



ACCIÓN DE RATING

27 de enero, 2020

Reseña anual de clasificación

RATINGS

Enjoy S.A.

Solvencia	BBB
Bonos	BBB
Efectos de comercio	N2/BBB
Tendencia	En Observación
Títulos accionarios	Nivel 4
Estados financieros	3Q-2019

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

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

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

[Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y largo plazo](#)

[Títulos accionarios de sociedades anónimas](#)

CONTACTOS

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

Fernando Villa +56 2 2896 8207
Gerente de Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Maricela Plaza +56 2 2896 8215
Subgerente de Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Enjoy S.A.

Informe de clasificación de riesgo anual

ICR ratifica en categoría BBB/En Observación la clasificación de solvencia y bonos de Enjoy S.A., en categoría N2 sus efectos de comercio y en Primera Clase Nivel 4 sus títulos accionarios, fundamentado principalmente en la débil fortaleza financiera de la compañía, que se ve reflejada en una baja generación de flujos, acompañada de un alto stock de deuda.

Consideramos que, pese a que Enjoy desarrolla su negocio en un ambiente regulatorio favorable para los incumbentes, con propiedades en buenas ubicaciones geográficas, activos de alta calidad y *market share* relevante, esto no se traduce en una generación adecuada de flujo para el stock de deuda que consolida. Lo anterior, ha derivado en el esfuerzo continuo de la administración por optimizar su calendario de amortización, debiendo negociar con acreedores en más de una oportunidad.

Luego de la crisis social chilena, se intensificó la debilitada fortaleza financiera de la compañía, dada la reducción significativa de clientes en sus casinos, sumado a los días que las operaciones debieron mantenerse cerradas. En diciembre recién pasado, estimamos que la caída del flujo de fin de año era lo suficientemente relevante para desalinearse de su clasificación de entonces (BBB+), lo que implicó ajustar el rating de Enjoy hasta categoría BBB. Asimismo, consideramos que la recuperación del flujo no será tan rápida por dos motivos: (i) porque los temas sociales siguen en desarrollo y; (ii) las inversiones de la compañía están reducidas.

Actualmente —y como consecuencia de ambos factores (baja generación interna de flujo y crisis social)—, nuevamente la administración está en proceso de materializar una serie de iniciativas para mitigar este efecto y desapalancar a la compañía. Los planes de acción presentados por Enjoy a los tenedores de bonos en su última negociación (diciembre 2019) incluyen: (i) activos/acciones disponibles para la venta (Antofagasta, Coquimbo y Pucón); (ii) nueva emisión de bonos locales; (iii) recompra del bono internacional y; (iv) liberación de garantías del bono internacional para preñarlas en favor de los tenedores locales.

Las ventas de activos las evaluamos positivamente, en el sentido que reducirían una carga financiera importante. Pese a lo anterior, las obligaciones por arriendo que se generarían post venta de activos, si bien no corresponden a deuda financiera, son una obligación relevante considerada dentro de los indicadores calculados por ICR. Nuestras sensibilizaciones indican que, en el mejor escenario, esto es, que Enjoy lograra recuperar su flujo operacional de 2018 en 2020, los indicadores no serían lo suficientemente robustos para aumentar su clasificación.

La tendencia En Observación se sustenta en la materialización de las gestiones que está tomando la compañía para mitigar el menor flujo. Vale decir, en la medida que la venta de activos se materialice en las condiciones estipuladas, la tendencia podría volver a estable.

Perfil de la Empresa

Enjoy participa en la industria de entretenimiento en Chile (A1 por Moody's), Uruguay (Baa2 por Moody's), minoritariamente en Argentina (Caa2 por Moody's) e indirectamente llega a Brasil (Ba2 por Moody's) a través de su operación uruguaya.

Desde enero de 2018, Enjoy es controlada por Advent International, quien con un 34,4% de participación nombra cuatro de los nueve directores de la sociedad; la familia Martínez (26,1% de propiedad) nombra dos directores, y los accionistas minoritarios los tres restantes. Entre los dos principales accionistas existe un pacto, pero que no es de actuación conjunta.

El último cambio de directores se hizo en noviembre de 2019 producto de la renuncia de Antonio Martínez, quien fue reemplazado por Pier Paolo Zaccarelli. Respecto a la administración, en abril de 2019 se incorporó como gerente general Rodrigo Larraín en reemplazo de Gerardo Cood.

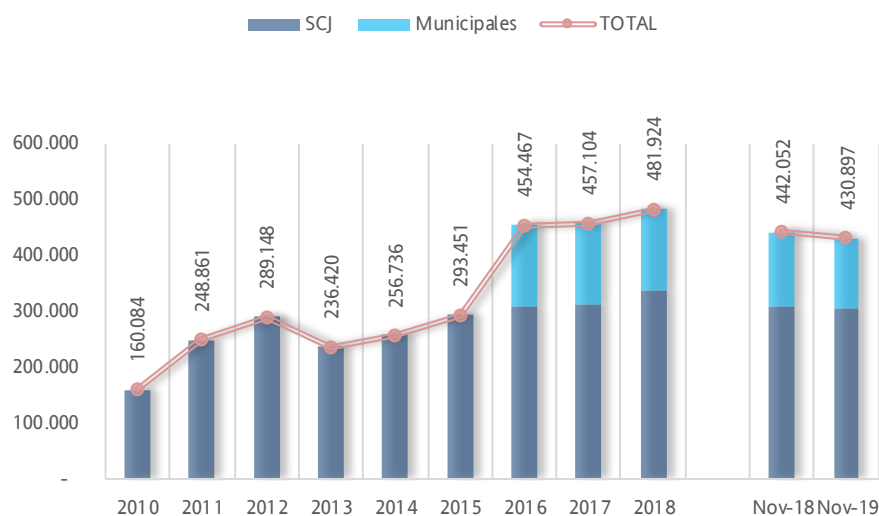
Industria del juego en Chile

Significativa caída de ingresos de la industria de casinos de juego durante el mes de octubre (-20,5%), la que se recuperó parcialmente en noviembre (-4,2%)

Según información publicada por la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ), a noviembre de 2019 los ingresos brutos del juego (win), disminuyeron 2,5% respecto al mismo período del año anterior (incluyendo casinos municipales), influidos por la crisis social iniciada el 18 de octubre que produjo una contracción de la industria de 20,5% sólo durante el mes que comenzaron las demandas sociales y de 4,2% en noviembre.

Ingresos de casinos municipales se redujeron 6,5% a noviembre 2019, mientras que los SCJ bajaron sólo 0,8% en el mismo período de medición

Evolución ingresos brutos del juego (MM\$)



Fuente: SCJ

Las caídas anteriores fueron mitigadas parcialmente por la entrada en operación de Chillán en julio de 2019 y por el proceso de maduración de Arica que opera desde septiembre de 2017 (ambos SCJ). Sin estas operaciones, vale decir, en términos de casinos equivalentes, la caída de ingresos sería del orden de 3,6% acumulado a noviembre 2019, 23% en el mes del estallido social y 6,5% en el mes de noviembre.

OPERACIONES DE ENJOY

Licencia	Expiración
Antofagasta	2023
Coquimbo	2036
San Antonio	2024
Viña del Mar	2035
Rinconada	2024
Los Ángeles	2023
Pucón	2036
Puerto Varas	2036 (adjudicada en último proceso municipal)
Chiloé	2027
Mendoza	Indefinida
Punta del Este	2036
Colchagua	Disponible para la venta

Fuente: La compañía

PRINCIPALES ACCIONISTAS

Accionista	%
Entretenciones Consolidadas SpA.	34,40%
Inv. e Inmobiliaria Almonacid Ltda.	21,23%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	12,79%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	6,59%
Inversiones Cumbres Limitada	4,89%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	3,39%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	2,82%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Acción	2,54%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2,46%
BTG Pactual Chile S.A. C. de B.	1,88%
Banchile Adm. General de Fondos S.A.	1,31%
Bolsa de Comercio de Santiago	0,84%
Bolsa de Valores	0,84%

Fuente: Información CMF a diciembre de 2019

DIRECTORIO

Francisco Martínez S.	Presidente
Miguel Guerrero G.	Director independiente
Ana M. Orellana J.	Director independiente
Pier Paolo Zaccarelli F.	Director
Nicolás Bañados L.	Director
Ignacio Pérez A.	Director independiente
José M. Salgar H.	Director
Lucas Marulanda L.	Director
Ugo Posada	Director

Fuente: CMF

Caída significativa en el número de visitas en la industria de casinos de juego durante los meses de octubre (-17%) y noviembre (-11%)

Pese al gran impacto que tuvo la crisis social en los ingresos de la industria, casinos como Antofagasta, Rinconada, Talcahuano, Coquimbo y Viña del Mar, venían con importantes contracciones previo al 18 de octubre, lo que terminó por intensificarse post crisis y que no alcanzó a ser contrarrestado por el aporte de los casinos de Arica-SCJ y Chillán, que se encuentran en proceso de maduración.

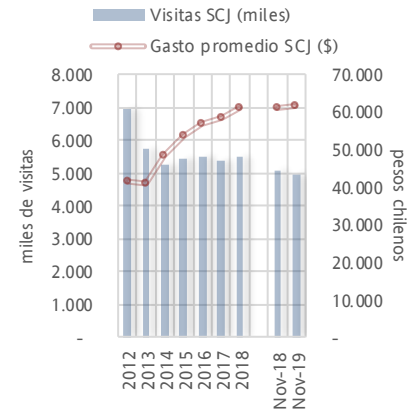
Lo que se venía observando hasta septiembre de 2019, era la disminución de las visitas en gran parte de los casinos de juego (excepto en Arica-SCJ, Calama, Antofagasta, Ovalle, Rinconada, Monticello y Punta Arenas) y un aumento del gasto promedio en prácticamente todas las operaciones (a excepción de Calama, Antofagasta y Rinconada).

En octubre, lo que se produjo fue una caída generalizada en las visitas (14% en modalidad SCJ y 24% en municipales¹) sumado a una disminución de 7% en el gasto promedio SCJ, lo que no se observaba desde la entrada en vigencia de la Ley del Tabaco de 2013.

Si bien en noviembre la caída total de las visitas fue menor respecto al mes del estallido social, el flujo de clientes en los casinos SCJ disminuyeron 3,7% y 28,5% en los municipales. Con estas caídas en los meses de octubre y noviembre, se tiene que en los once meses del año 2019 las visitas de la industria se redujeron 5,7% (ambas modalidades) y el gasto promedio alcanzó a mantener su tendencia positiva (+1,2%, SCJ).

Tasa de crecimiento del gasto promedio es la menor desde la implementación de la Ley del Tabaco (2013)

Evolución gasto promedio por cliente (\$) y número de visitas (miles), ambos en modalidad SCJ



Fuente: SCJ

Variación industria en términos de ingresos, visitas y gasto medido a septiembre (9 meses) y mensual para los períodos de octubre y noviembre

Operación	Δ% ingresos acumulados a sep-19 ⁽¹⁾	Δ% ingresos mensuales de oct-19 ⁽²⁾	Δ% ingresos mensuales de nov-19 ⁽³⁾	Δ% visitas acumuladas a sep-19 ⁽¹⁾	Δ% visitas mensuales de oct-19 ⁽²⁾	Δ% visitas mensuales de nov-19 ⁽³⁾	Δ% gasto acumulado a sep-19 ⁽¹⁾	Δ% gasto mensual de oct-19 ⁽²⁾	Δ% gasto mensual de nov-19 ⁽³⁾
	CASINOS SCJ								
Arica	53,5%	34,0%	38,3%	12,4%	-4,1%	4,0%	36,5%	39,8%	33,0%
Calama	3,6%	-15,0%	6,7%	6,8%	-8,4%	10,7%	-3,0%	-7,2%	-3,7%
Antofagasta	-3,5%	-33,0%	2,4%	2,5%	-18,7%	-4,1%	-5,8%	-17,6%	6,7%
Copiapó	-5,6%	-23,1%	-0,2%	-6,6%	-13,1%	-2,3%	1,2%	-11,5%	2,2%
Ovalle	17,6%	-0,1%	3,2%	1,2%	-19,6%	-11,6%	16,2%	24,3%	16,7%
San Antonio	0,1%	-20,1%	-19,0%	-5,4%	-24,2%	-28,0%	5,8%	5,4%	12,4%
Rinconada	-3,8%	-45,6%	-12,2%	2,3%	-7,9%	-9,8%	-5,9%	-40,9%	-2,7%
Monticello	3,1%	-18,8%	6,1%	3,5%	-22,6%	1,9%	-0,4%	4,9%	4,1%
Colchagua	-7,2%	0,6%	-4,0%	-14,4%	-22,5%	-12,8%	8,4%	29,8%	10,1%
Talca	-5,5%	-21,7%	-19,7%	-7,9%	-23,3%	-21,8%	2,6%	2,1%	2,8%
Talcahuano	-3,5%	-17,0%	-9,6%	-8,5%	-21,2%	-9,5%	5,5%	5,3%	0,0%
Los Ángeles	0,9%	-27,5%	-1,3%	-19,3%	-14,6%	-14,6%	25,0%	-15,2%	15,6%
Temuco	0,5%	-17,0%	9,4%	-0,6%	-13,7%	-3,8%	1,1%	-3,8%	13,7%
Valdivia	10,4%	-32,2%	-42,7%	-0,1%	-39,2%	-55,2%	10,4%	11,4%	27,9%
Osorno	1,8%	-5,1%	1,6%	-2,3%	-9,7%	-0,6%	4,2%	5,1%	2,2%
Chiloé	3,6%	18,0%	0,6%	-4,7%	2,0%	5,7%	8,7%	15,6%	-4,8%
Coyhaique	2,8%	-17,4%	-22,3%	-5,1%	-22,4%	-16,7%	8,3%	6,4%	-6,8%
P. Arenas	3,7%	-1,3%	-2,4%	0,9%	-9,2%	1,4%	2,8%	8,7%	-3,8%
TOTAL SCJ	1,4%	-19,8%	-0,4%	-0,3%	-13,8%	-3,7%	1,0%	-5,1%	3,0%
CASINOS MUNICIPALES									
Arica	-12,6%	-18,2%	-18,8%	43,2%	38,5%	50,4%	-	-	-
Iquique	-1,0%	-29,2%	-12,8%	-10,9%	-32,0%	-26,9%	-	-	-
Coquimbo	-6,6%	-32,6%	-3,4%	-0,7%	-31,2%	-16,4%	-	-	-
Viña del Mar	-6,2%	-18,9%	-17,8%	-17,7%	-29,0%	-46,5%	-	-	-
Pucón	-1,6%	-14,5%	-29,1%	-9,8%	22,2%	21,8%	-	-	-
Puerto Varas	1,6%	-13,1%	-0,8%	-	-	-	-	-	-
Puerto Natales	6,3%	-11,2%	-7,3%	16,4%	-5,7%	-18,3%	-	-	-
TOTAL MUNICIPALES	-4,4%	-22,4%	-13,2%	-11,6%	-24,4%	-28,5%	-	-	-
VARIACIÓN INDUSTRIA	-0,4%	-20,5%	-4,2%	-4,1%	-16,8%	-11,0%	-	-	-

Fuente: Elaboración propia con información de SCJ. (1) Variación de los 9 primeros meses de 2019 respecto al mismo período del año anterior; (2) Variación del mes de octubre 2019 respecto al mes de octubre de 2018; (3) Variación del mes de noviembre de 2019 respecto al mes de noviembre de 2018.

Clasificación de riesgo del negocio: **BBB+**

Ambiente regulatorio continúa favorable para los incumbentes. No se esperan cambios normativos en el corto plazo

En nuestra opinión, 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.

Estimamos que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. Los factores de mayor incertidumbre durante los últimos años fueron las licencias municipales, lo cual fue clarificado en 2018 con la adjudicación de Enjoy de cuatro de las plazas disponibles (de cuatro plazas postuladas por la compañía).

A la fecha, no existen regulaciones vigentes (o en proceso) impactando los resultados de la empresa ni de la industria.

Contracción del crecimiento chileno no cambia nuestra opinión de corto plazo respecto a la buena ubicación de las operaciones de Enjoy

En nuestra opinión, Enjoy está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones mayoritariamente en Chile y Uruguay y, si bien participa en Argentina a través de una operación minoritaria, la generación de flujo continúa apalancada en Punta del Este y Chile.

Aun cuando las estimaciones de crecimiento para nuestro país se acotaron por la extensión del estallido social, seguimos considerando que Chile presenta buenas perspectivas de largo plazo, lo que permitiría generar un flujo recurrente para la firma mediante su buena dispersión geográfica y acceso a mercados en desarrollo.

Recalamos que el **cambio de clasificación** recientemente materializado en diciembre de 2019, se produjo por el impacto que la menor demanda tendría en el flujo operacional de una compañía con un alto nivel de deuda y una baja generación de flujo, que venía disminuyendo incluso antes de la crisis social y que se esperaba repuntara como resultado del plan de inversiones que tenía en marcha. Lo anterior significa que, si bien nuestras expectativas son desfavorables para Chile en términos de crecimiento para el 2020, nuestros modelos no consideran que esto sea replicable al largo plazo.

Por otra parte, si bien el año 2019 Uruguay cerraría con un muy bajo crecimiento, los años 2020 y 2021 debería repuntar según las estimaciones del Banco Mundial, acercándose así, al crecimiento que tuvo el país en 2017.

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, permitiendo un alto flujo de visitas por casino.

Compañía continúa siendo un actor relevante en Chile, pese a su bajo nivel de inversiones

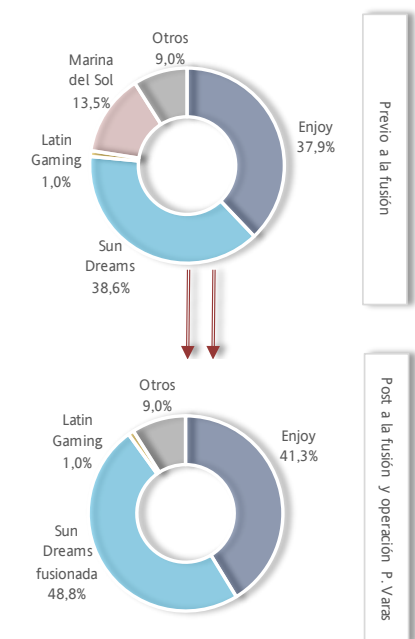
En nuestra opinión, Enjoy cuenta con activos de gran calidad. Las propiedades son relativamente nuevas o recientemente renovadas (vale decir, con incorporación suficiente de Capex con el fin de mantener estándares de muy alta calidad, lo que no estimamos sea sostenible con el bajo nivel de inversiones que mantiene la compañía actualmente).

	A	BBB	BB	B
Regulación / Competencia				
Ubicación				
Características de los activos				
Diversificación geográfica				
Eficiencia operacional				

Fuente: metodología de casinos de juego, ICR.

Enjoy continúa siendo uno de los líderes en el mercado en Chile, lo que se revertiría con la eventual fusión entre Sun Dreams y Marina del Sol

Participación de mercado a noviembre 2019 (UDM)



Fuente: SCJ. Casino de Puerto Varas se incluye en Sun Dreams previo a la fusión (de materializarse) y en Enjoy post fusión (de materializarse), asumiendo que Enjoy lograría generar el nivel de ingresos actual en su nueva operación de Puerto Varas. Colchagua incluido en Otros.

Enjoy consolida la propiedad de nueve casinos (Antofagasta, Rinconada, San Antonio, Los Ángeles, Chiloé, Coquimbo, Viña de Mar, Pucón y Punta del Este), mantiene uno disponible para la venta (Colchagua), contabiliza a valor proporcional la participación en Mendoza y en los próximos años consolidaría su adjudicación municipal de Puerto Varas. A lo anterior se suma la alta calidad de hoteles, restaurantes y lugares de entretenimiento.

Estos activos le permiten a la compañía ser uno de los principales operadores en Chile, con una participación de 37,9% a noviembre de 2019 (anualizada, o de 41,3% si estuvieran hoy operando Puerto Varas con el nivel de ingresos actual), además de recibir un flujo importante proveniente desde Punta del Este.

Consideramos que 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 con la inversión en tecnología, Enjoy mantiene contratos con diversos proveedores para ofrecerles a los clientes una mayor variedad de juegos en máquinas de azar, lo que se ha potenciado el último año a través de la renovación de una fracción relevante del parque de máquinas.

Con todo, pese a tener la escala para este tipo de inversiones, consideramos que la baja generación de flujo que presenta esta compañía (complementada con un alto endeudamiento), ha derivado en un ajuste relevante en estos ítems complementarios, lo que se refleja en el bajo Capex respecto a la depreciación y en el ajuste de los gastos generales de la empresa, lo que no estimamos sea sostenible para recuperar sus niveles de rentabilidad.

Indicadores operacionales sin repunte hasta septiembre de 2019, los que se contraerían significativamente post crisis social

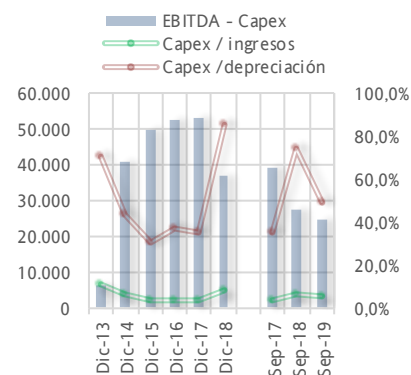
Respecto al desempeño operacional, consideramos que Enjoy tiene márgenes moderados respecto a sus competidores y al tipo de casinos que opera, aunque mejorando a altas tasas luego de la entrada en vigencia de la Ley del Tabaco, donde esta compañía (y la industria en general) se vio fuertemente afectada.

Nuestras estimaciones no descartan que los márgenes históricos que ha tenido Enjoy se reduzcan al mediano plazo, considerando el nuevo canon impositivo que entraría en vigencia dentro de los siguientes dos años. Lo anterior significa que la rentabilidad exigida a los proyectos de inversión debería ser suficientemente alta para contrarrestar la mayor estructura de costos y la alta base de gastos que mantiene la empresa, respecto a sus competidores.

En relación con las ganancias por máquina, la compañía continuó incrementando estos niveles hasta el 2018 en gran parte de sus casinos SCJ² (salvo en casino de Antofagasta), pero en 2019 este crecimiento se detuvo (en parte por el impacto de la crisis social) cerrando a noviembre con moderados niveles de ganancia por máquina, respecto a la industria.

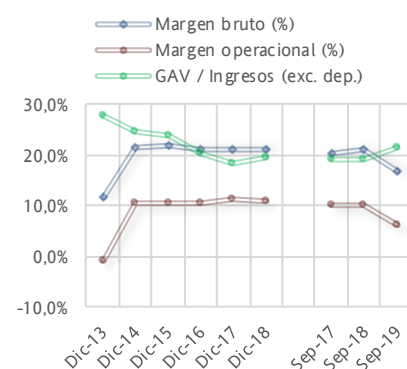
Hasta septiembre de 2019, la compañía continuaba con bajo retorno del capital producto de su generación operacional que no repuntaba, lo que se intensificaría con las cifras de cierre dado el impacto relevante que tuvo la crisis social en las operaciones de esta compañía y que no alcanza a ser mitigada por la mejora en la estructura financiera, reflejada en el menor gasto financiero neto.

EBITDA ajustado del Capex cerró en bajos niveles, pese a la contención de las inversiones
Evolución EBITDA neto (MM\$), intensidad de inversiones (%) y suficiencia de inversiones (%)



Fuente: Estados financieros

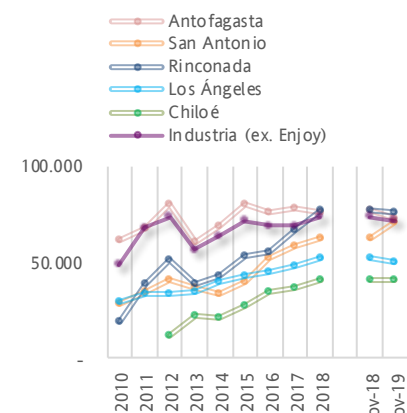
Márgenes a septiembre presentaron un retroceso respecto a la tendencia de la empresa en un escenario de alto gasto de administración
Evolución eficiencia, márgenes bruto y operacional (%)



Fuente: Estados financieros

Disminución de win per day fue contrarrestado parcialmente por las nuevas operaciones (San Antonio y Los Ángeles)

Ganancia diaria por máquina, casinos SCJ (\$)



Fuente: Elaboración propia. Datos SCJ

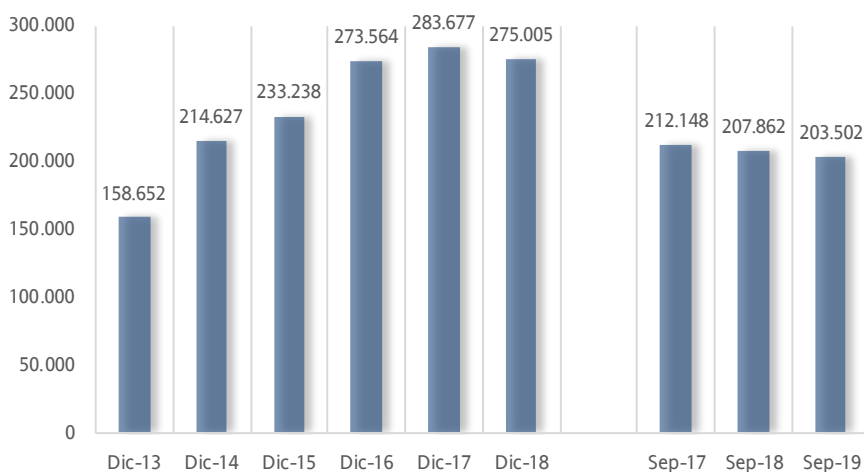
Evaluación de la fortaleza financiera: Débil respecto a su rating del negocio (BBB+)

Baja en el desempeño operacional de la compañía se intensificaría al cierre de diciembre 2019, tras los efectos de la crisis social

Hasta septiembre de 2019, los ingresos de Enjoy habían disminuido 2,1% respecto al mismo período del año anterior, producto de la variación negativa de gran parte de sus operaciones (excepto Chiloé y Puerto Varas), principalmente Punta del Este (-7,4%), Viña del Mar (-5,7%), Coquimbo (-7,5%) y Santiago (-3,7%), lo que no alcanzó a ser mitigado con la incorporación de las operaciones de San Antonio y Los Ángeles.

Incorporación de operaciones de Los Ángeles y San Antonio mitigaron parcialmente la disminución de ingresos, sin las cuales la variación negativa sería del orden de 5%

Evolución ingresos consolidados (MM\$)



Fuente: Estados financieros

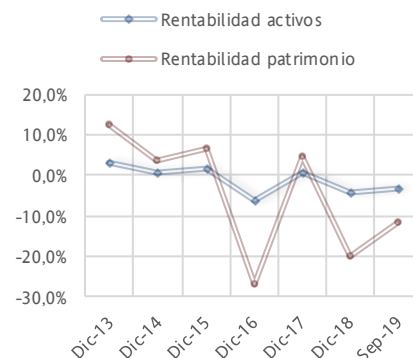
Pese a que las cifras del último trimestre de 2019 no han sido publicadas, en ningún caso serían favorables para la compañía dada la contracción relevante que tuvo la demanda en sus operaciones, lo que impactó en el **cambio de clasificación** materializado en diciembre recién pasado. Así, las cifras publicadas por la SCJ muestran que en octubre todas las operaciones de Enjoy disminuyeron sus ingresos a tasas de dos dígitos (excepto Chiloé), mientras que en noviembre si bien Antofagasta, Los Ángeles, Coquimbo y Chiloé se recuperaron, el resto de sus casinos continuaban con caídas de ingresos a doble dígito.

Hasta septiembre de 2019, Enjoy había generado \$35.469 millones de EBITDA³, cifra 11,2% inferior respecto al mismo período del año anterior (producto principalmente de Punta del Este, Santiago y Viña del Mar), variación negativa que se intensificaría el último trimestre de 2019 tras las caídas relevantes en ingresos derivadas de la crisis social chilena. Con esta cifra, el margen EBITDA⁴ a septiembre 2019 cerró en 17,4%, que contrasta negativamente con el 19,2% obtenido al mismo período de 2018.

En términos de flujo, durante los primeros nueve meses de 2019 la compañía generó un flujo operacional⁵ significativamente inferior respecto al mismo período del año anterior (-63,1%), producto de la menor recaudación respecto a los pagos a los proveedores.

Si bien la administración estuvo trabajando los últimos años en la optimización financiera de la compañía, la disminución de los gastos financieros no alcanzó a ser suficiente para

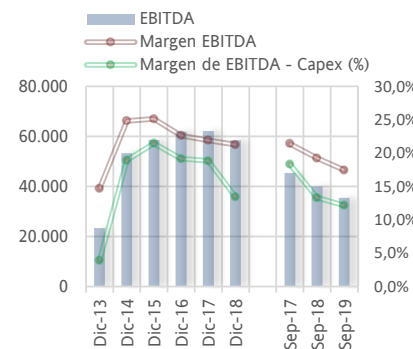
Rentabilidades de Enjoy se han mantenido muy bajas o en terreno negativo
Evolución rentabilidades (%)



Fuente: Estados financieros

Bajos márgenes no se revertirían al corto plazo, según nuestras estimaciones

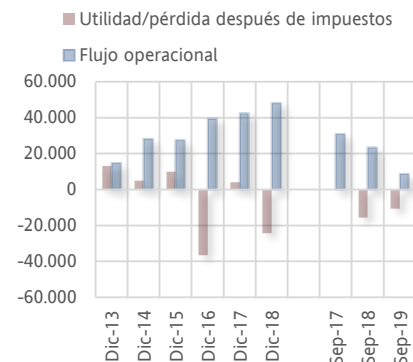
Evolución EBITDA (MM\$) y márgenes de EBITDA y de EBITDA ajustado inversiones (%)



Fuente: Estados financieros

Contracción operacional relevante previo a la crisis social

Evolución de utilidad/pérdida del ejercicio y flujo procedente de actividades operacionales (MM\$)



Fuente: Estados financieros

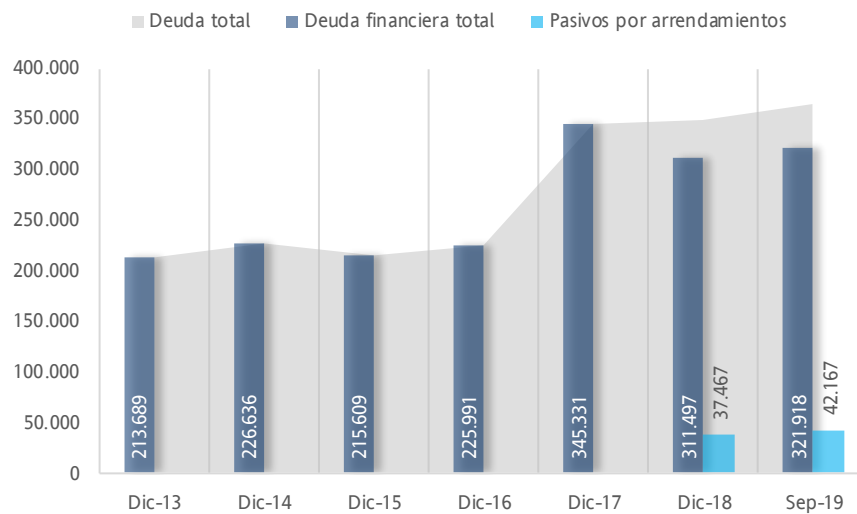
reversar las pérdidas a nivel de última línea, lo que implicó cerrar septiembre 2019 con \$10.643 millones de pérdida y continuar aumentando con ello las pérdidas acumuladas generadas desde 2016.

Gestión financiera 2019 de la administración permitió quitarle presión a su calendario de pagos de corto plazo

El stock de deuda financiera⁶ de la empresa cerró en \$321.918 millones a septiembre de 2019 (excluye deuda contingente y pasivos por NIIF 16), lo que representó un leve aumento de 3,3% respecto al cierre de diciembre de 2018 impulsado por las inversiones que había comenzado a materializar la compañía en sus operaciones, sumado a la adquisición de los casinos de San Antonio y Los Ángeles, lo que en su conjunto produjo un aumento de 18,1% en la deuda financiera neta.

Alto stock de deuda para el flujo generado por la compañía

Evolución stock de obligaciones financieras y pasivos por arrendamiento (MM\$)



Fuente: Estados financieros

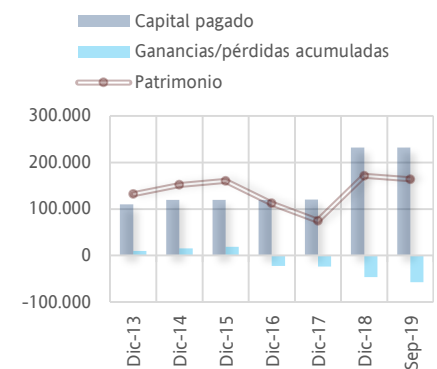
Si bien durante los últimos años la administración estuvo realizando optimizaciones financieras de modo tal de quitarle presión al calendario de pagos de corto plazo y, eventualmente, mejorar el costo de fondos, consideramos que el flujo que genera Enjoy no es suficiente para comenzar con el proceso de desapalancamiento de la compañía, sobre todo considerando que se encuentra en período de inversión para poner en marcha sus operaciones municipales con el nuevo canon impositivo.

Estimamos que Enjoy está menos preparada que otros competidores de la industria para enfrentar eventualidades, ya sean de mercado o del negocio, lo que significa que su clasificación tiene mayor probabilidad de deteriorarse ante eventos que afecten su generación de flujo respecto a competidores con menor stock de deuda relativa, lo que quedó demostrado en el último ajuste de clasificación (diciembre de 2019), luego del shock exógeno provocado por la crisis social chilena.

Adicionalmente, consideramos que, pese a que Enjoy está diversificado geográficamente mediante su operación uruguaya y argentina, la primera corresponde a una plaza altamente volátil y estacional en la generación de flujo y la segunda, corresponde a una operación menor que genera flujo, pero que se ubica en un país con alto nivel de riesgo soberano. Dado esto, la contracción del flujo chileno no logró ser mitigado por Uruguay y Argentina y, por tanto, impactó negativamente en su clasificación de solvencia. Pese a

Pérdida acumulada continuó incrementándose previo a la crisis social (septiembre 2019)

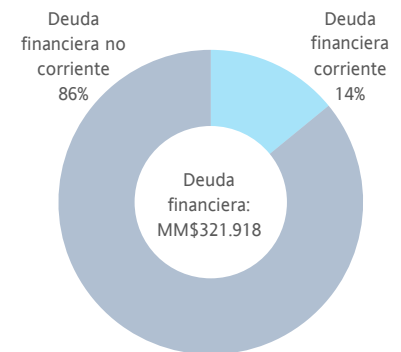
Composición estructura patrimonial (MM\$)



Fuente: Estados financieros

Deuda financiera altamente concentrada al largo plazo, luego de la gestión financiera 2019 de la administración

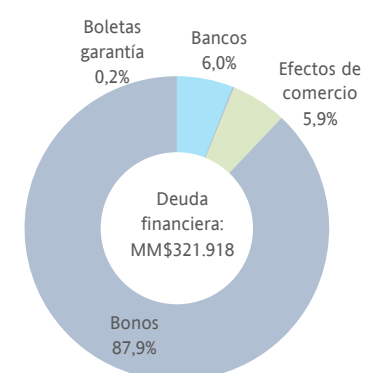
Composición de la deuda financiera (%)



Fuente: Estados financieros

Deuda altamente concentrada en bonos (local e internacional)

Composición de la deuda financiera por tipo de deuda. Excluye capital de contingentes (%)



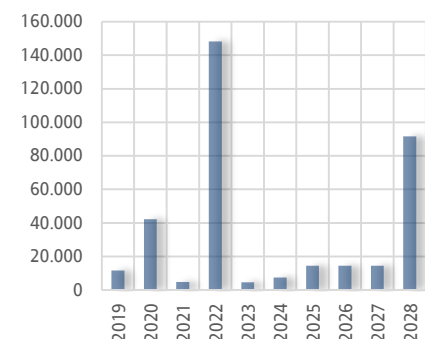
Fuente: Estados financieros

lo anterior, destacamos el calendario de pagos de la deuda financiera de la compañía, el que fue estructurado al largo plazo durante el año recién pasado, lo que evitó que la disminución de la clasificación de riesgo fuera mayor a un *notch*.

Enjoy cerró el trimestre previo a la crisis social con un endeudamiento total de 2,96 veces, cifra significativamente superior respecto a la industria producto del efecto dual de su alto stock de deuda financiera y bajo patrimonio, éste último influido negativamente por las pérdidas acumuladas, que se incrementarían con las cifras del último trimestre del año.

Del mismo modo, dado que sus márgenes continuamente se sitúan bajo la industria, sus indicadores de cobertura de gastos financieros y de deuda financiera neta sobre EBITDA no logran fortalecerse y se ubican muy cercanos a sus *covenants*, lo que ha obstaculizado la incorporación de mayor stock de deuda para financiar inversiones, debiendo flexibilizar sus restricciones en más de una oportunidad.

Vencimiento relevante en 2022 (bono internacional)
Perfil de amortización (MM\$)



Fuente: La compañía, datos a oct-2019

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

Indicadores	2014	2015	2016	2017	2018	Sep-19
Endeudamiento total ⁷	2,90	2,96	4,14	6,00	2,75	2,96
Endeudamiento financiero ⁸	1,49	1,35	2,02	4,63	1,82	1,97
Endeudamiento financiero neto ⁹	1,36	1,14	1,65	4,22	1,33	1,64
Cobertura de gastos financieros netos ¹⁰	3,30	3,47	3,70	1,90	1,31	1,89
Deuda financiera neta sobre EBITDA	3,86	3,12	2,98	5,07	3,88	4,97
Razón circulante ¹¹	0,67	0,64	0,34	0,72	1,10	1,00
Razón ácida ¹²	0,65	0,61	0,33	0,68	1,07	0,97
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) ¹³	1,75	1,64	2,36	1,30	1,08	1,17
Deuda financiera neta / Flujo operacional ¹⁴	7,28	6,61	4,68	7,43	4,71	8,04

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

Consideramos relevante mencionar que, dado que la compañía necesita elevar sus inversiones y que su generación de flujo no permite cubrir el Capex comprometido, la obtención de recursos frescos en un plazo no superior a 12 meses sería relevante para fortalecer a Enjoy, permitiéndole con ello cumplir con su calendario de inversión, reducir su stock de deuda y, eventualmente, mejorar su rendimiento operacional como consecuencia de sus inversiones. Pese a lo anterior, recalamos que si bien recursos frescos serían relevantes en el corto plazo para fortalecer financieramente a esta compañía, no vemos esta solidez sostenible en el tiempo si no se acompaña de una mejora operacional estable, derivada tanto del mejor rendimiento de sus plazas como de la baja de sus gastos de administración.

Lo anterior significa que, si bien las iniciativas que está llevando a cabo la administración (desapalancar a la compañía en un monto cercano a un tercio de su deuda actual) evitaron que el ajuste de la clasificación de diciembre 2019 fuera superior a un *notch*, estimamos que estas iniciativas no permitirían fortalecer a Enjoy en términos de solvencia mientras no venga acompañado de mayor generación de flujo (o bien mediante una inyección de capital significativa, lo que estimamos sería un fortalecimiento financiero de mediano plazo).

Metodología de clasificación

La clasificación de riesgo de un instrumento comprende 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 una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en la cual la liquidez de una empresa 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.

Instrumentos clasificados

Efectos de comercio

Enjoy, mantiene vigente las líneas de efectos de comercio N°s 109 (series 20A y 21A), 113 y 116 (serie 4C), según las siguientes características:

Principales características series de efectos de comercio

	Serie 20A	Serie 21A	Serie 4C
N° de inscripción	109	109	116
Fecha inscripción	20-ago-19	20-ago-19	10-abr-18
Vencimiento	14-feb-20	15-jun-20	8-may-20
Monto inscrito	\$4.000 millones	\$2.000 millones	\$20.000 millones
Monto colocado	\$4.000 millones	\$2.000 millones	\$20.000 millones
Monto vigente	\$4.000 millones	\$2.000 millones	\$20.000 millones

Fuente: Elaboración propia con información CMF (noviembre 2019) y la compañía. Serie 19A venció y se pagó con fecha 15 de enero de 2019.

Dentro de la escritura pública que contiene las características de la emisión, se establece que la compañía debe dar cumplimiento a los siguientes *covenants* (líneas 109 y 116):

Principales resguardos financieros efectos de comercio

Covenant	Exigencia	Sep-18	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19
Deuda financiera consolidada neta / Patrimonio total	<= 5,25 veces	1,45	1,47	1,45	1,60	1,78
Deuda financiera consolidada neta / EBITDA ajustado anualizado	<=6,5 veces	4,33	4,31	4,42	5,00	5,14
Activos libres de garantía	>= 1,5 vez	3,16	2,87	2,78	2,75	2,82

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

A la fecha, la línea N° 113 (sin colocaciones vigentes) está en proceso de modificación de *covenants* de modo tal que: (i) Deuda financiera consolidada neta / Patrimonio <=5,25 veces a partir de la medición del primer trimestre de 2020 e incluya la participación

proporcional sobre Cela S.A. (Mendoza); (ii) Deuda financiera consolidada neta / EBITDA $\leq 7,0$ veces a partir de la medición del primer trimestre de 2020 e incluya la participación proporcional sobre Cela S.A. (Mendoza) y; (iii) Activos libres de gravámenes $\geq 1,5$ veces a partir de la medición del primer trimestre de 2020.

En relación a la clasificación de estas 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 (**Criterio: Relación entre Clasificaciones de Corto y de Largo Plazo**).

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 Enjoy mantiene una clasificación de solvencia de categoría BBB, sus instrumentos de corto plazo califican en 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 ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente las líneas de bonos N°s 637, 638 y 915 (series I y J). En nuestra opinión, 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:

Principales características líneas de bonos vigentes

	Línea 637	Línea 638	Línea 915
Fecha inscripción	17-jun-10	17-jun-10	30-oct-18
Plazo (años)	10	30	10
Monto inscrito	UF 3.000.000	UF 3.000.000	UF 5.000.000
Monto colocado vigente	-	-	UF 5.000.000
Series vigentes	-	-	I, J

Fuente: Elaboración propia con información de CMF a noviembre de 2019.

Principales características series de bonos vigentes

	Serie I	Serie j
N° de inscripción	915	915
Fecha inscripción	12-nov-18	11-abr-19
Plazo (años)	9,83	9,00
Monto inscrito	UF 3.000.000	UF 2.000.000
Monto colocado	UF 3.000.000	UF 2.000.000
Deuda vigente	UF 3.000.000	UF 2.000.000
Tasa emisión (%)	3,90%	3,50%
Vencimiento	1-oct-28	15-abr-28

Fuente: Elaboración propia con información CMF (noviembre 2019) y LVA Índices.

Las restricciones financieras de los contratos de bonos fueron modificados en dos ocasiones en 2019 respecto a sus niveles exigidos hasta el 1Q-19. La primera modificación fue en junio donde se aprobó incluir en las mediciones la participación que Enjoy mantiene en Cela S.A. (Mendoza) y aumentar el nivel exigido de deuda financiera neta sobre EBITDA desde 4,5 veces hasta 5,5 veces desde el 2Q-19 hasta el 4Q-20. El objetivo de esta medición fue flexibilizar el *covenant* provisoriamente mientras se materializaban las inversiones de la compañía mediante deuda y mejoraban con ello, los márgenes de sus operaciones.

Luego de esta modificación a los contratos de bonos, los *covenants* exigibles y los niveles obtenidos hasta septiembre 2019 fueron:

Principales resguardos financieros bonos

Covenant	Exigencia	Sep-18	Dic-18	Mar-19	Jun-19	Sep-19
Deuda financiera consolidada neta / Patrimonio total	<=5,25 hasta el 3Q-18 <= 2,0 veces desde el 4Q-18	1,45	1,47	1,45	1,60	1,77
Deuda financiera consolidada neta / EBITDA ajustado anualizado	<=6,5 veces hasta el 3Q-18 <=4,5 veces desde el 4Q-18 y hasta el 1Q-19 <=5,5 veces desde el 2Q-19	4,34	4,31	4,42	4,74	4,91
Activos libres de garantía	>= 1,5 vez	3,16	2,87	2,78	2,75	2,82

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros.

En diciembre, se aprobaron nuevas modificaciones a los contratos de bonos, como consecuencia del impacto que tuvo la crisis social en los ingresos y EBITDA de la compañía. Así, se aprobó suspender la medición del *covenant* de deuda financiera neta sobre EBITDA al 4Q-19 y retomarlo el 1Q-20 en un nivel máximo de 6,5 veces, exigencia que se mantendría hasta la medición del 4Q-20 y disminuiría hasta un máximo de 5,5 veces en 2021 y 5,0 veces en 2022 y 4,5 veces en 2023.

Adicionalmente, se aprobó entregar en garantía a los tenedores de bonos locales, las acciones emitidas por Baluma (62,5% de las acciones) en caso que se prepague y levante la prenda que tiene otorgada a los tenedores del bono internacional, las que se mantendrían prendadas al menos hasta el 31 de diciembre de 2020 (y que deberían ser prendadas antes del 30 de septiembre de 2020 para evitar el pago de un *fee* a los tenedores de bonos). Complementario a lo anterior, se dejó estipulado que si durante 2020 se enajenan los activos o acciones del proyecto de Antofagasta (previamente a constituir la prenda de acciones sobre Baluma), el 75% de los fondos recaudados deberán ser entregados en prenda a los tenedores de bonos locales.

Finalmente, pese a que no se estipula como condiciones en los contratos de bonos, la compañía tiene en marcha la enajenación de activos/acciones no sólo del proyecto de Antofagasta, sino que complementaría la estrategia financiera las ventas de Coquimbo y Pucón y la emisión de un nuevo bono local para prepagar el bono internacional. Toda esta estructura, permitiría levantar las garantías y entregarlas como resguardo a los bonistas locales.

Consideramos que, si bien estas medidas mitigan parcialmente los efectos de menor demanda de sus clientes producto de la crisis social, no resultarían en una clasificación de riesgo superior a su rating de solvencia, lo que está justificado por la calidad de la garantía que recibirían los tenedores de bonos para cubrirse del riesgo de default. Al respecto, el subyacente a entregar en garantía a los tenedores de bonos locales corresponde a un activo de la operación que sólo cubre una parcialidad del capital adeudado, lo que significa que en caso de default, existe alto riesgo de pérdida del principal.

Las ventas de activos que tienen en marcha fue evaluado positivamente en el sentido que reducen una carga financiera importante, lo que implica que la reducción de la clasificación sea sólo en un *notch*. Recalamos que si no hubieran existido medidas de la administración para mitigar los efectos sociales, la rebaja en la clasificación hubiera sido probablemente superior. Pese a lo anterior, las obligaciones por arriendo (que se generarían post venta de activos) si bien no corresponden a deuda financiera, corresponde a una obligación relevante que debe necesariamente cumplir la compañía y los indicadores calculados por ICR se ajustan de modo tal de incluir esta nueva obligación (activos por derecho de uso, pasivo por la obligación, mayor gasto financiero y el impacto negativo en flujo) dentro de los cálculos.

Así, nuestras sensibilizaciones indican que en el mejor escenario, esto es, que Enjoy lograra recuperar su flujo operacional de 2018 en 2020, los indicadores no serían lo suficientemente robustos para justificar un aumento de clasificación, sobre todo considerando que la compañía debe desembolsar flujos relevantes de Capex los siguientes períodos, inversiones que se han mantenido muy acotadas para resguardar su stock de caja. En caso contrario, vale decir, si el flujo estuviera muy por sobre 2018 (sin variación relevante de deuda) y viniera apoyado mediante un aumento de capital que permitiera rebajar significativamente sus indicadores de deuda, sería factible evaluar una eventual mejora de rating, escenario que vemos menos probable.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones

Fecha	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Tendencia	Títulos accionarios	Motivo
14-feb-12	A-	A-	-	Negativa	-	Cambio de tendencia
08-abr-13	BBB+	BBB+	-	Estable	-	Cambio de clasificación y tendencia
31-may-13	BBB+	BBB+	-	Estable	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual
05-dic-13	BBB	BBB	-	En Observación	-	Cambio de clasificación y tendencia
17-abr-14	BBB	BBB	-	Estable	-	Cambio de tendencia
30-may-14	BBB	BBB	-	Estable	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual
12-jun-14	BBB	BBB	-	Estable	-	Nuevo instrumento (bonos)
13-may-15	BBB	-	N2/BBB	Estable	-	Nuevo instrumento (efectos de comercio)
29-may-15	BBB	BBB	N2/BBB	Estable	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual
31-mar-16	BBB	BBB	N2/BBB	Estable	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual
29-jul-16	BBB	-	N2/BBB	Estable	-	Nuevo instrumento (efectos de comercio)
19-oct-16	BBB	-	N2/BBB	Estable	-	Nuevo instrumento (efectos de comercio)
28-nov-16	BBB	BBB	N2/BBB	En Observación	-	Cambio de tendencia
31-mar-17	BBB	BBB	N2/BBB	En Observación	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual
18-may-17	BBB	BBB	N2/BBB	Estable	-	Cambio de tendencia
30-ago-17	BBB	BBB	N2/BBB	Positiva	-	Cambio de tendencia
26-ene-18	BBB+	BBB+	N2/BBB+	Estable	-	Cambio de clasificación y tendencia
21-mar-18	BBB+	BBB+	N2/BBB+	Estable	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual
05-sep-18	BBB+	BBB+	-	Estable	-	Nuevo instrumento (bonos)
30-ene-19	BBB+	BBB+	N2/BBB+	Estable	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual
12-dic-19	BBB	BBB	N2/BBB	En Observación	-	Cambio de clasificación y tendencia
27-ene-20	BBB	BBB	N2/BBB	En Observación	Primera Clase Nivel 4	Reseña anual

Fuente: Elaboración propia con información de ICR.

Definición de categorías

Categoría BBB

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

Categoría 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.

Primera Clase Nivel 4

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

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

	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Sep-18	Sep-19
Activos corrientes	70.186	77.716	84.971	94.934	89.223	152.118	118.218	120.781
Activos no corrientes	478.376	513.398	548.666	479.612	432.963	488.549	456.181	526.536
Activos totales	548.562	591.114	633.637	574.546	522.187	640.667	574.399	647.317
Efectivo y equivalentes	21.333	20.942	33.018	41.590	30.344	84.410	59.555	53.626
Pasivos corrientes	143.828	115.875	133.244	277.176	124.549	138.087	161.933	120.427
Pasivos no corrientes	272.962	323.530	340.290	185.616	323.059	331.561	241.610	363.432
Pasivos totales	416.791	439.405	473.534	462.792	447.608	469.648	403.543	483.859
Deuda financiera corriente	70.854	57.721	63.131	89.811	66.243	59.207	113.045	45.335
Deuda financiera no corriente	142.834	168.915	152.478	136.180	279.088	252.291	194.046	276.583
Deuda financiera total	213.689	226.636	215.609	225.991	345.331	311.497	307.091	321.918
Deuda financiera neta	192.355	205.695	182.591	184.401	314.986	227.088	247.535	268.293
Patrimonio	131.771	151.710	160.103	111.754	74.579	171.019	170.857	163.458
Ingresos de explotación	158.652	214.627	233.238	273.564	283.677	275.005	207.862	203.502
Gastos financieros netos 12 meses	13.811	16.157	16.887	16.718	32.734	44.618	41.863	28.542
Utilidad/pérdida después de impuestos	13.141	4.946	9.928	-36.565	4.098	-24.402	-15.552	-10.643
Razón circulante (N° de veces)	0,49	0,67	0,64	0,34	0,72	1,10	0,73	1,00
Razón ácida (N° de veces)	0,47	0,65	0,61	0,33	0,68	1,07	0,71	0,97
Endeudamiento total (N° de veces)	3,16	2,90	2,96	4,14	6,00	2,75	2,36	2,96
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,62	1,49	1,35	2,02	4,63	1,82	1,80	1,97
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	1,46	1,36	1,14	1,65	4,22	1,33	1,45	1,64
EBITDA	23.319	53.282	58.615	61.870	62.118	58.460	39.964	35.469
Margen EBITDA (%)	14,7%	24,8%	25,1%	22,6%	21,9%	21,3%	19,2%	17,4%
EBITDA 12 meses	23.319	53.282	58.615	61.870	62.118	58.460	56.678	53.964
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	1,69	3,30	3,47	3,70	1,90	1,31	1,35	1,89
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	9,16	4,25	3,68	3,65	5,56	5,33	5,42	5,97
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	8,25	3,86	3,12	2,98	5,07	3,88	4,37	4,97
Capex	17.135	12.677	8.593	9.473	8.722	21.570	12.327	10.720
EBITDA - Capex	6.184	40.605	50.023	52.397	53.397	36.889	27.637	24.748
Margen de EBITDA - Capex (%)	3,9%	18,9%	21,4%	19,2%	18,8%	13,4%	13,3%	12,2%
Rentabilidad activos (%)	3,0%	0,9%	1,6%	-6,1%	0,7%	-4,2%	-2,0%	-3,2%
Rentabilidad patrimonio (%)	12,6%	3,5%	6,4%	-26,9%	4,4%	-19,9%	-9,2%	-11,7%
Flujo operacional	14.734	28.249	27.613	39.376	42.422	48.230	23.526	8.678
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo) (N° de veces)	1,07	1,75	1,64	2,36	1,30	1,08	0,84	1,17
Deuda financiera neta / Flujo operacional (N° de veces)	13,06	7,28	6,61	4,68	7,43	4,71	7,05	8,04
Capex / ingresos (%)	10,8%	5,9%	3,7%	3,5%	3,1%	7,8%	5,9%	5,3%
Capex /depreciación (%)	70,7%	43,8%	30,2%	36,7%	35,2%	84,9%	74,0%	48,9%
GAV / Ingresos (exc. dep.)	27,7%	24,7%	23,8%	20,2%	18,5%	19,5%	18,9%	21,5%
Capital pagado	109.909	119.445	119.445	119.445	120.084	231.645	231.645	231.645
Ganancias/pérdidas acumuladas	9.638	15.211	18.744	-22.130	-23.352	-46.323	-37.576	-56.992

¹ Casino municipal de Puerto Varas no publica el número de visitas.

² Información relacionada a casinos SCJ. Casinos municipales no publican esta información.

³ EBITDA = Ingreso de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso de activos).

⁴ Margen EBITDA = EBITDA / Ingresos de actividades ordinarias.

⁵ Corresponde a la cuenta de “Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de la operación” contenida en el Estado de Flujo de Efectivo.

⁶ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁷ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

¹⁰ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹¹ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹² Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

¹³ Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) = Flujo operacional 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

¹⁴ Deuda financiera neta / Flujo operacional = Deuda financiera neta / flujo operacional 12 meses.

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 CONSIDERACION 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.