

## Ratings

Maricela Plaza  
Subgerente Corporaciones  
[mplaza@icrchile.cl](mailto:mplaza@icrchile.cl)

Fernando Villa  
Gerente Corporaciones  
[fvilla@icrchile.cl](mailto:fvilla@icrchile.cl)

Francisco Loyola  
Gerente Clasificación  
[floyola@icrchile.cl](mailto:floyola@icrchile.cl)

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia/ Bonos	BBB+	Confirmación	Estable	Confirmación	General de empresas; Metodología de clasificación de casinos de juego
Títulos accionarios	Primera Clase Nivel 4	Confirmación	N/A	N/A	Títulos accionarios de sociedades anónimas
Efectos de comercio	N2/BBB+	Confirmación	Estable	Confirmación	Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo

## Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en categoría BBB+ con tendencia estable**, la solvencia y bonos de ENJOY S.A. (en adelante ENJOY, la compañía o la empresa). Asimismo, ratifica en Primera Clase Nivel 4 los títulos accionarios nemotécnico ENJOY, y en categoría N2/BBB+ las líneas de efectos de comercio.

La ratificación de la clasificación de solvencia y bonos se sustenta en la regulación/competencia, ubicación, características y diversificación de los activos, eficiencia operacional y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- **Regulación / competencia:** En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia.
- **Ubicación y diversificación geográfica:** ENJOY está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Desarrolla sus operaciones principalmente en Chile y Uruguay, minoritariamente en Argentina e indirectamente llega a Brasil (a través de su operación uruguaya) y a Colombia (por medio de su asociación con Decameron).
- **Características de los activos:** La empresa cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o con incorporación suficiente de Capex, con el fin de mantener estándares de muy alta calidad.
- **Eficiencia operacional:** ENJOY posee márgenes moderados respecto a los competidores y al tipo de casinos que opera. Respecto a los niveles de ganancias por máquina, la compañía en promedio ha incrementado estos niveles paulatinamente, y mantiene un moderado retorno del capital.
- **Riesgo financiero:** A diciembre de 2017 ENJOY cerró el año con un stock de deuda financiera de \$345.331 millones, lo que representa un aumento de 52,8% respecto al año anterior producto del traspaso de deuda relacionada a deuda financiera durante el período para financiar el 55% de participación de Conrad. Con todo, y dada la metodología de trabajo de ICR, esta deuda relacionada ha sido

considerada constantemente como una obligación cierta de la compañía, con lo cual su deuda ajustada entre el 2016 y 2017 no se vio alterada.

Tal y como ha mencionado ICR en otros informes de clasificación, el nivel de endeudamiento ha sido muy alto en varios periodos, con liquidez ajustada para hacer frente a su deuda financiera y a su obligación con Caesars. Lo anterior fue compensado, en parte, en el primer trimestre de este año, a través del aumento de capital que permitió recaudar cerca de \$112.000 millones y que Advent International accediera a la propiedad de ENJOY en calidad de controlador, con lo cual la familia Martínez se queda como segundo mayor accionista de la compañía.

Este aumento de capital impactó positivamente en la clasificación de riesgo de ENJOY, dado que, en opinión de ICR, permitiría a la compañía comenzar con su proceso de desapalancamiento (dado el uso de fondos destinado en su totalidad a pagar/prepagar deuda financiera) y a una eventual mejora en las condiciones de financiamiento futuro.

Tal como se comentó en el comunicado de cambio de clasificación, si bien esta inyección de capital mejora significativamente los indicadores de deuda de la compañía, estos continuarían muy distantes de su competencia directa, sobre todo considerando que está en proceso la licitación de casinos municipales, que impacta directamente en la mayor necesidad de Capex de inversión (a ser desembolsados en tres años) y en la eventual pérdida de alguna licencia, por ende, en un eventual menor flujo de EBITDA.

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos locales vigentes, 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.

La clasificación asignada a las acciones, se relaciona con la solvencia de la compañía, presencia bursátil y el *floating*.

En relación a la clasificación de las líneas de efectos de comercio, por su parte, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia).

## Antecedentes de la Compañía

ENJOY participa en la industria de entretenimiento en Chile, Uruguay, minoritariamente en Argentina e indirectamente llega a Brasil (a través de su operación uruguaya) y a Colombia (por medio de la asociación con Decameron), de acuerdo al siguiente detalle:

Ubicación	Operación
Antofagasta	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Coquimbo*	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Rinconada	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Viña del Mar*	Casino, hotel, alimentos y bebidas.
Colchagua	Casino (disponible para la venta).
Pucón*	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Chiloé	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Mendoza	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Uruguay	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Colombia	Casino, alimentos y bebidas, instalación.

**Tabla 1:** Detalle operaciones ENJOY. \* corresponde a licencias municipales.  
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En enero de 2018 se materializó un aumento de capital por \$112.000 millones, lo que implicó no sólo la recaudación de un flujo relevante para la compañía, sino también un cambio positivo en la clasificación de riesgo de Enjoy (comunicado de cambio de clasificación de enero 2018 en [www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)) y el ingreso de Advent International como controlador de la empresa con el 34,4% de las acciones.

ESTRUCTURA DE PROPIEDAD	
Entretenciones Consolidadas SpA*	34,4%
Inv. e Inmob. Almonacid Ltda.**	23,8%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	9,8%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,2%
Inversiones Cumbres Limitada**	4,9%
Siglo XXI Fondo De Inversión	3,4%
Fondo De Inversión Santander Small Cap	3,2%
Chile Fondo De Inversión Small Cap	3,0%
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	2,2%
Banchile Adm. General de Fondos S.A.	1,7%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	1,5%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	1,4%
<b>Total 12 mayores accionistas</b>	<b>95,5%</b>

\* corresponde a participación de Advent

\*\* corresponde a participación de familia Martínez

**Tabla 2:** Mayores accionistas al 9 de marzo de 2018.  
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

## La Industria

En opinión de ICR, la industria del juego se caracteriza por:

- niveles de competencia que están mitigados por barreras de entrada regulatorias.
- volatilidad más alta respecto al promedio de otras industrias, en línea con cambios en el ingreso de los clientes.

La participación que tiene Advent International en Enjoy, le permite nombrar cuatro directores de un total de nueve. La familia Martínez, por su parte, redujo su participación desde 57,11% hasta 28,7% y participará en la toma de decisiones de la empresa a través de dos directores. Entre ambos accionistas existirá un pacto, pero que no es de actuación conjunta.

Tal y como se indicó en enero de 2018, este proceso de aumento de capital implica: (i) complementar la reestructuración financiera iniciada por ENJOY con la colocación del bono internacional; (ii) dejar a la compañía en una mejor posición para hacer frente al proceso de licitación de licencias municipales y; (iii) mejorar sus condiciones de financiamiento e indicadores de deuda.

Luego de materializado el aumento de capital, se anunció el cambio de directorio, con lo cual a la renuncia que había presentado Thomas Jenkin en septiembre de 2017 se sumaron las de Octavio Bofill Genzsch, Ignacio González Martínez y Pier-Paolo Zaccarelli Fasce.

En reemplazo de estos directores se nombraron los representantes del nuevo accionista, Advent: Wilson Lourenço da Rosa, José Salgar Hurtado, Nicolás Bañados Lyon y Lucas Marulanda López, quedando el nuevo directorio conformado como sigue (vigente hasta la próxima junta de accionistas):

DIRECTORIO	
Javier Martínez Seguí	Presidente
Antonio Martínez Seguí	Vicepresidente
Vicente Domínguez Vial	Director
Miguel Guerrero Gutiérrez	Director
Nicolás Bañados Lyon	Director
Ignacio Pérez Alarcón	Director
Lucas Marulanda Lopez	Director
José Mauricio Salgar Hurtado	Director
Wilson Lourenço da Rosa	Director

**Tabla 3:** Directorio.

(Fuente: Elaboración propia con información de CMF)

El comité de directores que estaba conformado por dos directores independientes, debería ser nombrado en la próxima junta de accionistas.

- alto grado de regulación a través de licencias de juego otorgadas por plazos específicos.
- niveles de rentabilidad y de participación de mercado que dependen fuertemente de la calidad de los activos.

Históricamente, la industria de casinos de juego en Chile se rigió por dos sistemas diferentes en cuanto a la autorización, funcionamiento y

fiscalización: (1) casinos municipales, creados a través de leyes especiales entre los años 1928 y 1990, amparados en sistemas de concesión y fiscalización municipal y; (2) casinos de juego creados bajo la ley N° 19.995 del año 2005 (fiscalizados por Superintendencia de Casinos de Juego) y modificada a través de ley N° 20.856.

Información casinos de juego		
Comuna	Grupo operador	Sistema
Calama	Marina del Sol	Ley 19.995
Antofagasta	Enjoy	Ley 19.995
Copiapó	Egasa – Nervión	Ley 19.995
Ovalle	Boldt Chile SpA. e Invergaming Chile SpA.	Ley 19.995
San Antonio	Latin Gaming	Ley 19.995
Rinconada	Enjoy	Ley 19.995
Mostazal	Sun Dream	Ley 19.995
Santa Cruz	Cardoen – Enjoy	Ley 19.995
Talca	Casino de Talca	Ley 19.995
Talcahuano	Marina del Sol	Ley 19.995
Los Ángeles	Latin Gaming	Ley 19.995
Temuco	Sun Dream	Ley 19.995
Valdivia	Sun Dream	Ley 19.995
Osoorno	Marina del Sol	Ley 19.995
Castro	Enjoy	Ley 19.995
Coyhaique	Sun Dream	Ley 19.995
Punta Arenas	Sun Dream	Ley 19.995
Arica	Latin Gaming	Municipal
Iquique	Sun Dream	Municipal
Coquimbo	Enjoy	Municipal
Viña del Mar	Enjoy	Municipal
Pucón	Enjoy	Municipal
Puerto Varas	Sun Dream	Municipal
Puerto Natales	Casino Municipal Puerto Natales S.A.	Municipal

**Tabla 4:** Operadores casinos municipales y SCJ.  
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

La normativa SCJ estipulaba que las licencias municipales tenían vigencia hasta el 31 de diciembre de 2015, lo que fue extendido hasta el 31 de diciembre de 2017. Asimismo, en febrero de 2017 la Superintendencia de Casinos de Juego emitió una circular que prorroga el funcionamiento de los casinos municipales hasta que los nuevos permisos de operación entren en vigencia, lo que evitó que los casinos dejaran de operar el último día del año 2017.

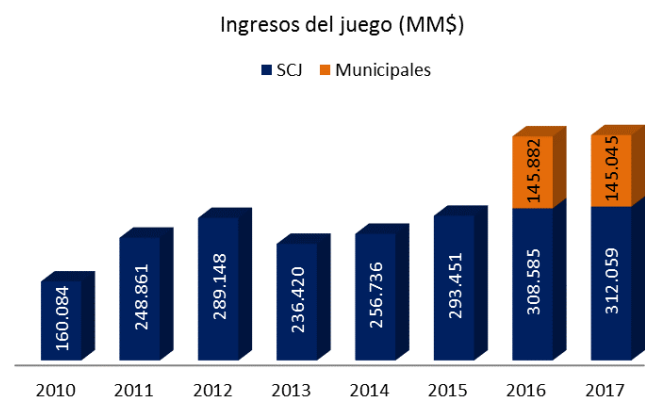
Durante el 2017 la SCJ comenzó con el proceso de otorgamiento de permisos de operación de los siete casinos municipales, correspondientes a las comunas de Arica, Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas y Puerto Natales.

El número de ofertas recibidas para cada permiso municipal, pareciera no reflejar el objetivo de generar mayor competencia en el proceso, presentando ofertas sólo Sun Dream (cinco ofertas presentadas, dos actualmente vigentes) y Enjoy (cuatro ofertas presentadas, tres actualmente vigentes).

Así, si bien los actuales incumbentes podrían efectivamente perder/ganar licencias, la industria post cierre del proceso de licitación

estaría compuesta por los mismos operadores actuales, quedando aun vacantes (sin ofertas) las comunas de Arica y Puerto Natales.

Respecto a los resultados de la industria de casinos, durante el 2017 los ingresos brutos del juego (win), crecieron sólo 0,6% respecto al año anterior (incluyendo casinos municipales), influidos por la paralización que tuvo Monticello en el mes de julio y que se tradujo en una baja de ingresos de 42,8% en dicho mes y 6,2% durante el año 2017. Del resto de los casinos de juego, Antofagasta tuvo una variación negativa de ingresos de 9,3% y Calama de 8,9%, ambos influidos tanto por la baja del gasto promedio como por el número de visitas.

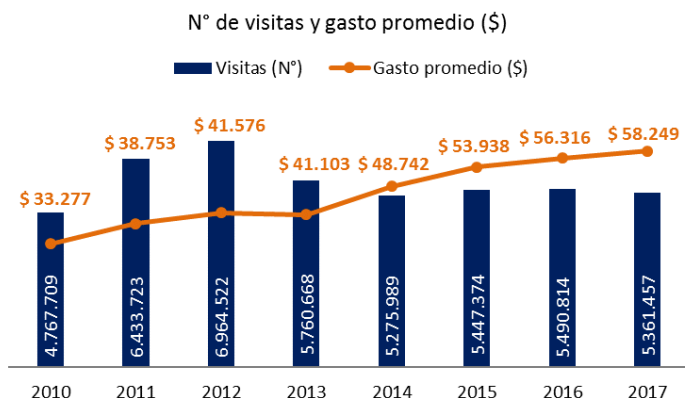


**Gráfico 1:** Evolución ingresos del juego.  
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

En términos agregados, la industria de casinos de juego disminuyó 3,4% el número de visitas (SCJ), impactada no sólo por la paralización de Monticello por un mes aproximadamente, sino que, por la disminución de gran parte de las operaciones, a excepción de Ovalle (dada su baja base de comparación de 2016 por su puesta en marcha durante ese año), Copiapó, Los Ángeles y Punta Arenas.

Respecto a las operaciones municipales, la SCJ informa que la información entregada por los casinos municipales respecto al número de visitas no se puede comparar, indexar, ni sumar con la que registra la industria autorizada por la ley N° 19.995, debido a que no se miden de manera estandarizada. Por lo mismo, para los casinos municipales no es posible calcular el gasto promedio por persona.

El gasto promedio de los clientes (industria autorizada por ley N° 19.995), creció 3,4% entre 2016 y 2017, lo que representa el mayor valor de la industria en por lo menos ocho años. Aportaron favorablemente a estos resultados todos los casinos de la industria SCJ (salvo Calama, Antofagasta y Monticello), pero especialmente el casino de Rinconada (+16,5% de crecimiento entre 2016 y 2017 y +115% CAGR<sub>2010-2017</sub>) y Ovalle (+92,5% de crecimiento entre 2016-2017) producto de sus 12 meses de operación.



**Gráfico 2:** Evolución visitas y gasto promedio. Excluye casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

Casino	Ingresos (MM\$)	Visitas (N°)	Gasto promedio (\$)
Calama	11.437 (-8,9%)	204.601 (-1,1%)	55.897 (-7,8%)
Antofagasta	25.913 (-9,3%)	504.597 (-2,5%)	51.354 (-6,9%)
Copiapó	11.338 (+8,8%)	250.144 (+3,6%)	45.328 (+5,0%)
Ovalle	3.301 (+311,7%)	122.495 (+113,9%)	26.944 (+92,5%)
San Antonio	8.424 (+11,2%)	236.184 (-2,9%)	35.667 (+14,5%)
Rinconada	41.925 (+7,4%)	387.069 (-7,9%)	108.313 (+16,5%)
Monticello	75.755 (-6,2%)	794.031 (-5,8%)	95.406 (-0,5%)
Colchagua	6.658 (+1,4%)	97.442 (-10,4%)	68.330 (+13,3%)
Talca	11.497 (-0,3%)	225.614 (-14,0%)	50.961 (+15,9%)
Talcahuano	39.705 (+2,6%)	786.617 (-3,6%)	50.476 (+6,4%)
Los Ángeles	4.874 (+6,8%)	142.559 (+2,2%)	34.191 (+4,5%)
Temuco	21.811 (+1,1%)	440.864 (-9,0%)	49.474 (+11,2%)
Valdivia	12.254 (+3,0%)	303.488 (-3,1%)	40.378 (+6,2%)
Osorno	9.017 (+9,8%)	185.838 (-9,6%)	48.522 (+21,4%)
Chiloé	3.875 (+7,4%)	90.055 (-2,7%)	43.030 (+10,3%)
Coyhaique	5.081 (+4,2%)	122.017 (-11,3%)	41.638 (+17,5%)
P. Arenas	18.265 (+5,4%)	411.680 (+2,5%)	44.366 (+2,8%)
Arica*	7.488 (+8,0%)	-	-
Iquique*	20.712 (-4,1%)	-	-
Coquimbo*	30.109 (+0,1%)	-	-
Viña del Mar*	57.131 (+0,3%)	-	-
Pucón*	12.767 (-0,2%)	-	-
Puerto Varas*	15.939 (+0,9%)	-	-
Puerto Natales*	1.828 (+4,7%)	-	-

**Tabla 5:** Información 2017 industria del juego. \* Casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

## Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo del negocio de la compañía,

En resumen, las estadísticas de los casinos SCJ indican que en términos de gasto promedio la industria está totalmente recuperada del efecto provocado por la ley del tabaco en 2013. Sin embargo, las visitas no han retomado los niveles que acumulaba la industria, previo a la entrada en vigencia de dicha ley.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por ENJOY. A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

Principales riesgos	Principales mitigadores aplicados por ENJOY
Sensibilidad a la actividad económica.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Diversificación de ingresos a través de la participación directa en tres países (Chile, Uruguay y minoritariamente Argentina) e indirectamente en Brasil y Colombia.</li> <li>Políticas de retención de clientes a través de campañas de marketing directo y ofertas a nivel general.</li> </ul>
Renovación de licencias de juego.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Propiedad sobre algunos activos, como Coquimbo y Pucón, en el caso de las licencias municipales.</li> <li>Operación de Conrad le permite mitigar, en parte, el riesgo de pérdida de alguna licencia municipal en Chile.</li> </ul>
Riesgos regulatorios.	<ul style="list-style-type: none"> <li>Procesos de aseguramiento del cumplimiento regulatorio, gestionados por la gerencia de servicios legales y la gerencia de compliance y gobiernos corporativos (revisados en su eficacia e implementación por auditoría interna).</li> </ul>

**Tabla 6:** Principales riesgos de la industria y mitigadores de ENJOY. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Así, si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

En opinión de ICR, aquellas empresas con una liquidez ajustada pueden verse mayormente afectadas ante estos riesgos al tener menor margen de reacción ante eventualidades.

En relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

### REGULACIÓN / COMPETENCIA

En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras

de entrada y limita la competencia. En este sentido, la legislación vigente establece entre otros puntos: el número máximo de casinos de juego que pueden operar tanto por región como a nivel nacional, la

distancia vial mínima entre los casinos de juego, el mecanismo de otorgamiento y extinción de los permisos de operación, los impuestos asociados, vigencia de las licencias, entre otros.

ICR estima que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. Los factores de mayor incertidumbre durante los últimos años han sido las licencias municipales, lo cual fue clarificado, en parte, a través de la última circular emitida por la SCJ (febrero 2017) que prorroga el funcionamiento de los casinos municipales hasta el inicio de actividades de los nuevos permisos de operación, cuyas ubicaciones ya se encuentran aseguradas en las actuales comunas donde se emplazan y que las establece como sedes por 45 años (ley N° 20.856).

Adicionalmente, a la fecha se encuentra en proceso de evaluación, las propuestas presentadas por cinco de las siete licencias en licitación, cuyo resultado debería conocerse durante el segundo o tercer trimestre de este año. Con todo, la industria quedaría conformada por los mismos operadores actuales, pero existiendo el riesgo de pérdida de algunas licencias.

Respecto a otras legislaciones que pudieran afectar a ENJOY – y a la industria en que participa –, por tratarse de una empresa inserta en la

industria de la entretención en general, existen otros factores que pueden – y han afectado – sus resultados, como las leyes de alcoholes y del tabaco, ésta última con efectos relevantes en la industria en general (sobre todo durante el 2013), pero cuya recuperación fue paulatina y en los tiempos esperados por los operadores.

Información casinos de juego municipales		
Comuna	Grupo operador actual	Oferentes
Arica	Latin Gaming	• Sin oferentes
Iquique	Sun Dream	• Sun Dream
Coquimbo	Enjoy	• Sun Dream • Enjoy
Viña del Mar	Enjoy	• Enjoy • Sun Dream
Pucón	Enjoy	• Enjoy • Sun Dream
Puerto Varas	Sun Dream	• Enjoy • Sun Dream
Puerto Natales	Casino Municipal Puerto Natales S.A.	• Sin oferentes

Tabla 7: Información operadores actuales casinos municipales y oferentes durante el actual proceso de licitación.

(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

### UBICACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

En opinión de ICR, ENJOY está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones mayoritariamente en Chile (Aa3<sup>1</sup>/A+<sup>2</sup>/A<sup>3</sup>, internacional) y Uruguay (Baa2<sup>1</sup>/BBB<sup>2</sup>/BBB<sup>-3</sup>, internacional), minoritariamente en Argentina (B2<sup>1</sup>/B+<sup>2</sup>/B<sup>3</sup>, internacional) e indirectamente llega a Brasil (Ba2<sup>1</sup>/BB<sup>-2</sup>/BB<sup>-3</sup>, internacional) a través de su operación uruguaya y a Colombia (Baa2<sup>1</sup>/BBB<sup>-2</sup>/BBB<sup>3</sup>, internacional) a través de su asociación con Decameron.

Estimaciones del Banco Mundial<sup>4</sup> indican que el PIB agregado de Latinoamérica y el Caribe debería incrementarse respecto al año 2017, impulsado principalmente por la mejora en Brasil, Argentina, Belice, Colombia, Perú y Chile.

En relación a la economía uruguaya en particular (que genera el 20,1% del EBITDA), durante los últimos años se ha destacado el crecimiento del país y para el 2018 se proyecta un crecimiento levemente superior respecto al 2017.

Respecto a la economía chilena (que genera el 79,9% del EBITDA), proyecciones del Banco Mundial y del Banco Central de Chile indican que Chile crecería por sobre el 2017.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, ENJOY tiene buena dispersión geográfica, con alto acceso a mercados en desarrollo, ofreciendo constantes oportunidades de crecimiento derivado de las operaciones históricas (operaciones chile-

nas), de la operación uruguaya (que le permitió atraer a clientes brasileños y contrarrestar el efecto de la ley del tabaco en 2013) y de la asociación con la cadena hotelera Decameron.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta ENJOY, muchas de las propiedades están ubicadas en mercados donde los visitantes son locales, lo que implica que muchos de los casinos son de frecuencia, lo que, además, permite un alto flujo de visitas por casino respecto a su competencia correspondiente.



Gráfico 3: Número de visitas por casino aprobado por ley N° 19.995, año 2017.

\* Corresponde a casinos de ENJOY.

(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS

En opinión de ICR, ENJOY cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o recientemente renovadas (vale decir, con incorporación suficiente de Capex con el fin de mantener estándares de muy alta calidad). En relación a esto, ENJOY cuenta con nueve casinos (incluyendo su participación minoritaria en Colchagua), manteniendo, además, alta calidad de hoteles, restaurantes y lugares de entretenimiento.

En opinión de ICR, la compañía tiene suficiente escala – medida sobre el número de posiciones de juego de ENJOY respecto a la industria – para permitir grandes campañas promocionales y para la inversión y uso de nuevas tecnologías para mejorar los procesos y la eficiencia.

Respecto al marketing, durante los últimos años la compañía ha continuado con la profundización de la comunicación con sus clientes a través de canales digitales, con fuerte presencia en redes sociales y una estrategia de mantención y amplificación de comunidades.

En relación a la inversión en tecnología, ENJOY mantiene contratos con diversos proveedores para ofrecerles a los clientes una mayor variedad de juegos en máquinas de azar. Para este tipo de empresas el desarrollo e innovación tecnológica son pilares fundamentales para el desarrollo del negocio de la entretención en todos sus ámbitos, tanto desde la interacción con los clientes hasta el desarrollo de soporte

para el negocio y su gestión. En este sentido, ENJOY mantiene un área de tecnología de información y comunicación dentro de la compañía y constantemente está en la búsqueda de nuevas tecnologías.

Respecto a la participación de mercado, ENJOY es uno de los principales operadores (sólo considerando operaciones chilenas), manteniendo, por tanto, relativamente alta participación de mercado (37,6% si se excluye Colchagua y 39,0% si se incluye esta operación).

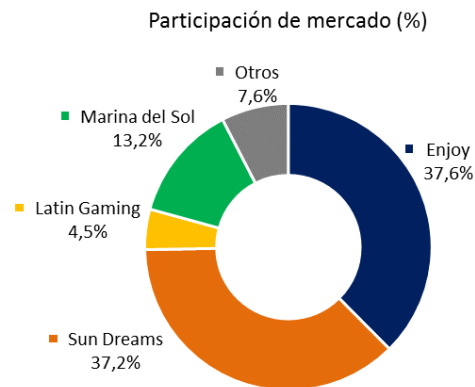


Gráfico 4: Participación de mercado sobre win 2017. Participación de ENJOY excluye Colchagua. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

EFICIENCIA OPERACIONAL

Respecto al desempeño operacional, ENJOY tiene márgenes moderados/altos respecto a los competidores y al tipo de casinos que opera, aunque mejorando parcialmente luego de la entrada en vigencia de la ley del tabaco, donde esta compañía (y la industria en general) se vio fuertemente afectada.

En relación a las ganancias por máquina, la compañía continuó incrementando estos niveles durante el último año respecto al período anterior<sup>5</sup>, cerrando el año 2017 con moderados a altos niveles de ganancia por máquina, donde el casino de Rinconada fue el que más creció en la industria en términos porcentuales.

El retorno del capital, por su parte, continúa relativamente moderado producto de los altos costos financieros en todos los períodos, dadas las reestructuraciones financieras que ha llevado a cabo la compañía.

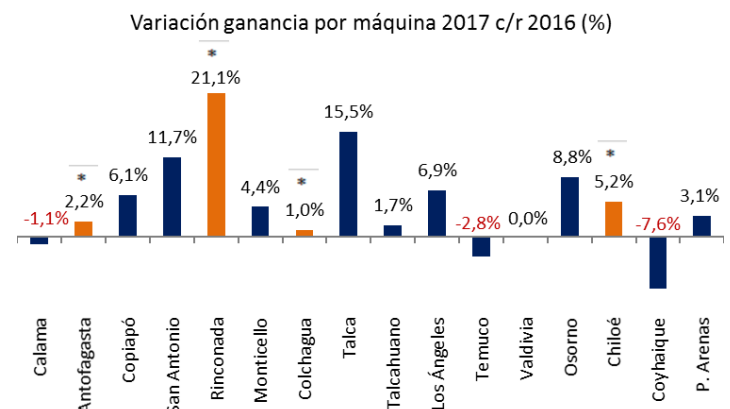


Gráfico 5: Variación ganancia por máquina 2017 respecto a 2016. \* Corresponde a casinos de ENJOY. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A diciembre de 2017, los ingresos de ENJOY aumentaron 3,7% respecto al mismo período del año anterior, producto del mejor resultado

tanto de su segmento de negocio gaming (+2,3%) como non gaming (+7,8%).

Ingresos de explotación (MM\$)

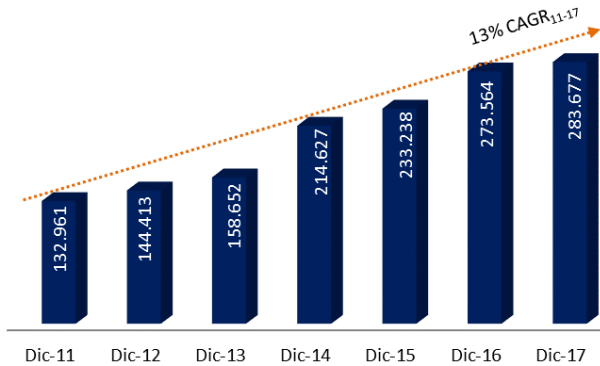


Gráfico 6: Evolución ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Ingresos trimestrales (MM\$)

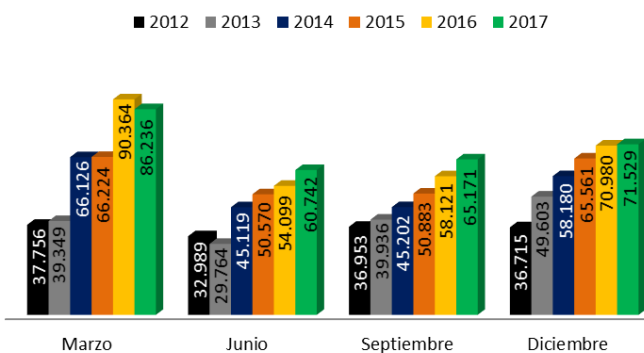


Gráfico 7: Evolución ingresos trimestrales.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Del segmento *gaming*-Chile (+0,3%), el mayor crecimiento lo tuvieron Rinconada y Chiloé, mientras que los ingresos de Coquimbo, Viña del Mar y Pucón se mantuvieron casi sin variación, en contraposición de Antofagasta, que decreció cercano a dos dígitos durante el año.

En el segmento *gaming*-internacional (+6,5%), tanto los ingresos de mesas como de tragamonedas tuvieron incrementos en 2017 respecto al año anterior (6,3% y 15,4%, respectivamente), impactados por la cartera VIP y masiva.

En el segmento *non gaming*-Chile (+11,4%), se evidenció un aumento de 7,4% en el ingreso por habitación disponible (RevPAR) derivado de la mayor tarifa media diaria (ADR) y aumento de la tasa de ocupación.

El segmento *non gaming*-internacional (-0,9%), reportó una baja en 2017 producto de la disminución de la tarifa media diaria, lo que fue compensado parcialmente por una mayor tasa de ocupación.

En términos de EBITDA<sup>6</sup>, a diciembre de 2017 éste aumentó sólo 0,4% respecto a 2016, producto del aumento de los costos en Chile (*gaming*) que provocaron que a nivel local el EBITDA disminuyera 0,3% (-1,3%

en *gaming* y +0,3% en *non gaming*), lo que fue contrarrestado por el crecimiento de 3,8% del EBITDA en Punta del Este (+2,4% en *gaming* y +9,4% en *non gaming*). Consistente con lo anterior, el margen EBITDA<sup>7</sup> disminuyó desde 22,6% hasta 21,9% entre diciembre de 2016 y 2017.

EBITDA (MM\$) y margen EBITDA (%)

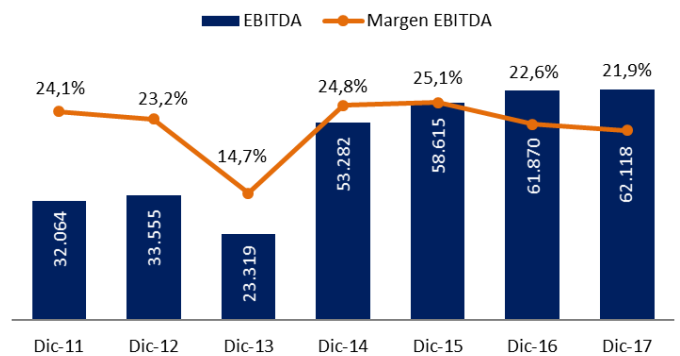


Gráfico 8: EBITDA y margen de EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

EBITDA trimestral (MM\$)

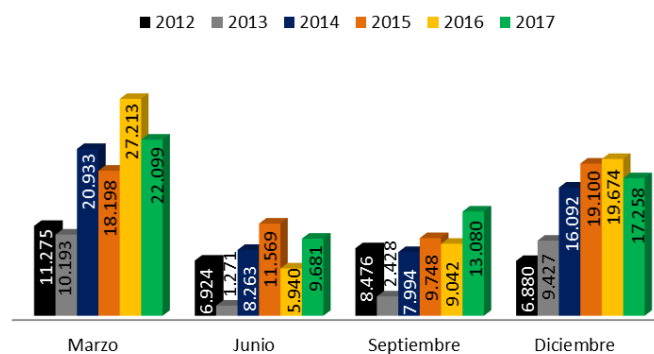


Gráfico 9: EBITDA trimestral.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Utilidad/pérdida del ejercicio (MM\$)

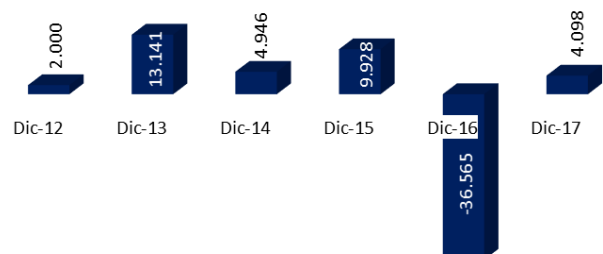


Gráfico 10: Utilidad neta.

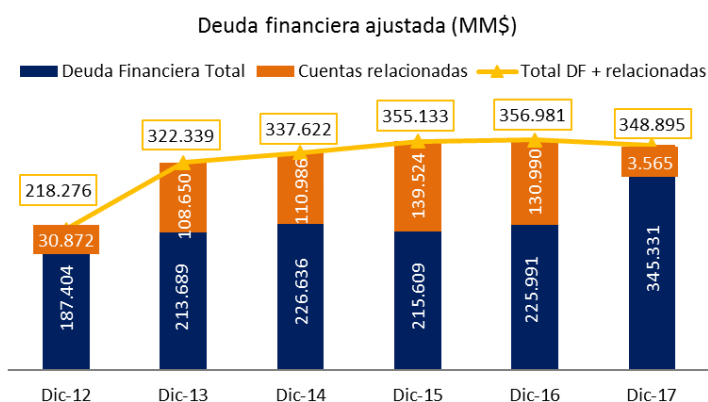
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

El resultado neto a diciembre de 2017 cerró con una utilidad de \$4.098 millones, en contraposición a la pérdida de \$36.565 millones a diciembre de 2016, que estuvo influida por la ejecución de la *put* por parte de Baluma (rebajando ENJOY, por tanto, la opción call e impactando esto directamente en el nivel de activos, resultado y patrimonio de la empresa).

Con estos niveles de resultados, las rentabilidades de la compañía mejoraron hasta 0,7% en términos de activos<sup>8</sup> y hasta 4,4% en términos de patrimonio<sup>9</sup>.

## PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2012 hasta diciembre de 2017, la compañía aumentó su deuda financiera ajustada<sup>10</sup> a una tasa anual compuesta de 9,8%, mostrando claramente su incremento al materializarse la compra del 45% de Conrad en 2013 y registrarse la opción de adquisición del 55% de participación restante.



**Gráfico 11:** Deuda financiera ajustada por cuentas relacionadas por pagar.  
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Durante 2017 se produjo la adquisición del 55% de Conrad mediante la emisión de un bono internacional por US\$ 300 millones a una tasa de interés de 10,5% con algunos activos de ENJOY como colaterales. Esta operación implicó que la deuda con empresas relacionadas que mantenía la compañía se reemplazara finalmente por deuda financiera propiamente tal. Los fondos recaudados de esta emisión, además de cubrir la obligación con Caesars, permitieron pagar/prepagar otras deudas de ENJOY como la mantenida con el FIP, crédito sindicado, bancos y efectos de comercio. Para ICR, el movimiento de cuentas desde relacionadas a deuda financiera no altera los indicadores ajustados de la compañía calculados por esta clasificadora.

En enero de este año se materializó el ingreso de Advent International a la propiedad de ENJOY, operación que recaudó \$112.000 millones aproximadamente, destinados en su totalidad a pago/prepago de deuda: prepago del 35% del bono internacional y el prepago total del bono local serie C.

Esta operación impactó positivamente en la clasificación de riesgo de ENJOY (comunicado de cambio de clasificación de enero de 2018) y

será visible en los estados financieros de marzo de este año. Esta inyección tendrá un efecto relevante en los gastos financieros de la empresa y disminuirá el impacto por diferencias de cambio vinculadas al bono internacional que no cuenta con instrumentos de cobertura asociadas.

Indicador (N° de veces)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Endeudamiento total <sup>11</sup>	3,35	3,16	2,90	2,96	4,14	6,00
Endeudamiento financiero <sup>12</sup>	2,42	1,62	1,49	1,35	2,02	4,63
Endeudamiento financiero neto <sup>13</sup>	2,09	1,46	1,36	1,14	1,65	4,22
Endeudamiento financiero ajustado <sup>14</sup>	2,82	2,45	2,23	2,22	3,19	4,68
Endeudamiento financiero neto ajustado <sup>15</sup>	2,49	2,28	2,09	2,01	2,82	4,27
Cobertura de gastos financieros netos <sup>16</sup>	2,61	1,69	3,30	3,47	3,70	1,90
Deuda financiera neta sobre EBITDA <sup>17</sup>	4,83	8,25	3,86	3,12	2,98	5,07
Deuda financiera ajustada neta sobre EBITDA <sup>18</sup>	5,75	12,91	5,94	5,50	5,10	5,13
Razón circulante <sup>19</sup>	0,56	0,49	0,67	0,64	0,34	0,72
Razón ácida <sup>20</sup>	0,55	0,47	0,65	0,61	0,33	0,68

**Tabla 8:** Principales indicadores utilizados en la clasificación. Indicadores calculados por ICR podrían diferir de los publicados por ENJOY, dado los ajustes que cada uno realiza.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Con todo, el nuevo calendario de amortización post prepagos correspondientes indica que para el año 2018 la compañía deberá cubrir un stock de deuda cercano a \$58.000 millones (\$16.500 si se excluye la deuda revolving), lo que indica que, aun cuando le quita presión inmediata, la compañía en ningún caso se encuentra holgada en términos de liquidez, sino que debería reestructurar ciertas obligaciones para continuar quitándole presión a su calendario de amortización con mejores condiciones de financiamiento. El flujo que está generando esta compañía permite que cubra sus obligaciones de los siguientes 12 meses<sup>21</sup>, pero muy ajustadamente.

Adicionalmente, durante este año se expondrán los resultados de la licitación de casinos municipales, lo que clarificará dos incertidumbres relevantes para los postulantes: (i) el capex necesario para los siguientes tres años y; (ii) el flujo de EBITDA que mantendrán/perderán los operadores.



## Solvencia del Emisor

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 establecidos en la metodología de la industria de casinos de juego ([www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los principales indicadores financieros, establecido en la metodología de la industria de casinos de juego ([www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

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 una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada.

Para el caso de ENJOY, la evaluación del riesgo del negocio, esto es regulación/competencia, ubicación y diversificación geográfica de las

operaciones, características de los activos y eficiencia operacional, indica que la clasificación de riesgo podría llegar a inclinarse hacia categoría A-. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, rebajan esta clasificación hasta categoría BBB+ al tratarse de niveles, por el momento, “Débiles”, pero que podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, tal y como se materializó en enero de 2018, con el cambio positivo en la clasificación de riesgo de ENJOY luego del ingreso de Advent International a la propiedad de la compañía.

La clasificación de riesgo de categoría BBB+ está sujeta a que ENJOY: (i) mantenga los niveles actuales de generación de flujo, esto es, un EBITDA aproximado de \$60.000 millones; (ii) no incorpore deuda adicional significativa al balance (salvo capital de trabajo o inversión necesaria para cumplir con las eventuales adjudicaciones municipales) y; (iii) sus proyectos de inversión no impacten significativamente sus indicadores de deuda actuales. En caso contrario, la tendencia o clasificación podría modificarse a la baja. Un cambio positivo en la clasificación de riesgo podría materializarse conforme la situación financiera de la empresa se fortalezca significativamente, ya sea mediante mayor generación de flujo o reducción del alto stock de deuda de la empresa.

## Instrumentos Clasificados

### 1. Efectos de comercio

La compañía mantenía vigente las líneas de efectos de comercio N°s 109, 113 (series 7B y 8B) y 116.

Durante junio de 2017 la compañía publicó una oferta de prepago de efectos de comercio por la totalidad vigente hasta ese momento, lo que dio como resultado que, al día de hoy, sólo queden vigentes las series 7B por \$5.000 millones y vencimiento al 27 de abril de 2018 y 8B por \$15.000 millones con fecha de vencimiento de 31 de octubre de 2018.

En relación a la clasificación de las líneas de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa (ver Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo en [www.icrchile.cl](http://www.icrchile.cl)).

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En primera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cambios regulatorios y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capacidad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de comercio de corto plazo. Sin embargo, la aparición de riesgos

de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la compañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

Lo anterior significa que, considerando que la compañía mantiene una clasificación de solvencia de BBB+, sus instrumentos de corto plazo califican en Nivel 2 o N2, que corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero que son susceptibles de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

### 2. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación títulos accionarios nemotécnico ENJOY los cuales mantienen actividad en el mercado a través de Credicorp Capital Corredores de Bolsa en calidad de *market maker*.

La clasificación asignada a las acciones, se relaciona con la solvencia de la compañía (categoría BBB+), la presencia bursátil (con *market maker*) y al *floating* (37%).

### 3. Bonos corporativos

A la fecha de emisión de este informe, la compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N° 637 (sin series vigentes ni inscritas) y N° 638 (serie E. Serie C fue prepagado totalmente en febrero de 2018).

Adicionalmente, mantiene vigente el bono de monto fijo N° 784 (serie F) y los bonos convertibles en acciones N° 873 (series G y H, sin color), según el siguiente detalle:

	Serie E	Serie F (monto fijo)	Serie G (convertible en acciones)	Serie H (convertible en acciones)
N° inscripción	639	784	873	873
Fecha inscripción	02-sep-10	30-jul-14	03-nov-17	03-nov-17
Plazo (años)	14,75	6,83	6,58	6,58
Monto inscrito	UF 1.000.000	UF 1.659.000	UF 2.200.000	UF 1.100.000
Monto colocado	UF 1.000.000	UF 1.658.500	-	-
Deuda vigente	UF 928.571	UF 742.079	-	-
Tasa emisión	4,25%	6,25%	4,75%	4,25%
Vencimiento	20-jun-24	14-jun-21	-	-

**Tabla 9:** Principales características de las series de bonos.  
(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

Respecto a los resguardos financieros asociados, en junta de tenedores mantenida durante el primer semestre de 2017, se aprobaron modificaciones a los contratos de bonos locales, de modo tal que la definición de deuda financiera neta se reexpresó, agregando como deuda las cuentas con relacionadas descontada de los dividendos por recibir.

Adicionalmente, en una segunda junta de accionistas, se aprobaron las siguientes modificaciones:

1. Obligación de constituir segunda hipoteca a favor de tenedores de bonos, sobre bienes inmuebles de Rinconada, Pucón, Chiloé, Coquimbo, Punta del Este, en caso de refinanciar usando garantías.
2. Capex máximo de mantención equivalente a US\$ 25 millones.
3. Prepago de deuda series C, E en caso de venta de activos entregados en Segunda Hipoteca.
4. Prepago obligatorio de deuda en caso de ventas de activos por montos superiores a US\$ 15 millones.

## Definición de Categorías

### SOLVENCIA/BONOS

#### 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.

5. Prepago obligatorio de deuda en caso de aumento de capital (materializado el primer trimestre de este año tanto el aumento de capital como los prepagos correspondientes).
6. Monto máximo de transacciones con empresas relacionadas al grupo controlador por \$1.000 millones.
7. Opción de aceleración de los bonos en caso que la compañía reparta dividendos por un monto mayor al mínimo legal.
8. Opción de aceleración de bonos en caso que la compañía reparta dividendos con cargo a resultados por retasaciones de activos.
9. A partir de la publicación de los estados financieros del 31 de diciembre de 2018 y hasta el 30 de septiembre de 2019, los tenedores de bonos C y E tendrán la opción de convertir sus bonos en acciones emitidas por ENJOY S.A.

En relación a los *covenants* vigentes, se tiene que:

Indicador (N° de veces)	Nueva exigencia	Obtenido dic-17
Deuda financiera neta ajustada sobre EBITDA <sup>22</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entre 1Q-2017 y 3Q-2018 &lt;= 6,5 veces.</li> <li>4Q-2018 en adelante &lt;= 4,0 veces.</li> </ul>	5,13
Deuda financiera neta ajustada sobre patrimonio <sup>23</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Entre 1Q-2017 y 3Q-2018 &lt;= 5,25 veces.</li> <li>4Q-2018 en adelante &lt;= 2,0 veces.</li> </ul>	4,27
Activos libres de gravámenes <sup>24</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>&gt;= 1,5 veces</li> </ul>	3,59
Endeudamiento máximo (MM\$)	La deuda financiera neta ajustada debe mantenerse menor a \$370.000. En caso que antes del 3Q-2018 (o desde esa fecha), el ratio de deuda financiera neta sobre patrimonio baje de 1,75 veces, entonces deja de aplicar deuda máxima.	\$318.541

**Tabla 10:** *Covenants* asociados a la emisión de bonos locales.  
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, 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.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría BBB.

### TÍTULOS ACCIONARIOS

#### PRIMERA CLASE NIVEL 4

Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y la volatilidad de sus retornos.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 2 o N2

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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Feb-12	A-	Negativa	Cambio de tendencia
08-abr-13	BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
31-may-13	BBB+	Estable	Reseña anual
05-dic-13	BBB	En Observación	Cambio de clasificación y tendencia
17-abr-14	BBB	Estable	Cambio de tendencia
30-may-14	BBB	Estable	Reseña anual
12-jun-14	BBB	Estable	Nuevo instrumento
29-may-15	BBB	Estable	Reseña anual
31-mar-16	BBB	Estable	Reseña anual
28-nov-16	BBB	En Observación	Cambio de tendencia
31-mar-17	BBB	En Observación	Reseña anual
18-may-17	BBB	Estable	Cambio de tendencia
31-ago-17	BBB	Positiva	Cambio de tendencia
26-ene-18	BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
21-mar-18	BBB+	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN EFECTOS DE COMERCIO			
Fecha	clasificación	Tendencia	Motivo
13-may-15	N2/BBB	Estable	Clasificación primera línea
31-mar-16	N2/BBB	Estable	Reseña anual
29-jul-16	N2/BBB	Estable	Clasificación segunda línea
19-oct-16	N2/BBB	Estable	Clasificación tercera línea
28-nov-16	N2/BBB	En Observación	Cambio de tendencia
31-mar-17	N2/BBB	En Observación	Reseña anual
18-may-17	N2/BBB	Estable	Cambio de tendencia
31-ago-17	N2/BBB	Positiva	Cambio de tendencia
26-ene-18	N2/BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
21-mar-18	N2/BBB+	Estable	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
31-may-13	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-may-14	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
29-may-15	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
31-mar-16	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
31-mar-17	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual
21-mar-18	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual

## Anexo

## SITUACIÓN FINANCIERA ENJOY (MM\$)

	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17
Activos corrientes	54.343	70.186	77.716	84.971	94.934	89.223
Activos no corrientes	283.087	478.376	513.398	548.666	479.612	432.963
Activos totales	337.430	548.562	591.114	633.637	574.546	522.187
Efectivo y equivalentes	25.398	21.333	20.942	33.018	41.590	30.344
Pasivos corrientes	96.454	143.828	115.875	133.244	277.176	124.549
Pasivos no corrientes	163.482	272.962	323.530	340.290	185.616	323.059
Pasivos totales	259.936	416.791	439.405	473.534	462.792	447.608
Deuda financiera corriente	52.848	70.854	57.721	63.131	89.811	66.243
Deuda financiera no corriente	134.555	142.834	168.915	152.478	136.180	279.088
Deuda financiera total	187.404	213.689	226.636	215.609	225.991	345.331
Deuda financiera neta	162.006	192.355	205.695	182.591	184.401	314.986
Patrimonio	77.494	131.771	151.710	160.103	111.754	74.579
Ingresos de explotación	144.413	158.652	214.627	233.238	273.564	283.677
Ingresos financieros	215	833	624	727	181	251
Gastos financieros	13.067	14.644	16.781	17.614	16.899	32.985
Gastos financieros netos	12.851	13.811	16.157	16.887	16.718	32.734
Utilidad del ejercicio	2.000	13.141	4.946	9.928	-36.565	4.098
Razón circulante (N° de veces)	0,56	0,49	0,67	0,64	0,34	0,72
Razón ácida (N° de veces)	0,55	0,47	0,65	0,61	0,33	0,68
Endeudamiento total (N° de veces)	3,35	3,16	2,90	2,96	4,14	6,00
Endeudamiento financiero (N° de veces)	2,42	1,62	1,49	1,35	2,02	4,63
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	2,09	1,46	1,36	1,14	1,65	4,22
EBITDA	33.555	23.319	53.282	58.615	61.870	62.118
Margen EBITDA (%)	23,2%	14,7%	24,8%	25,1%	22,6%	21,9%
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	2,61	1,69	3,30	3,47	3,70	1,90
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	5,58	9,16	4,25	3,68	3,65	5,56
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	4,83	8,25	3,86	3,12	2,98	5,07
Margen bruto (%)	18,2%	11,6%	21,5%	22,0%	21,2%	21,2%
Margen operacional (%)	9,3%	-0,8%	10,3%	10,4%	10,5%	11,4%
Deuda financiera neta ajustada / EBITDA (N° de veces)	5,75	12,91	5,94	5,50	5,10	5,13
Rentabilidad activos (%)	0,6%	3,0%	0,9%	1,6%	-6,1%	0,7%
Rentabilidad patrimonio (%)	2,5%	12,6%	3,5%	6,4%	-26,9%	4,4%
Cuentas relacionadas (corrientes + no corrientes)	30.872	108.650	110.986	139.524	130.990	3.565
Total deuda financiera + relacionadas	218.276	322.339	337.622	355.133	356.981	348.895
Endeudamiento financiero ajustado (N° de veces)	2,82	2,45	2,23	2,22	3,19	4,68
Endeudamiento financiero neto ajustado (N° de veces)	2,49	2,28	2,09	2,01	2,82	4,27

<sup>1</sup> Clasificación asignada por Moody's.

<sup>2</sup> Clasificación asignada por S&P.

<sup>3</sup> Clasificación asignada por Fitch.

<sup>4</sup> *Global economic prospects, Broad-Based upturn, but for how long?* Enero 2018. Banco Mundial.

<sup>5</sup> Información relacionada a casinos SCJ. Casinos municipales a diciembre 2017 no publicaban esta información.

<sup>6</sup> EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gasto de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso) de activo fijo.

<sup>7</sup> Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos ordinarios.

<sup>8</sup> ROA = Utilidad últimos 12 meses / activos promedio.

<sup>9</sup> ROE = Utilidad últimos 12 meses / patrimonio promedio.

<sup>10</sup> Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + deuda por pagar a empresas relacionadas corrientes + deuda por pagar a empresas relacionadas no corrientes.

<sup>11</sup> Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

<sup>12</sup> Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

<sup>13</sup> Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

<sup>14</sup> Endeudamiento financiero ajustado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + cuentas por pagar a empresas relacionadas corrientes + cuentas por pagar a empresas relacionadas no corrientes) / Patrimonio total.

<sup>15</sup> Endeudamiento financiero neto ajustado = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + cuentas por pagar a empresas relacionadas corrientes + cuentas por pagar a empresas relacionadas no corrientes – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

<sup>16</sup> Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

<sup>17</sup> Deuda financiera neta / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – efectivo y equivalentes) / EBITDA.

<sup>18</sup> Deuda financiera neta ajustada / EBITDA = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes + cuentas por pagar a empresas relacionadas corrientes + cuentas por pagar a empresas relacionadas no corrientes – efectivo y equivalentes) / EBITDA.

<sup>19</sup> Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

<sup>20</sup> Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

<sup>21</sup> Ratio de cobertura de servicio de la deuda = EBITDA – Capex – Impuestos, proyectados / Obligaciones próximos 12 meses (incluye capital e interés).

<sup>22</sup> Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera + cuentas por pagar relacionadas – efectivo – dividendos por cobrar a empresas relacionadas) / EBITDA.

<sup>23</sup> La deuda financiera debe mantenerse menor a \$370.000. En caso que antes del 3Q-2018 (o desde esa fecha), el ratio baje de 1,75 veces, entonces deja de aplicar deuda máxima.

<sup>24</sup> Activos libres de gravámenes = Activos libres de garantía / deuda financiera no garantizada = Total activos – propiedades, planta y equipos entregados en garantía / Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes, garantizados.

*La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.*