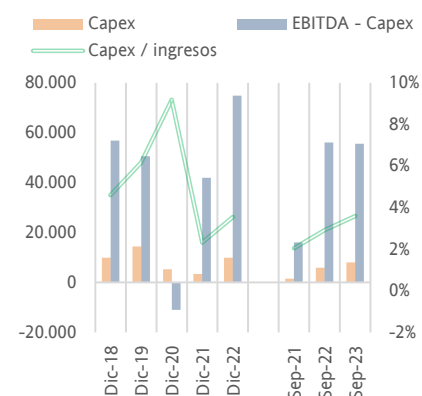
Dreams cerró los 9M-23 con un resultado del ejercicio de \$22.106 millones, que contrasta positivamente con la ganancia de \$12.215 millones del mismo período del año anterior

ROA y ROE se redujeron en los 9M-23, dada la alta base de comparación 2022, pero superan holgadamente rentabilidades prepandemia
Evolución ROE y ROA (%)



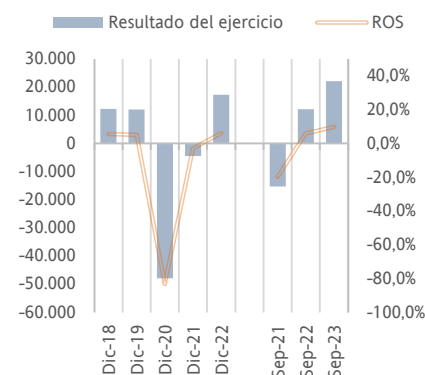
Fuente: Elaboración propia

Nivel de inversión cubierto holgadamente con generación operacional, con un EBITDA neto de Capex consistentemente positivo (salvo en 2020)
Evolución Capex (MM\$), EBITDA ajustado de inversiones (MM\$) y Capex/Ingresos (%)



Fuente: Elab. propia en base a EEFF

Resultado del ejercicio de los 9M-23 influido por los mejores resultados por diferencias de cambio, unidades de reajuste y mayor EBITDA
Evolución resultado del ejercicio (MM\$) y rentabilidad sobre las ventas (ROS, %)

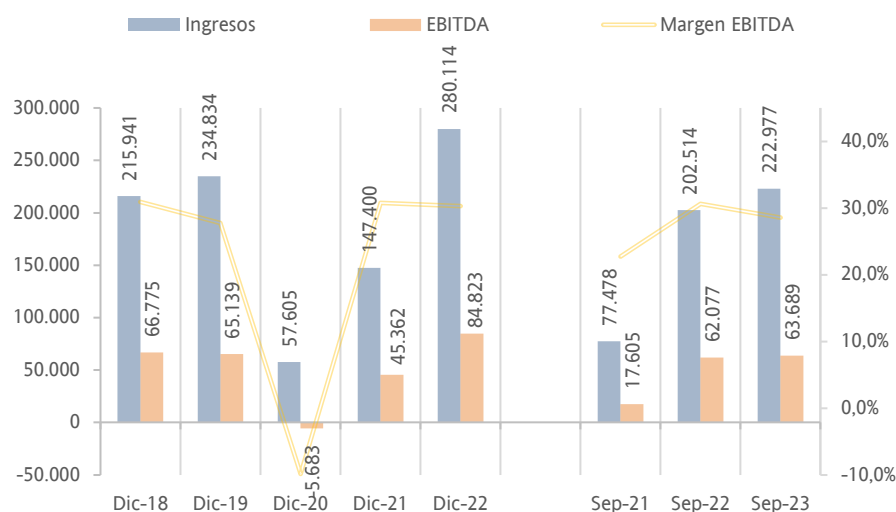


Fuente: Elab. propia en base a EEFF

(+81%), reflejando en ella un crecimiento de ingresos de 10,1%, pero con una estructura de costos y gastos influida por la variación del IPC y por los mayores esfuerzos de la compañía por generar demanda. Con ello, el EBITDA¹ se mantuvo relativamente estable respecto al mismo período del año anterior (+2,6% equivalente a \$1.612 millones), pero con un margen EBITDA que convergió a su trayectoria histórica, en línea con lo que habíamos anticipado en nuestras evaluaciones previas, retrocediendo desde un margen EBITDA de 30,7% en los 9M-22 hasta 28,6% en los 9M-23.

Performance operacional de Dreams continúa creciente, pero con un margen EBITDA normalizado a su rango prepandemia

Evolución ingresos consolidados (MM\$), EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)



Fuente: Estados financieros

En cuanto a los resultados no operacionales del Estado de Resultado, si bien hubo un mayor gasto financiero neto a septiembre 2023 (+\$1.149 millones), esto fue completamente mitigado por el mejor resultado por diferencias de cambio (+\$4.358 millones) y unidades de reajuste (+\$9.387 millones).

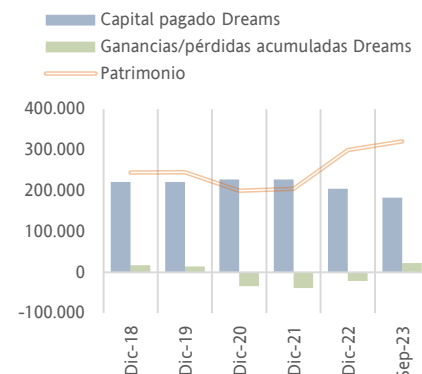
En cuanto al Estado de Flujo de Efectivo, Dreams mejoró 88,4% (+\$32.139 millones) el flujo operacional tras un crecimiento en la recaudación (+\$21.360 millones) y producto de la devolución de impuestos de \$2.587 millones que contrasta con el pago de impuesto de \$19.768 millones del mismo período del año anterior. Ambos efectos, permitieron contrarrestar del todo los mayores pagos a proveedores (+\$14.526 millones), el préstamo de la compañía a su accionista mayoritario por \$15.000 millones, el Capex del período y los desembolsos correspondientes a sus obligaciones financieras, incluyendo arrendamientos.

A septiembre 2023, los principales indicadores de solvencia de Dreams expusieron mayor solidez que en los períodos previos a la pandemia

El stock de deuda financiera² llegó a \$170.556 millones a septiembre de 2023 (excluyendo pasivos por NIIF 16), lo que representa una reducción de 6,7% respecto al cierre de 2022, influida por la alta generación operacional del emisor, que permitió cubrir sus obligaciones en términos y plazos pactados.

Disminuciones de capital no alcanzan a ser suficientemente significativas para debilitar patrimonialmente a la compañía

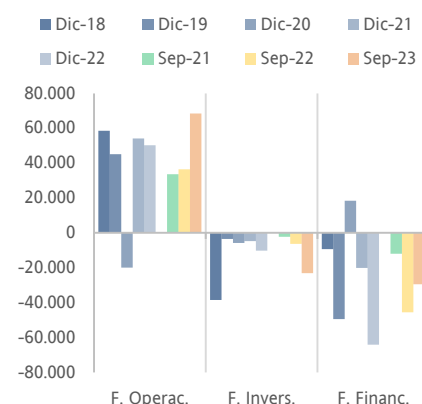
Evolución capital pagado, ganancias/pérdidas acumuladas y patrimonio (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Alta generación operacional permitió cubrir holgadamente obligaciones financieras, Capex y préstamo relacionado

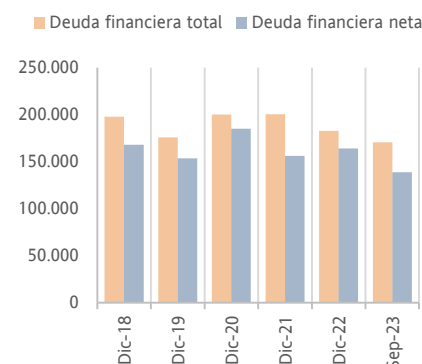
Evolución Estado de Flujo de Efectivo (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Alta generación operacional incide positivamente en la capacidad de desapalancamiento de la compañía

Evolución deuda financiera y deuda financiera neta (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Lo anterior, complementado de un nivel patrimonial que se fortaleció tras el mayor resultado del ejercicio, contribuyeron en el avance satisfactorio que tuvo Dreams en sus indicadores de solvencia, lo que influyó en la mejora de clasificación que materializamos en [diciembre 2023](#).

Así, el emisor expone mejora en sus ratios tanto de leverage, como de deuda financiera neta sobre EBITDA y de liquidez, siendo el indicador de cobertura de gastos financieros netos el único que retrocedió en este escenario de mayores tasas, pero sigue ubicándose cercano a 10 veces. Según nuestras expectativas, las obligaciones de la compañía de los siguientes doce meses estarían cubiertas, sin la necesidad de renovación de deuda.

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

Indicadores	2018	2019	2020	2021	2022	Sep-23
Endeudamiento total ³	1,08	1,07	1,32	1,37	1,02	0,95
Endeudamiento financiero ⁴	0,81	0,72	1,00	0,98	0,61	0,53
Endeudamiento financiero neto ⁵	0,69	0,63	0,93	0,76	0,55	0,43
Cobertura de gastos financieros netos ⁶	16,26	9,43	-0,78	5,66	10,20	9,13
Deuda financiera neta sobre EBITDA ⁷	2,52	2,36	-32,59	3,45	1,94	1,61
Razón circulante ⁸	1,72	1,61	1,15	0,75	0,73	1,10
Razón ácida ⁹	1,67	1,56	1,13	0,73	0,70	1,06

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

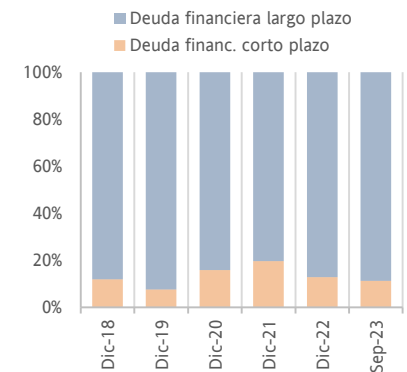
Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente la línea de bonos N° 737 (series D, E) que, en nuestra opinión, la estructura del contrato de emisión, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de *default*, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

Obligaciones financieras de Dreams concentradas mayoritariamente al largo plazo

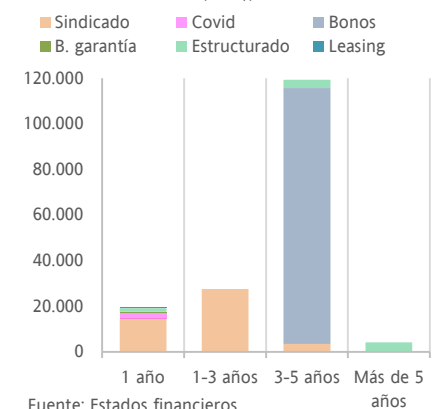
Evolución estructura de la deuda (%)



Fuente: Elab. propia en base a EEFF

Obligaciones financieras contemplan deuda estructurada que se va amortizando conforme a su calendario de pagos

Perfil de amortización (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Principales características de la línea de bonos vigente

Línea 737	
Fecha inscripción	21-nov-12
Plazo (años)	30
Monto inscrito	UF 5.000.000
Monto colocado vigente	UF 3.100.000
Series vigentes	D, E

Fuente: Elaboración propia con información de CMF a noviembre 2023.

El contrato de emisión contempla dos *covenants* de los cuales, el de DFN/EBITA se flexibilizó en el período de pandemia, a raíz de la imposibilidad de operar que tuvo el sector de casinos de juego. En diciembre de 2021, Dreams retomó la medición de su *covenant* de DFN/EBITDA, pero en un nivel de 7,0 veces luego de cinco trimestres sin medición (entre el 3Q-20 y el 3Q-21, inclusive), según lo aprobado en Junta de Tenedores de Bonos de octubre de 2020. La restricción original de 4,5 veces para dicho *covenant*, se retomó en el 1Q-22, período desde el cual se dejaron de medir los dos *covenants* adicionales exigidos mientras durara el *waiver* (deuda financiera máxima de \$270.000 millones y capital mínimo de \$168.000 millones), según el siguiente detalle:

Principales resguardos financieros bonos

<i>Covenant</i>	<i>Exigencia</i>	<i>Dic-22</i>	<i>Mar-23</i>	<i>Jun-23</i>	<i>Sep-23</i>
Deuda financiera consolidada neta / Patrimonio total	<=2,0 veces	0,55	0,53	0,49	0,43
Deuda financiera consolidada neta / EBITDA	<=4,5 veces	1,94	1,86	1,79	1,61

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

Respecto a las principales características de las dos series vigentes y colocadas, se tiene que:

Principales características de las series de bonos vigentes

	<i>Serie D</i>	<i>Serie E</i>
N° de inscripción	737	737
Fecha inscripción	04-may-18	30-jul-18
Plazo (años)	9,83	9,58
Monto inscrito	UF 2.500.000	UF 600.000
Monto colocado	UF 2.500.000	UF 600.000
Deuda vigente	UF 2.500.000	UF 600.000
Tasa emisión (%)	3,97%	3,92%
Vencimiento	15-mar-28	15-mar-28

Fuente: Elaboración propia con información CMF (noviembre 2023) y LVA Índices.

Evolución de ratings**Evolución clasificaciones**

<i>Fecha</i>	<i>Solvencia</i>	<i>Bonos</i>	<i>Tendencia</i>	<i>Motivo</i>
21-jun-19	A-	A-	Positiva	Cambio de tendencia (anuncio eventual fusión con Marina del Sol)
25-nov-19	A-	A-	Positiva	Hecho relevante (aumento de deuda)
31-ene-20	A-	A-	Positiva	Reseña anual
27-feb-20	A-	A-	Estable	Cambio de tendencia (anuncio fin negociaciones con Marina del Sol)
23-mar-20	A-	A-	Negativa	Cambio de tendencia (Coronavirus)
09-jul-20	BBB+	BBB+	Estable	Cambio de clasificación (Coronavirus)
25-ago-20	BBB+	BBB+	Estable	Hecho relevante (Cambio estructura societaria)
23-oct-20	BBB+	BBB+	Estable	Ratificación de clasificación (revisión avance coronavirus)
26-ene-21	BBB+	BBB+	Estable	Reseña anual
30-abr-21	BBB	BBB	En Observación	Cambio de clasificación (Coronavirus)
30-sep-21	BBB	BBB	Positiva	Cambio de tendencia
05-oct-21	BBB	BBB	Positiva	Hecho relevante (eventual fusión con Enjoy)
31-dic-21	BBB+	BBB+	Positiva	Cambio de clasificación
31-ene-22	BBB+	BBB+	En Observación	Reseña anual con cambio de tendencia
29-dic-22	A-	A-	En Observación	Cambio de clasificación
27-ene-23	A-	A-	En Observación	Reseña anual
12-abr-23	A-	A-	En Observación	Hecho relevante (término del <i>merger agreement</i> e investigación a incumbentes)
29-dic-23	A	A	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
31-ene-24	A	A	Estable	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR. Más detalle del evolutivo de rating en [Dreams S.A. - ICR Chile](#)

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

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-21 (reexp.) ¹⁰	dic-22	sep-22	sep-23
Activos corrientes	105.305	92.284	69.786	99.277	63.174	57.486	61.872	84.378
Activos no corrientes	404.473	414.518	392.151	385.768	421.871	548.401	456.209	541.659
Activos totales	509.777	506.802	461.937	485.045	485.045	605.887	518.081	626.037
Efectivo y equivalentes	29.758	22.492	14.798	43.710	44.081	18.640	28.126	31.720
Pasivos corrientes	61.291	57.284	60.441	84.719	84.719	78.280	86.555	76.694
Pasivos no corrientes	203.720	204.213	202.031	195.852	195.852	228.028	203.166	228.833
Pasivos totales	265.011	261.497	262.472	280.571	280.571	306.308	289.720	305.527
Deuda financiera corriente	23.530	13.345	31.696	39.397	39.397	23.392	34.954	19.258
Deuda financiera no corriente	174.271	162.668	168.326	161.046	161.046	159.463	160.924	151.298
Deuda financiera total	197.801	176.013	200.021	200.443	200.443	182.855	195.878	170.556
Deuda financiera neta	168.043	153.522	185.224	156.732	156.362	164.215	167.752	138.836
Patrimonio	244.766	245.306	199.466	204.473	204.473	299.579	228.361	320.511
Ingresos de explotación	215.941	234.834	57.605	144.597	147.400	280.114	202.514	222.977
Gastos financieros	6.717	7.781	7.943	8.514	8.514	9.659	7.022	8.669
Utilidad/pérdida del ejercicio	12.345	12.128	-47.945	-4.404	-4.404	17.318	12.215	22.106
EBITDA	66.775	65.139	-5.683	46.036	45.362	84.823	62.077	63.689
Margen EBITDA (%)	30,9%	27,7%	-9,9%	31,8%	30,8%	30,3%	30,7%	28,6%
Flujo operacional	58.515	45.172	-19.965	54.132	54.165	50.285	36.354	68.493
Flujo inversión	-38.472	-3.534	-5.882	-4.711	-4.711	-10.212	-6.337	-23.162
Flujo financiamiento	-9.269	-49.390	18.318	-20.186	-20.186	-64.189	-45.646	-29.568

¹ EBITDA = Ingreso de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización.

² Deuda financiera = Otros pasivos financieros + Otros pasivos no financieros.

³ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁴ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.

⁵ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

⁶ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

⁷ Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera – Efectivo y Equivalentes) / EBITDA 12 meses.

⁸ Razón circulante = Activo corriente / Pasivo corriente.

⁹ Razón ácida = (Activo corriente – inventarios) / Pasivo corriente.

¹⁰ Hasta los EEFF del 4Q-21, Dreams contabilizaba su operación de Panamá como disponible para la venta. Dado que el plazo para contabilizarla como tal expiró sin que dicha transacción se concretara, desde los EEFF del 1Q-22 se volvió a consolidar la operación y, para efectos comparativos, las cifras de 2021 fueron reexpresadas para mejor entendimiento de la situación financiera del emisor.

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

La clasificación de riesgo de un instrumento comprenderá tres etapas: (1) la clasificación de riesgo de la industria (CRI); (2) la clasificación de riesgo del emisor y; (3) la clasificación de riesgo del instrumento, que combina los aspectos evaluados en las dos primeras etapas con el análisis de las características específicas de la emisión.

El análisis de una industria permite conocer los principales factores que impactan en su riesgo. Una vez conocidos estos factores, se genera una matriz de clasificación, que permite encasillar a la empresa en un determinado nivel de riesgo. La evaluación de los distintos factores permitirá asignar la clasificación de riesgo del negocio, es decir, la clasificación de riesgo de la compañía dentro de su industria, sin considerar el riesgo financiero, donde el rango de escalas dependerá del riesgo relativo de cada industria.

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación por parte de ICR del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de: (1) el rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios y (en caso de ser relevante) secundarios, establecidos en la matriz y en la metodología; y (2) la evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios y (en caso de ser relevante) adicionales. Los dos componentes, del negocio y financiero, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez se encuentre muy ajustada.

Una vez determinada la solvencia, ésta es utilizada como base para determinar la clasificación de riesgo de un instrumento específico. En aquellos casos en los cuales el instrumento tenga resguardos adicionales para los Tenedores, su clasificación de riesgo podría ser superior al de su solvencia.

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy 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.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO EMITIDAS POR INTERNATIONAL CREDIT RATING COMPAÑÍA CLASIFICADORA DE RIESGO LIMITADA ("ICR") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE ICR RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE LOS EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE ICR INCLUIR OPINIONES ACTUALES RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE EMISORES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. ICR DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD DE UN EMISOR DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CLASIFICACIÓN DE ICR PUBLICADAS PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES CONTRACTUALES DE CARÁCTER FINANCIERO ENUNCIADAS EN LAS CLASIFICACIONES DE ICR. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO, PERO NO LIMITADO A: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y DEMAS OPINIONES, INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE ICR, NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORÍA FINANCIERA O DE INVERSIÓN, COMO TAMPOCO SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA COMPRAR, VENDER O CONSERVAR VALORES DETERMINADOS. TAMPOCO LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE ICR CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSIONISTA EN PARTICULAR. ICR EMITE SUS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE ICR, AL IGUAL QUE LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSIONISTAS MINORISTAS Y PODRÍA SER INCLUSO TEMERARIO E INAPROPIADO, POR PARTE DE LOS INVERSIONISTAS MINORISTAS TOMAR EN CONSIDERACIÓN LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO DE ICR O LAS PUBLICACIONES DE ICR AL TOMAR SU DECISIÓN DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA CONTACTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE ICR.

LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE ICR NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO *BENCHMARK*, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN *BENCHMARK*.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por ICR a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se provee "TAL COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al emitir una clasificación de riesgo sea de suficiente calidad y de fuentes que ICR considera fiables, incluidos, en su caso, fuentes de terceros independientes. Sin embargo, ICR no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de clasificación o en la elaboración de las publicaciones de ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes y proveedores no asumen ninguna responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores fuera notificado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo pero no limitativo: (a) pérdidas actuales o ganancias futuras o (b) pérdidas o daños ocasionados en el caso que el instrumento financiero en cuestión no haya sido objeto de clasificación de riesgo otorgada por ICR.

En la medida en que las leyes así lo permitan, ICR y sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores no asumen ninguna responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo, pero no limitativo, a negligencia (excluido, no obstante, el fraude, una conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de ICR o cualquiera de sus directores, ejecutivos, empleados, agentes, representantes, licenciantes o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

ICR NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CLASIFICACIONES DE RIESGO Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN ENTREGADA O EFECTUADA POR ESTA EN FORMA ALGUNA.

En cuanto a la certificación de los Modelos de Prevención de Delitos, que es un servicio que ICR presta, ICR declara que ni ésta ni ninguna persona relacionada, ha asesorado en el diseño o implementación del Modelo de Prevención de Delitos a las personas jurídicas que están siendo certificadas o a una entidad del grupo empresarial al cual ellas pertenecen. Al mismo tiempo, declara que tampoco forma parte de dicho grupo empresarial. Toda la información contenida en este documento se basa en la información pública presentada a la Comisión para el Mercado Financiero ("CMF"), a las bolsas de valores, información proporcionada voluntariamente por el emisor y obtenida por ICR de fuentes que estima como correctas y fiables.

Atendida la posibilidad de errores humanos o mecánicos, así como otros factores, sin embargo, toda la información contenida en este documento se proporciona "TAL COMO ESTÁ" sin garantía de ningún tipo.

ICR adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al certificar un Modelo de Prevención de Delitos sea de calidad suficiente y de fuentes que la ICR considera fiables incluyendo, cuando corresponde, fuentes de información de terceros independientes. No obstante, ICR no es un auditor y no puede en todos los casos verificar o validar de forma independiente la información recibida en este proceso o en la preparación de su certificación.