

## **Dreams S.A.**

Anual desde Envío Anterior

### ANALISTAS:

Laura Ponce

Patricio Del Basto

Aldo Reyes

[laura.ponce@humphreys.cl](mailto:laura.ponce@humphreys.cl)

[patricio.delbasto@humphreys.cl](mailto:patricio.delbasto@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

### FECHA

Noviembre 2025

Categoría de riesgo <sup>1</sup>	
Tipo de instrumento	Categoría

Bonos y línea de bonos **A**  
Tendencia **Estable**

EEFF base 30 de junio de 2025

#### Número y fecha de inscripción de emisores de deuda

Línea de bonos N° 737 de 21.11.2012  
Serie D (BDRMS-D) Segunda emisión  
Serie E (BDRMS-E) Tercera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Ingresos de actividades ordinarias	57.605.198	147.400.455	280.114.373	311.841.657	280.100.746	127.922.539
Costo de ventas	-65.208.362	-88.043.345	-151.925.805	-178.619.083	-158.437.786	-73.617.499
<b>Margen bruto</b>	<b>-7.603.164</b>	<b>59.357.110</b>	<b>128.188.568</b>	<b>133.222.574</b>	<b>121.662.960</b>	<b>54.305.040</b>
Gastos de administración	-26.480.354	-41.904.559	-72.220.271	-75.881.741	-72.586.532	-34.509.817
Otras ganancias (pérdidas)	-13.466.796	-5.391.595	-5.789.471	-9.315.175	-4.470.117	-2.673.891
Costos financieros	-7.942.921	-8.513.784	-9.658.982	-11.397.558	-10.975.454	-4.171.148
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>-47.944.584</b>	<b>-4.403.980</b>	<b>17.317.967</b>	<b>26.538.426</b>	<b>20.620.695</b>	<b>8.221.794</b>
EBITDA <sup>2</sup>	-5.683.238	46.106.521	84.823.311	86.892.285	73.995.115	30.289.177

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
M\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Activos corrientes	69.786.200	63.173.665	57.486.356	61.042.808	58.430.690	77.224.058
Activos no corrientes	392.151.182	421.871.206	548.400.986	513.675.194	539.951.471	498.185.483
<b>Total activos</b>	<b>461.937.382</b>	<b>485.044.871</b>	<b>605.887.342</b>	<b>574.718.002</b>	<b>598.382.161</b>	<b>575.409.541</b>
Pasivos corrientes	60.440.801	84.718.995	78.280.285	71.858.194	70.834.583	86.676.556
Pasivos no corrientes	202.030.727	195.852.415	228.027.981	200.129.454	205.902.896	180.890.933
Patrimonio	199.465.854	204.473.461	299.579.076	302.730.354	321.644.682	307.842.052
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>461.937.382</b>	<b>485.044.871</b>	<b>605.887.342</b>	<b>574.718.002</b>	<b>598.382.161</b>	<b>575.409.541</b>
Deuda financiera	212.442.592	213.080.060	192.514.835	189.735.297	184.609.205	160.478.118

<sup>1</sup> Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29-02-2024).

<sup>2</sup> EBITDA calculado como resultado bruto – gastos de administración + depreciación y amortización.

# Opinión

## Fundamentos de la clasificación

**Dreams S.A. (Dreams)** es una compañía que opera desde el año 2008 en la construcción y explotación de casinos, hoteles y restaurantes. A la fecha de clasificación, la firma cuenta con siete unidades de negocio en el país, en las ciudades de Iquique, Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas, Coyhaique y Punta Arenas, ocho en Perú (Lima / Tacna / Cusco), cuatro en Colombia (Cartagena de Indias y Bogotá), una en Panamá (Punta Pacífica) y una en Argentina (Mendoza).

Durante junio de 2025, la compañía presentó ingresos por \$ 127.923 millones, con un EBITDA de \$ 30.289 millones. A la misma fecha poseía activos por \$ 575.409 millones, con un total de deuda financiera de \$ 160.478 millones.

Entre los principales fundamentos que sostienen la clasificación de riesgo de los bonos en “Categoría A” se consideran las características propias del negocio, la cuales en períodos de normalidad le han permitido operar con un margen EBITDA relativamente elevado. 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.

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 como por las expectativas de incremento a futuro.

Además, se considera como un factor relevante la amplia experiencia operativa y el sólido posicionamiento del equipo profesional de **Dreams** en el mercado de casinos, lo que refuerza su capacidad para mantener estándares de gestión y competitividad en la industria.

Finalmente, cabe señalar que la compañía posee un alto nivel de inversiones inmobiliarias (91,5% del activo) lo cual entrega cierta flexibilidad financiera, ya que son activos que pueden ser entregados en garantía, son susceptibles de operaciones de *leaseback* o, en casos extremos, pueden ser enajenados.

En contraposición, se toma en consideración la modalidad del título de deuda –*bullet*– con vencimiento en 2028, lo cual conlleva el riesgo de refinanciamiento, no obstante, este riesgo se ve atenuado, dado que los flujos se generan principalmente por los casinos bajo la Ley 19.995, licencias que fueron renovadas, incluyendo Monticello, en agosto de 2022 por 15 años; por tanto, su próxima renovación sería posterior al vencimiento del bono.

En términos contingentes, es importante señalar que la FNE ha presentado una acusación en contra de la compañía, situación que involucraría el casino Monticello, recomendando que se inicie un nuevo proceso

de licitación para las licencias involucradas, si bien esto perjudicaría fuertemente a **Dreams**, en particular por el vencimiento del bono *bullet*, se trata de un proceso que aún está en una etapa preliminar, que, en los hechos, no ha conllevado ningún dictamen de las autoridades competentes.

En línea con lo anterior, la clasificación de riesgo se ve restringida por la constatación de que la compañía se encuentra expuesta a la no renovación de sus concesiones. Sin perjuicio de lo anterior, no se desconoce que la empresa podría participar en nuevas licitaciones de casinos y adjudicarse alguna de ellas, tal como lo ha hecho en los años anteriores.

Otro factor que influye favorablemente es que en noviembre de 2023 **Dreams** se adjudicó la operación del casino de juego de la comuna de Talca.

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 (alrededor del 47,0%), situación que genera una mayor exposición de **Dreams** frente a una concesión en particular. No obstante, se reconocen los esfuerzos de la compañía por diversificar sus fuentes de ingresos, mediante la adquisición de nuevos negocios.

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 se califica “*Estable*”, debido a que no se observan elementos que en el mediano plazo que puedan incidir negativamente en la clasificación asignada.

En términos de ESG<sup>3</sup>, la compañía presenta una estrategia de sostenibilidad que toca temas como liderazgo transparente y ético; operación sostenible; desarrollo de la comunidad; gestión del capital humano; compromiso con el cliente y el entretenimiento.

#### Resumen Fundamentos Clasificación

##### Fortalezas centrales

- Elevada generación de EBITDA en relación con su ingreso.
- Legislación que regula la oferta.

##### Fortalezas complementarias

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

##### Fortalezas de apoyo

- Fortaleza negocio inmobiliario.
- Controlado endeudamiento para importancia de activos inmobiliarios.
- Experiencia y formación de los equipos profesionales.

##### Riesgos considerados

- Potencial pérdida de concesiones (probabilidad no menor, de alto impacto en caso de materializarse).
- Riesgo de refinanciamiento.
- Alta concentración de sus flujos en algunos de sus casinos (riesgo medio).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).

<sup>3</sup> Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés Environmental, Social, Governance).

## Hechos recientes

### Resultados a junio 2025

En términos nominales, en los primeros seis meses de 2025, **Dreams** obtuvo ingresos de actividades ordinarias por \$ 127.923 millones, lo que implica una disminución de 7,1% respecto del mismo período del año anterior, debido a menores ingresos en el segmento hotel, afectado por la menor ocupación en Mendoza, y al impacto del ajuste por hiperinflación en Argentina, parcialmente compensados por un mejor desempeño en el segmento Casino y en Alimentos y Bebidas.

Por su parte, los costos de venta disminuyeron 4,0% en comparación con el primer semestre de 2024, alcanzando \$ 73.618 millones, mientras que los gastos de administración y ventas se redujeron 3,5%, situándose en \$34.510 millones.

El EBITDA de la compañía fue de \$ 30.289 millones, un 18,7% inferior al registrado en igual período de 2024. La deuda financiera de la compañía finalizó en \$ 160.478 millones lo que representa una disminución de 13,1% respecto de diciembre de 2024, con un patrimonio por \$ 307.842 millones.

### Resultados a diciembre 2024

En términos nominales, en 2024, los ingresos por actividades ordinarias alcanzaron \$ 280.101 millones, registrando una disminución de 10,2% respecto de 2023, principalmente por un menor desempeño en el cuarto trimestre, afectado por la baja en los ingresos de casino y hotel en Argentina, mientras que en Chile se observó un aumento de 2% impulsado por un mayor *Coin In*. Los ingresos de alimentos y bebidas crecieron 4,3% en el período.

Los costos de venta disminuyeron 11,3%, totalizando \$ 158.438 millones, debido al efecto comparativo con 2023 y a mayores depreciaciones y amortizaciones. Los gastos de administración bajaron 8,7%, alcanzando \$ 72.587 millones, reflejando medidas de eficiencia y control de gastos, especialmente en personal y servicios externos.

El EBITDA de la compañía fue de \$ 73.995 millones, disminuyendo un 14,8% lo observado a diciembre de 2022. La deuda financiera de la firma llegó a los \$ 184.609 millones, lo que significó una disminución de 2,7% respecto de 2024, con un patrimonio de \$ 321.645 millones.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría A

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

## Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Alta generación de EBITDA:** La compañía presenta una elevada capacidad de generación de EBITDA en relación con su negocio. Tras la pandemia, su margen EBITDA alcanzó niveles cercanos al 31,0%, superior al de su principal competidor con información pública, considerando que los casinos comenzaron a reabrir en julio de 2021 y que previamente la compañía registraba un EBITDA negativo. A junio de 2025, el margen se ubica en 24,7%, nivel similar al histórico y aún superior al de su principal competidor en el mismo período.

**Fortaleza de negocio inmobiliario:** Las operaciones de la compañía presentan ciertas características del negocio inmobiliario, puesto que implican una elevada inversión inmobiliaria. A junio de 2025, los activos fijos de la empresa bordeaban los \$ 421 mil millones y la deuda financiera alcanzaba los \$ 161 mil millones.

**Potencial de crecimiento del negocio del juego:** El mercado de casinos y juegos de azar en Chile muestra un potencial de expansión relevante. Según Statista, se proyecta que los ingresos presenten una tasa de crecimiento anual compuesta de 1,48% hacia el año 2030, con una penetración de usuarios que pasará del 29,9% en 2025 al 31,9% en 2030. El ingreso promedio por usuario en Chile se estima actualmente en US\$ 270. En comparación con economías desarrolladas, Estados Unidos exhibe un crecimiento anual compuesto de 4,83%, con una penetración que aumentará del 47,9% al 54,6% y un ingreso promedio por usuario de US\$ 379. Por su parte, el Reino Unido proyecta una penetración de usuarios que pasará del 47,8% al 49,8%, con un ingreso promedio por usuario aún más elevado de US\$ 460.

Las diferencias anteriores reflejan un amplio margen de crecimiento para Chile, tanto en adopción como en monetización del segmento. De concretarse este crecimiento potencial, **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, las 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 está indexada a la situación económica del país, la cual en el último tiempo se ha mostrado estable.

**Controlado endeudamiento:** **Dreams** tiene el 72,0% de los activos invertidos en propiedades, plantas y equipos, con un componente relevante de terrenos, edificios propios e infraestructura, es decir, bienes de largo plazo. Bajo esa perspectiva, se considera que la relación de pasivo total sobre patrimonio de 0,87 veces es compatible con su estructura de activo.

**Experiencia y formación de los equipos profesionales:** El equipo profesional de **Dreams** cuenta con elevada experiencia operativa y reconocimiento del mercado de casinos, considerando los más de 15 años de Nueva Inversiones Pacifico Sur en la industria, quienes controlarán el 99,99% de las acciones de la compañía, lo que la ha llevado a ser una marca reconocida en el mercado.

## Factores de riesgo

**Pérdida de concesiones:** La compañía enfrenta el riesgo asociado a la renovación de licencias de operación, lo que genera cierta incertidumbre respecto de sus flujos futuros. En el proceso de licitación municipal de 2018, **Dreams** perdió la concesión del casino de Puerto Varas, que actualmente continúa operando, aunque será nuevamente licitado debido al incumplimiento de plazos por parte de otro operador, existiendo probabilidades de que la empresa pueda recuperar su explotación.

Cabe señalar que recientemente **Dreams** renovó las licencias de sus concesiones de casinos regulados por la Ley N° 19.995 por un periodo de 15 años; sin embargo, este riesgo podría materializarse en el largo plazo. Asimismo, en noviembre de 2023, la compañía se adjudicó la operación del casino de juegos de Talca, que no administraba previamente.

**Concentración de flujos:** De acuerdo con la información proporcionada por la compañía, Dreams concentra una parte significativa de su generación de ingresos y EBITDA en el casino Monticello, que aportó el 47,0% de los ingresos y el 57,0% del EBITDA en el último periodo. No obstante, la empresa está implementando un plan de diversificación y crecimiento, que incluye nuevas inversiones en los últimos años, como la incorporación del casino de Talca, con el objetivo de reducir su dependencia de un solo activo.

**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

**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, la sociedad fusionó sus operaciones con las de Sun en Latinoamérica. La compañía se dedica a la administración de casinos y hoteles ubicados en Iquique, San Francisco de Mostazal, Temuco, Valdivia, Puerto Varas, Coyhaique y Punta Arenas; en el exterior mantiene presencia en Perú<sup>4</sup>, Colombia, Panamá y Argentina.

---

<sup>4</sup> En septiembre de 2025 **Dreams** vendió, a través de sus filiales en Perú, todos sus casinos en ese país a la empresa Gaming and Services S.A.C.



En junio de 2025, la propiedad de **Dreams** pertenecía a Nueva Inversiones Pacífico Sur Ltda. con una participación del 99,99% de las acciones.

**Dreams** presta varios servicios en las diferentes instalaciones que tiene. A junio de 2025 contaba con lo que se enuncia en la Tabla.

UNIDAD	Total
Máquinas de Azar	4.479
Mesas de Juego	224
Habitaciones	547
Hotel	6

## Composición de los flujos

La compañía centra su actividad en la operación de casinos, complementando este negocio con los segmentos de alimentos y bebidas, hotelería e inmobiliaria. En términos de generación de ingresos, el negocio del juego constituye la principal fuente, aportando un 78,0% del total, seguido por alimentos y bebidas con un 12,0% y hotelería con un 10,0%. Dentro del segmento de casinos, Monticello destaca como el principal contribuyente, representando un 47,0% de los ingresos a junio de 2025, mientras que ningún otro casino supera el 10,0%. En cuanto a la generación de EBITDA, Monticello aporta un 56,0% del total consolidado.

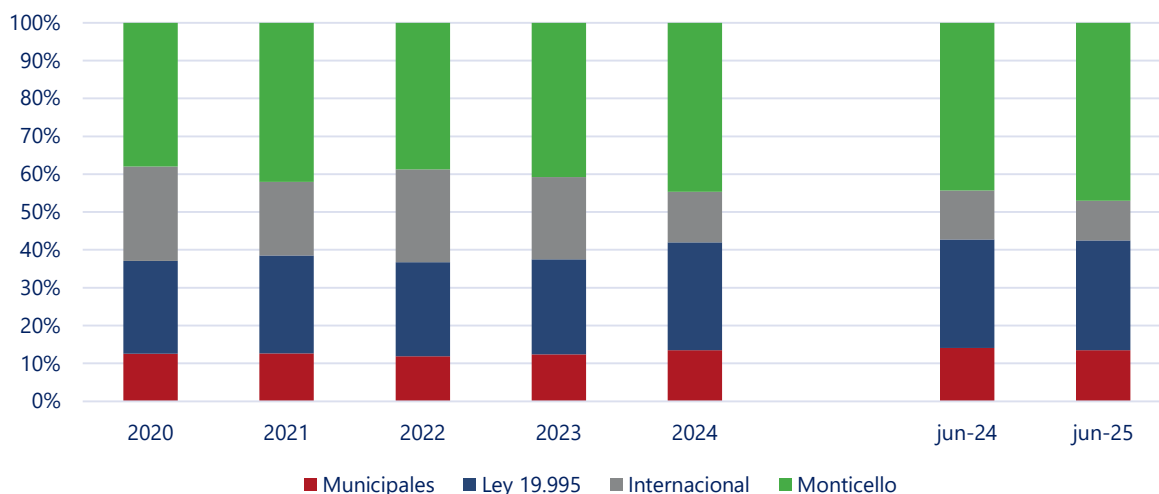


Ilustración 1: Estructura de ingresos



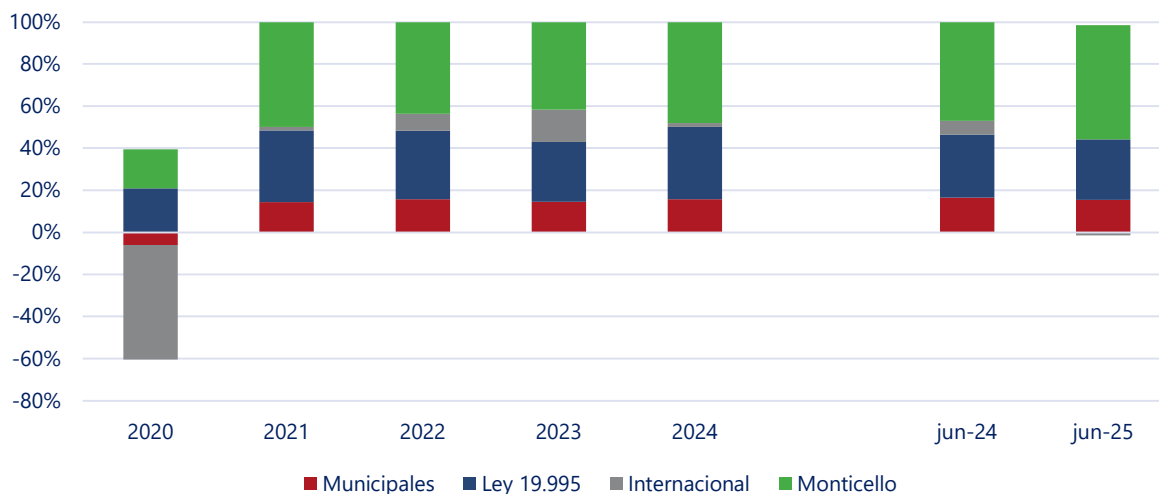


Ilustración 2: Estructura de EBITDA

## Industria

Como resultado de la promulgación de la Ley N° 19.995 de 2005, la industria de casinos en Chile ha experimentado 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 19 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		

Ley 19.995		
Antofagasta	Calama	Copiapó
Ovalle	Rinconada	Mostazal
San Antonio	Santa Cruz	Talca
Chillán	Talcahuano	Los Ángeles

Temuco	Valdivia	Osorno
Castro	Coyhaique	Punta Arenas
Viña del Mar*	Arica****	Coquimbo**
Pucón***		

\*Viña del Mar: en julio 2021 paso a operar bajo la ley 19.995.

\*\*Coquimbo: en enero 2022 paso a operar bajo la ley 19.995.

\*\*\*Pucón: en junio 2022 paso a operar bajo la ley 19.995.

\*\*\*\*Arica: La concesión municipal del casino de Arica se extinguió por sentencia de la I. Corte Suprema. Los últimos reportes operacionales son hasta junio de 2022.

Actualmente, **Dreams** tiene el permiso de operación de los casinos Iquique, San Francisco de Mostazal, Talca, Temuco, Valdivia, Puerto Varas, Coyhaique, Punta Arenas.

Durante 2020, la industria experimentó una fuerte caída en el número de visitas, lo que redujo significativamente sus ingresos. No obstante, tras el levantamiento de las restricciones sanitarias, el flujo de clientes mostró una sólida recuperación, al igual que los ingresos, que aumentaron en mayor proporción. Actualmente, según datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, durante el primer semestre de 2025 los ingresos brutos de la industria de casinos regulados por la Ley N° 19.995 promediaron \$ 46.944 millones mensuales, registrándose cerca de 3,3 millones de visitas en el período, lo que representa una disminución de 3,5% respecto del mismo lapso del año anterior.

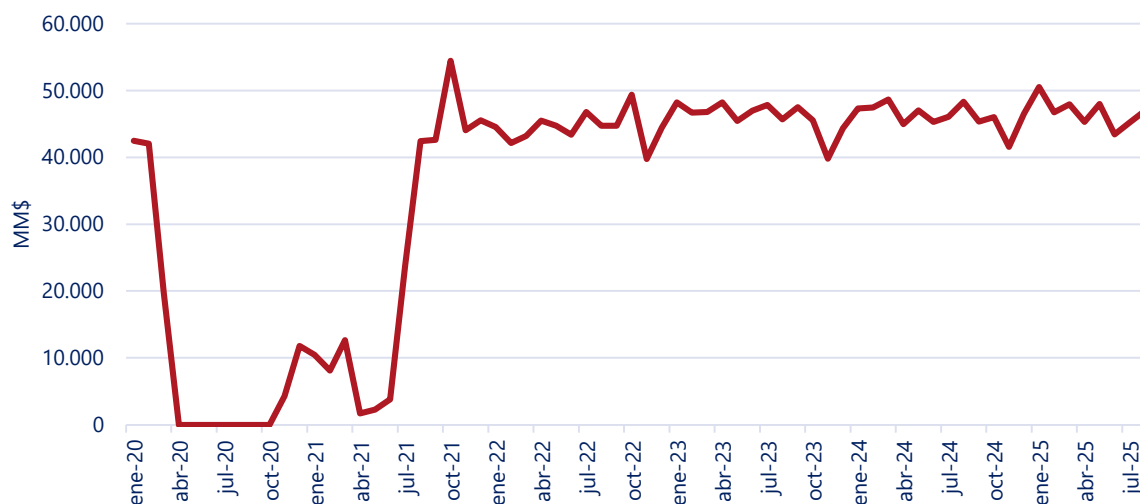


Ilustración 3: Ingresos brutos industria casinos de juego

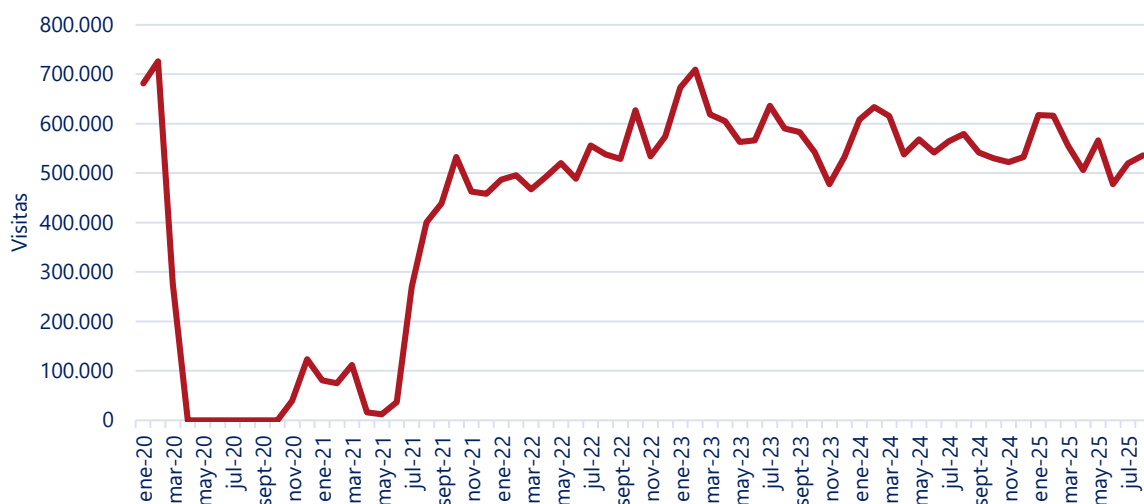


Ilustración 4: Visitas total industria de casinos de juego

## Análisis financiero<sup>5</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Dreams** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2020 y junio de 2025.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

En términos reales, en 2020 la compañía registró ingresos únicamente durante el primer trimestre, ya que posteriormente sus operaciones se vieron completamente suspendidas debido a la pandemia de COVID-19. A partir de 2021 comenzó la reapertura de los casinos; sin embargo, la desaceleración de la economía nacional ha mantenido los ingresos por debajo de los niveles observados antes de la pandemia (es decir, inferiores a los registrados en 2019). A ello se suma la menor retención (efecto *hold*<sup>6</sup>) observada en 2024, que también afectó de manera negativa los resultados.

A junio de 2025, los ingresos totalizaron \$286.129 millones en los últimos doce meses, con un EBITDA de \$70.629 millones y un margen EBITDA de 24,7%.

Por su parte, el flujo de actividades operacionales ha tenido un comportamiento similar al EBITDA, a excepción de 2022 donde presentó una contracción por concepto de mayor pago de impuestos (PPM) y mayor uso de capital de trabajo.

<sup>5</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período y para variables de flujo los resultados trimestrales se presentan anualizados.

<sup>6</sup> El efecto *hold* es el porcentaje del dinero apostado que el casino retiene como ganancia. Cuando el *hold* disminuye, el casino obtiene un margen menor por las apuestas.

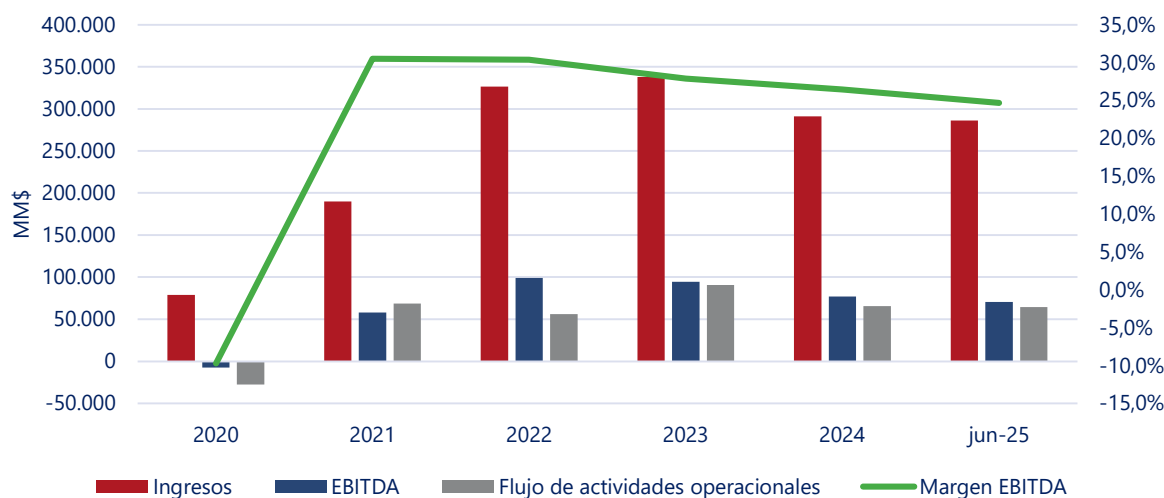


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA, Flujo de actividades operacionales y margen EBITDA

## Evolución del endeudamiento

En general, pese a que la sociedad es intensiva en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo, medido como pasivo total sobre patrimonio, ha sido históricamente acotado. Desde 2023, la compañía muestra una tendencia a la baja en su nivel de *leverage*, situándose por debajo de la unidad y manteniendo dicha trayectoria. Al cierre del segundo trimestre de 2025, la razón de endeudamiento registró un leve aumento respecto del cuarto trimestre de 2024, explicado por una disminución del pasivo total, tanto corriente como no corriente.

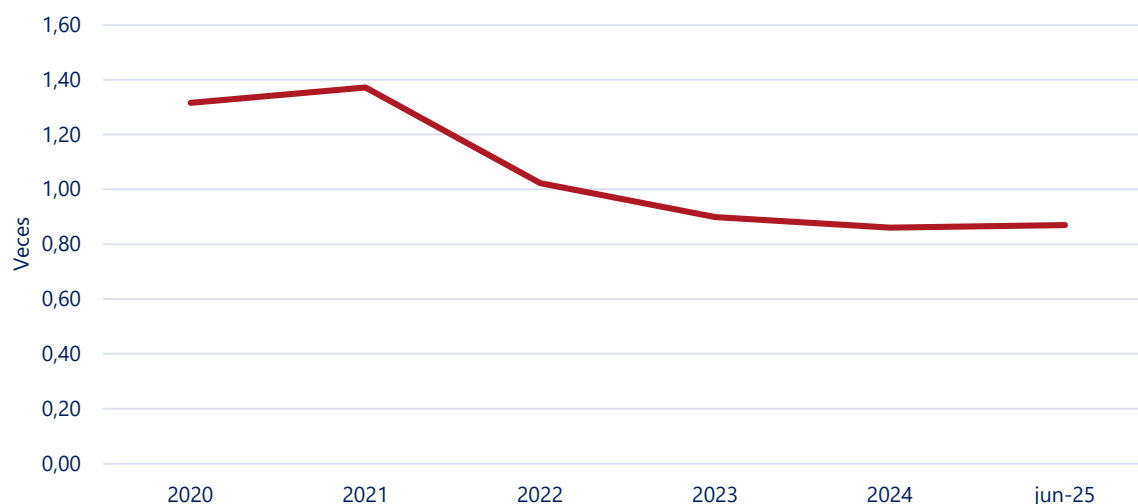


Ilustración 6: Evolución pasivo total sobre patrimonio

Los indicadores de endeudamiento relativo, medido como la relación deuda financiera a EBITDA y deuda financiera a Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP<sup>7</sup>), que se presentan en la Ilustración 7, evidencian una disminución a partir de 2021 dada la apertura paulatina de los casinos de la compañía, posterior a la crisis sanitaria, incluso a niveles inferiores a prepandemia.

A junio de 2025, la deuda financiera muestra una tendencia a la baja, alcanzando \$ 160.478 millones. Por su parte, el EBITDA disminuyó 8,2% respecto de diciembre de 2024, principalmente debido al aumento de los costos. Actualmente, los indicadores de DF/EBITDA y DF/FCLP se sitúan en 2,3 y 2,7 veces, respectivamente. Adicionalmente, al ajustar el FCLP excluyendo las rentabilidades de los años 2020 y 2021, afectadas por el cierre de los casinos durante la pandemia, el ratio DF/FCLP alcanza 2,6 veces.

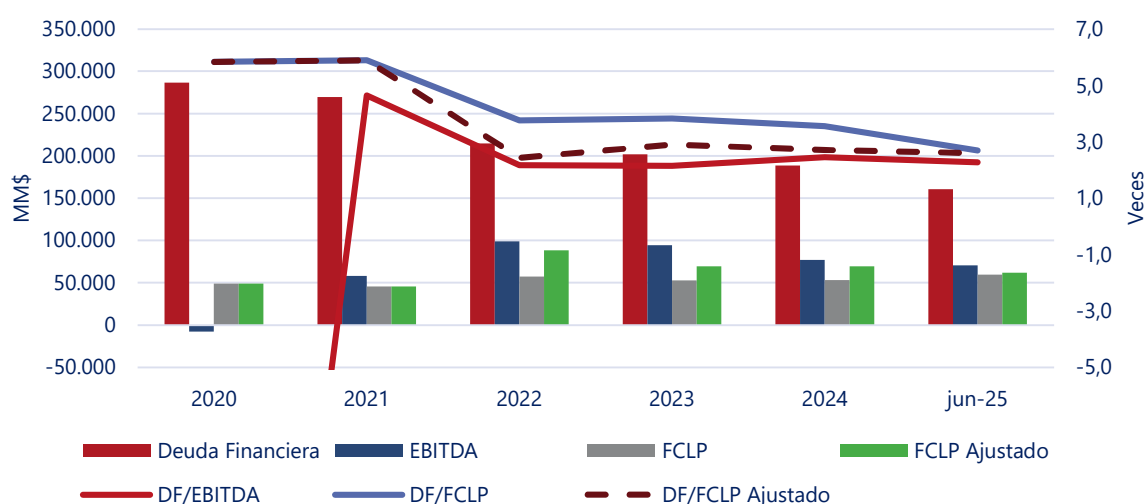


Ilustración 7: Evolución endeudamiento relativo

La Ilustración 8 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 y FCLP estimado por **Humphreys**, existe un alto nivel de holgura para cubrir los vencimientos hasta 2027. Sin embargo, en 2028 vence el bono *bullet*, lo que conlleva a un riesgo de refinanciamiento, susceptible de ser financiado teniendo en consideración que se renovaron todas las licencias de casino de la Ley 19.995 por 15 años a partir de 2022.

<sup>7</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

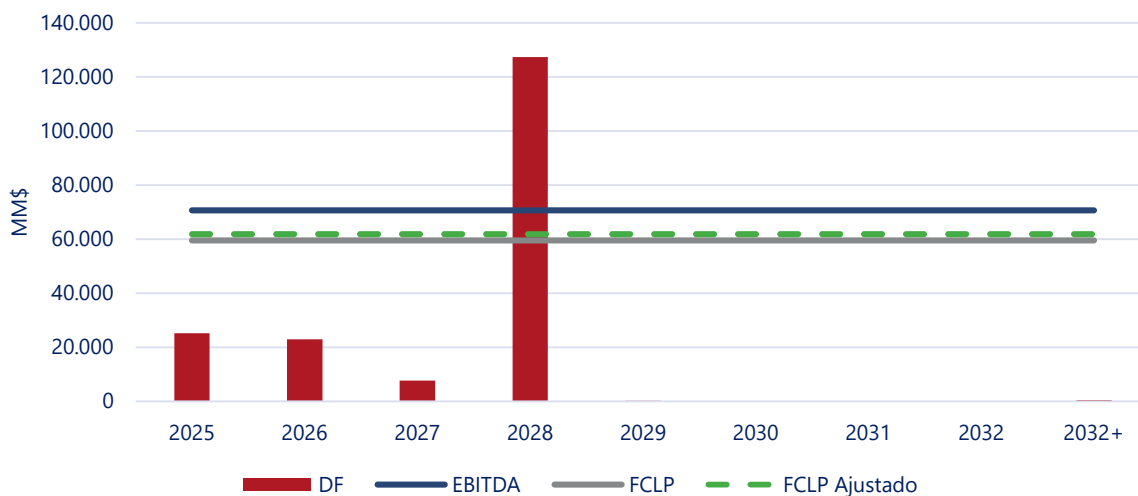


Ilustración 8: Perfil de vencimientos

## Evolución de la liquidez

La liquidez de la compañía, medida como activos corrientes sobre pasivos circulantes, presentó un comportamiento oscilante manteniéndose bajo la unidad desde 2021 cuando los casinos aún se encontraban cerrados. A junio de 2025, el indicador aumentó levemente a 0,9 veces, explicado por un mayor nivel de activos mantenidos para la venta, parcialmente compensado por menores saldos de efectivo y cuentas por cobrar.

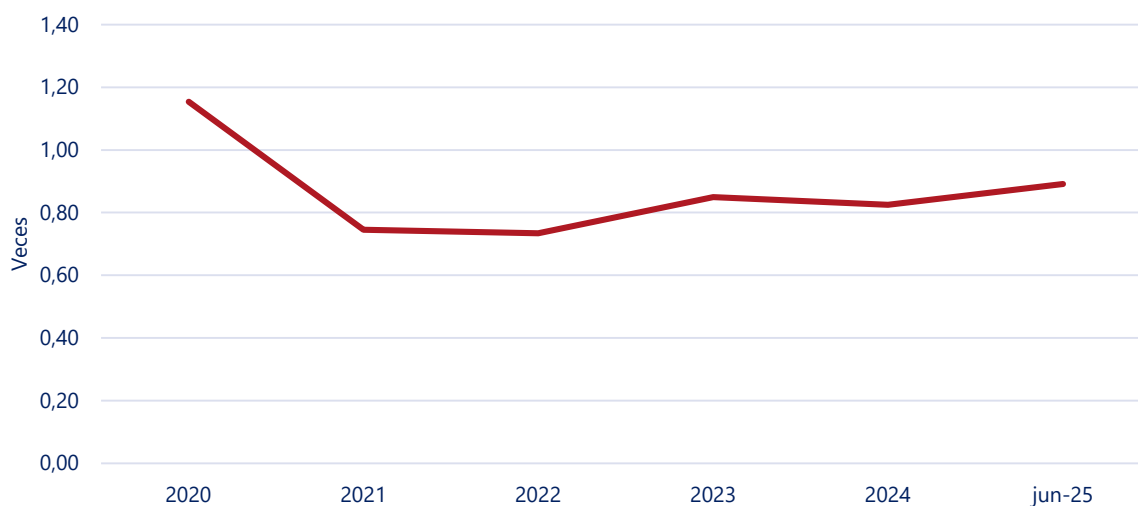


Ilustración 9: Evolución liquidez

## Evolución de la rentabilidad

Durante 2020, como consecuencia de la pandemia, los indicadores de rentabilidad se mantuvieron en mínimos históricos, debido al cierre de los casinos. En diciembre de 2022, las rentabilidades del activo, operacional y del patrimonio volvieron a ser positivas, alcanzando a junio de 2025 valores de 3,2%, 9,5% y 6,2%, respectivamente.

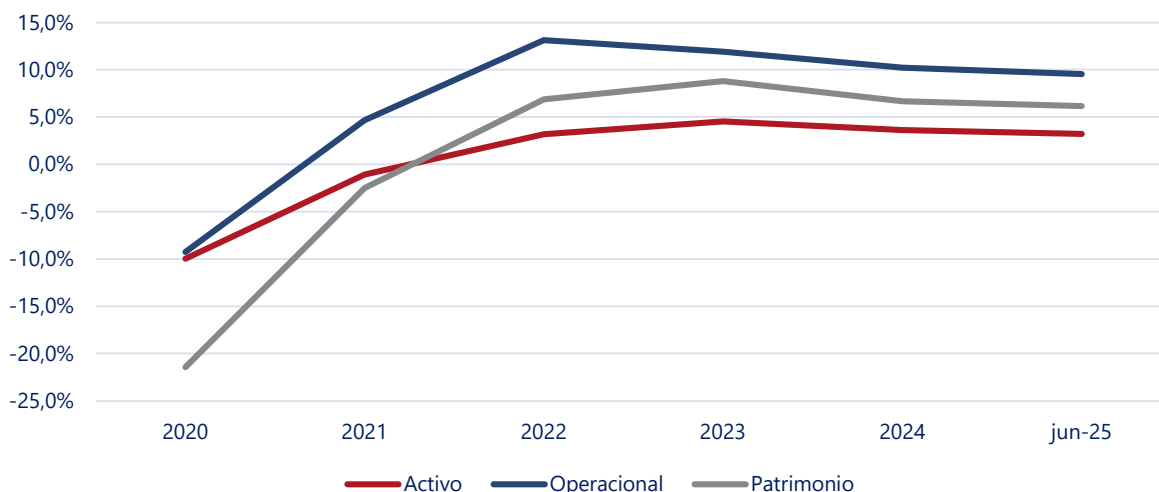


Ilustración 10: Evolución rentabilidades

## Covenants financieros

Covenants financieros		
	Límite	jun-25
Razón de Endeudamiento	DFN / EBITDA $\leq$ 4,5	1,89
Deuda Financiera Neta	DFN / Patrimonio $\leq$ 2,0	0,41

## Ratios financieros

Ratios financieros						
Ratios de liquidez	2020	2021	2022	2023	2024	jun-25
Liquidez (veces)	1,57	2,44	2,28	2,09	2,10	2,05
Razón Circulante (Veces)	1,15	0,75	0,73	0,85	0,82	0,89
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,15	0,74	0,73	0,84	0,82	0,89
Razón Ácida (veces)	1,13	0,73	0,70	0,81	0,78	0,86
Rotación de Inventarios (veces)	18,73	40,13	57,99	55,65	46,29	50,35
Promedio Días de Inventarios (días)	19,49	9,10	6,29	6,56	7,89	7,25
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,13	19,57	25,63	31,43	34,83	38,41



Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	59,52	18,65	14,24	11,61	10,48	9,50
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	2,06	2,13	3,87	4,47	4,05	4,15
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	177,19	171,63	94,32	81,72	90,21	88,05
Diferencia de Días (días)	117,67	152,98	80,08	70,10	79,73	78,55
Ciclo Económico (días)	98,18	143,88	73,79	63,55	71,84	71,30

<b>Ratios de endeudamiento</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>jun-25</b>
Endeudamiento (veces)	0,57	0,58	0,51	0,47	0,46	0,47
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,32	1,37	1,02	0,90	0,86	0,87
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,30	0,43	0,34	0,36	0,34	0,48
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	-37,45	4,65	2,17	2,14	2,45	2,27
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	-0,03	0,22	0,46	0,47	0,41	0,44
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	80,94%	75,95%	62,85%	69,76%	66,71%	59,98%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,00%	0,00%	0,80%	0,00%	0,00%	1,41%
Veces que se gana el Interés (veces)	-7,46	-0,89	2,36	3,29	2,93	2,91

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>jun-25</b>
Margen Bruto (%)	-12,96%	39,91%	45,82%	42,73%	43,44%	42,86%
Margen Neto (%)	-82,81%	-3,48%	6,23%	8,54%	7,44%	6,70%
Rotación del Activo (%)	12,64%	30,98%	48,30%	55,26%	47,60%	49,73%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-9,97%	-1,08%	3,19%	4,56%	3,62%	3,22%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-9,84%	-1,07%	3,16%	4,49%	3,54%	3,15%
Inversión de Capital (%)	138,99%	146,93%	141,34%	137,59%	130,78%	134,56%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	6,25	-6,97	-14,07	-29,36	-22,96	-30,27
Rentabilidad Operacional (%)	-9,24%	4,65%	13,14%	11,90%	10,23%	9,52%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-21,43%	-2,51%	6,86%	8,80%	6,65%	6,17%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	63,83%	40,93%	43,86%	47,78%	47,65%	48,85%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	112,96%	60,09%	54,18%	57,27%	56,56%	57,14%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	45,89%	28,55%	25,78%	24,33%	25,91%	26,47%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-15,23%	8,18%	22,08%	18,95%	15,68%	15,08%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	-9,7%	30,5%	30,4%	27,9%	26,4%	24,7%

<b>Otros Indicadores</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>jun-25</b>
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	0,31%	0,28%	0,10%	0,12%	0,11%	0,12%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	15,76%	14,90%	23,38%	26,42%	26,15%	27,04%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	0,11%	0,16%	0,14%	0,17%	0,15%	0,18%
Capital sobre Patrimonio (%)	113,9%	111,1%	68,3%	60,5%	56,9%	59,5%

*"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."*