



ACCIÓN DE RATING

3 de diciembre, 2020

Nuevos bonos

RATINGS

Enjoy S.A.

Solvencia	B-
Bonos	B-
Tendencia	Estable
Estados financieros	2Q-2020

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

METODOLOGÍAS

[Metodología general de clasificación de empresas](#)

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

CONTACTOS

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

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

Enjoy S.A.

Informe de nuevos bonos

ICR clasifica en categoría B-/Estable la solvencia y bonos en proceso de inscripción de Enjoy S.A., sustentado en las características específicas de los instrumentos, en la generación operacional debilitada que tiene actualmente la compañía y en nuestra acotada expectativa de recuperación del negocio en los próximos 12-18 meses.

En **septiembre de 2020** clasificamos seis bonos corporativos de Enjoy (K, L, M, N, O, P) cuyo objetivo era reemplazar los bonos locales I y J (suspendidas luego del acuerdo de reorganización). A través de esos bonos intermedios se comenzó a materializar el acuerdo de reorganización judicial aprobado por los acreedores. En **noviembre de 2020**, clasificamos cuatro nuevos bonos de monto fijo (Q, R, S, T) que tienen como finalidad prepagar los bonos intermedios y formalizar el Nuevo Financiamiento que logró obtener Enjoy en el proceso.

Actualmente, Enjoy está en proceso de inscripción de seis nuevos bonos intermedios (U, V, W, X, Y, Z) que tienen como objetivo reflejar la reprogramación que se produjo de los efectos de comercio series 4C (línea N° 116) y 21A (línea N° 109) y que al corto plazo serían reemplazados por los bonos finales (Q, R, S) que reflejarán el acuerdo aprobado por los acreedores, esto es, que una fracción relevante de la deuda de Enjoy tendría la opción de convertirse a capital (\$152.000 millones aprox.), mientras que el bono internacional (US\$ 210 millones) se reestructuraría a 7 años *bullet* y la deuda local se reduciría hasta \$38.000 millones aproximadamente (a 10 años plazo con amortizaciones crecientes desde el año 5).

Aun cuando existiría un *Exchange* relevante desde deuda a capital, en nuestra opinión esta operación evita someterse a un proceso de quiebra, pero en ningún caso fortalece financieramente a Enjoy. Opinamos que la convertibilidad de la deuda le quita presión al corto plazo, otorgándole cerca de un año para poner en marcha su plan de mejora operacional, antes de comenzar a pagar intereses asociados a su bono internacional (que capitaliza intereses los primeros seis trimestres: los cuatro primeros al 100% y los dos siguientes al 50%).

Hemos asignado una tendencia Estable a la clasificación de Enjoy porque nuestras expectativas apuntan a que el menor *stress* financiero se produciría sólo en los próximos 12-18 meses, debiendo materializar nuevas gestiones financieras posterior a ello (como ventas de activos, por ejemplo). Lo anterior implica que vemos poco probable que el rating de Enjoy mejore al corto plazo, dada nuestra baja expectativa de fortalecimiento operacional, lo que está sustentado en todas las incertidumbres a las que tiene que hacer frente la compañía al mediano plazo: (i) retomar las inversiones asociadas a sus licencias municipales; (ii) evidenciar mejora operacional, sobre todo bajo un escenario de nuevo canon impositivo en las licencias municipales; (iii) participar en las licitaciones de las licencias otorgadas bajo ley 19.995 y; (iv) comenzar a pagar intereses luego del período de capitalización que estipulan los contratos.

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

Nuevo proceso de regulación en un ambiente regulatorio con alta incertidumbre

Entre 2023 y 2024 vencen 14 licencias de operación (reporte sectorial, marzo 2020), de las cuales, la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ) inició el proceso de licitación sobre 12 de ellas el 27 de julio, lo que fue suspendido por 90 días a contar del 27 de agosto y por 180 días desde el 25 de noviembre, lo que significa que la entrega de ofertas técnicas y económicas sería el 18 de octubre de 2021.

En nuestra opinión, si bien la legislación actual evita la saturación de mercado por el mecanismo en los cuales están restringidos los casinos en Chile, las condiciones regulatorias no incentivan la competencia porque existen incertidumbres asociadas que no se han esclarecido a la fecha.

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

Aun cuando las estimaciones de crecimiento chileno se acotaron por la extensión del estallido social y por la pandemia sanitaria en curso, seguimos considerando que Chile y Uruguay presentan buenas perspectivas de largo plazo, lo que permitiría generar un flujo recurrente para la firma mediante su buena dispersión geográfica, toda vez que se ponga en marcha exitosamente el plan de negocios.

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

Los activos de operación con que cuenta Enjoy actualmente le permiten ser uno de los principales operadores en Chile, con una participación cercana a 37% (anualizada, excluyendo Colchagua), además de recibir un flujo importante —aunque altamente volátil y estacional— proveniente desde Punta del Este.

Como hemos mencionado con anterioridad, pese a tener la escala suficiente para inversiones en marketing y uso de nuevas tecnologías, consideramos que la baja generación de flujo que presenta esta compañía (complementada con un alto endeudamiento), derivó en un ajuste relevante en estos ítems los últimos años, quedando relegada actualmente dada la pandemia sanitaria en curso y la materialización de reorganización por el que atraviesa la empresa.

Desempeño operacional mejoraría con la reapertura de los casinos, pero estimamos que continúe siendo moderado

Consideramos que Enjoy tiene bajos márgenes y rentabilidades respecto a sus competidores y al tipo de casinos que opera, lo que si bien incluye el deterioro que está sufriendo la industria producto de la pandemia, nuestras estimaciones consideran que los márgenes de la compañía no lograrían fortalecerse del todo al mediano plazo, considerando el nuevo canon impositivo que entraría en vigencia dentro de los siguientes años correspondiente a la última licitación municipal y al período de recuperación que necesitaría la industria para retomar el número de visitas cuando se reabran las operaciones.

Adicionalmente, esta compañía tiene alta incertidumbre al mediano plazo, dado que deber retomar los desembolsos de Capex para cumplir con la licitación municipal, debe someterse al nuevo proceso de licitación sobre aquellos casinos otorgados bajo la Ley 19.995 y comenzar a pagar intereses en 2022 correspondiente al bono internacional (de no materializarse ventas de activos para prepagar dicha obligación).

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

Fuente: Metodología de Casinos de Juego, ICR

HECHOS RELEVANTES

Reorganización Judicial:

- **18/03/20:** Se informó el cierre de las operaciones en Chile dada la crisis sanitaria, las que continúan cerradas a la fecha.
- **24/04/20:** Se informó la solicitud de Procedimiento de Reorganización Judicial la que se aceptó por el tribunal el 7 de mayo.
- **12/06/20:** Se informó la petición para someterse a Capítulo 15 en E.E.U.U., esto es, que se le reconociera el procedimiento de reorganización llevado a cabo en Chile.
- **13/07/20:** Se informó la renovación de las boletas de garantías por UF 4.845.406 con aval de Enjoy S.A. Los acreedores son Banco BTG Pactual Chile, CESCE Chile Aseguradora S.A., Banco Internacional y Banco Security (vigencia del contrato: 31/07/2022).
- **14/08/20:** La junta de acreedores aprobó la propuesta de reorganización presentada por Enjoy, la que se formalizará en los siguientes instrumentos:

Deuda	Instrumento	Plazo	Canje (\$/acción)
Garantizada	Nuevo bono garantizado	7 años	-
	Bono convertible A1	99 años	\$15
Valista	Bono convertible A2	99 años	\$5,05
	Bono renta fija B	10 años	-
Nuevo financ.	Bono convertible D	-	\$3,75

Otros: evento de reorganización judicial conlleva el replanteamiento de la estrategia de negocios

Aun cuando veníamos anunciando desde hace varios períodos el bajo rendimiento operacional de Enjoy (lo que quedó demostrado con la reorganización judicial de la matriz), estimamos que el proceso permite efectivamente quitarle presión inmediata a la compañía, pero en ningún caso estamos considerando un fortalecimiento operacional como consecuencia de ello, lo que implica un alto desafío al mediano plazo para rentabilizar sus operaciones y levantar nuevos financiamientos para con ello dar cumplimiento a sus obligaciones (inversiones, intereses, costos y gastos operacionales, etc.).

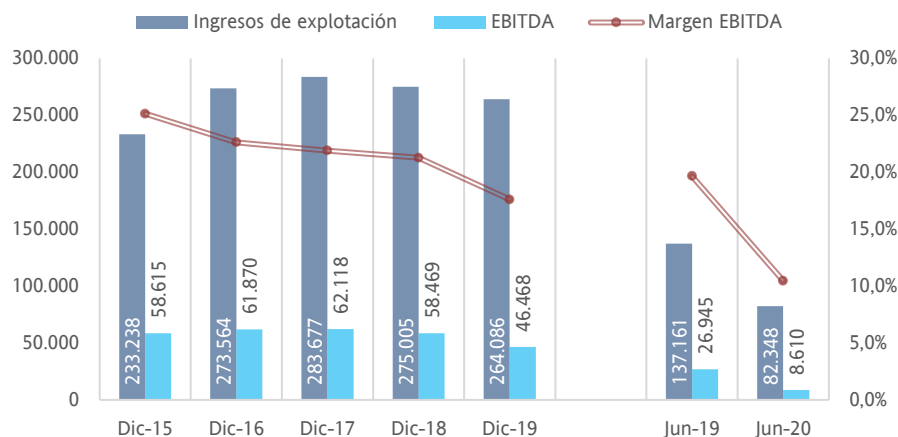
Evaluación de la fortaleza financiera: Baja

Los resultados 2020 estarán afectados por el proceso de reorganización judicial y por el Covid-19

A junio de 2020, los ingresos de la compañía disminuyeron 40% respecto al mismo período del año anterior, reflejando con ello la nula actividad durante todo el 2Q-20 y los 14 días de cierre del mes de marzo. Pese al ajuste de costos y gastos para hacer frente a la contingencia sanitaria, el EBITDA en el primer semestre cayó 68% respecto a su comparativo del año anterior.

Enjoy cerraría el 2020 con los niveles de ingresos más bajos de los últimos años

Evolución ingresos, EBITDA y margen EBITDA



Fuente: Estados financieros

Nuestras estimaciones iniciales apuntaban a que la industria de *gaming* sería una de las más afectadas producto del coronavirus en Chile, lo que implicó modificar las clasificaciones de los dos mayores operadores chilenos. Si bien nuestras expectativas apuntan a que la industria lograría recuperarse al mediano plazo, no se ha producido la apertura de la totalidad de los casinos (lo que depende de la fase sanitaria en la cual se encuentre cada localidad: apertura optativa en comunas en fase 3 y 4 y obligatoria en aquellas que estén en fase 5), postergando con ello la recuperación del sector.

Dada la incipiente reapertura de casinos desde el 19 de noviembre recién pasado, nuestras expectativas continúan apuntando a que en el 2021 la industria continuaría contraída, con una recuperación que podría observarse recién el año 2022.

LIQUIDEZ DEL EMISOR

Nuevo financiamiento:

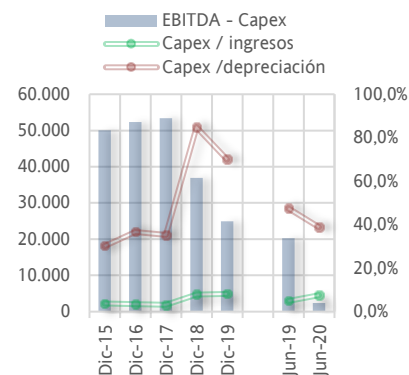
- Enjoy logró levantar financiamiento por \$50.000 millones que sería destinado a remuneraciones, proveedores, impuesto y encaje de las operaciones (aun cuando las ofertas recibidas fueron por \$57.568 millones).

Depósitos a plazo retenidos:

- La renovación de las boletas de garantía se hizo de modo tal de levantar la caja que se tiene en garantía (\$32.000 millones), lo que está sujeto al cumplimiento de una serie de hitos. A la fecha, los \$32.000 millones se encuentran liberados.

Niveles de capex se incrementarían los próximos períodos por los proyectos pendientes de ejecutar

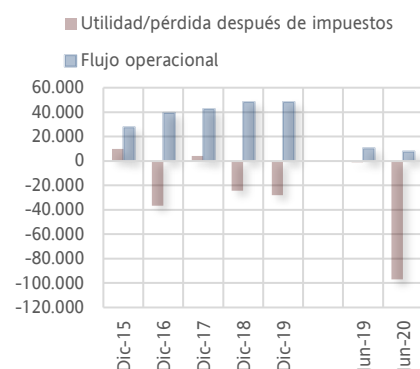
Evolución EBITDA descontado Capex (MM\$) y relación de Capex respecto a ingresos y depreciación (%)



Fuente: Estados financieros

Flujo operacional continuó positivo al 2Q-20 dada la postergación de pagos producto del proceso de reorganización

Evolución utilidad/pérdida del ejercicio y flujo operacional (MM\$)



Fuente: Estados financieros

El Acuerdo de Reorganización suscrito con los principales acreedores, le quitaría presión al calendario de amortización

La deuda financiera¹ de la compañía se mantuvo relativamente estable entre diciembre y junio de 2020 dado el proceso de reorganización en curso que se comenzó a formalizar mediante la inscripción de seis bonos de monto fijo intermedios: K, L, M, N, O P (clasificados en categoría B-/Estable por ICR, septiembre 2020), que representan las tres opciones de refinanciamiento para cada serie (I, J) aprobadas por la junta de acreedores y posteriormente con la inscripción de los bonos finales Q, R, S, T (clasificados en categoría B-/Estable por ICR, noviembre 2020).

Así, del stock de deuda financiera de Enjoy, el bono internacional se estructuró a 7 años *bullet* y de la deuda local, el 80% se capitalizaría y el 20% se estructuraría en un bono a 10 años con amortizaciones desde el año 5.

Respecto a algunos indicadores, la baja del patrimonio a junio 2020 (\$89.860 millones) por el efecto del deterioro de activos \$66.302 millones, (neto) y la alta pérdida del semestre impactaron significativamente en el deterioro de los indicadores de endeudamiento. Esto, sumado a la inactividad total de las operaciones en el 2Q-20, implicó que los indicadores de cobertura de gastos financieros y de deuda financiera se encuentren deteriorados, los cuales esperamos que se reviertan al mediano plazo, pero no lo suficiente para fortalecer financieramente a Enjoy.

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

Indicadores	2015	2016	2017	2018	2019	Jun-20
Endeudamiento total ²	2,96	4,14	6,00	2,75	3,46	8,60
Endeudamiento financiero ³	1,35	2,02	4,63	1,82	2,26	5,91
Endeudamiento financiero neto ⁴	1,14	1,65	4,22	1,33	1,82	5,08
Cobertura de gastos financieros netos ⁵	3,47	3,70	1,90	1,31	1,64	0,96
Deuda financiera neta sobre EBITDA	3,12	2,98	5,07	3,88	5,89	11,00
Razón circulante ⁶	0,64	0,34	0,72	1,10	0,86	0,64
Razón ácida ⁷	0,61	0,33	0,68	1,07	0,84	0,62
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) ⁸	1,64	2,36	1,30	1,08	1,60	1,55
Deuda financiera neta / Flujo operacional ⁹	6,61	4,68	7,43	4,71	5,67	6,79

Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros

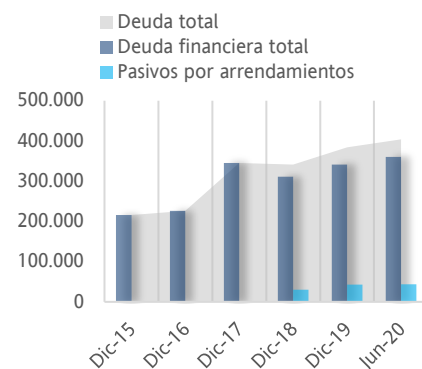
Instrumentos clasificados

Bonos corporativos

Enjoy está en proceso de inscripción de seis bonos intermedios de monto fijo (U, V, W, X, Y, Z) cuya finalidad es continuar con la formalización del acuerdo de reorganización aprobado por los acreedores a través del canje de las series de efectos de comercio (21A y 4C) mediante la colocación de estos nuevos bonos intermedios y que al corto plazo serán prepagados con la colocación de los bonos definitivos Q, R, S, según el siguiente resumen:

Dada la reorganización en curso, la deuda financiera se mantuvo estable al 2Q-20

Evolución deuda financiera y obligaciones por arriendo (MM\$)



Fuente: Estados financieros

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN

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

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

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

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

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

Categoría B

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

La subcategoría “-” denota una menor protección dentro de la categoría.

Detalle transición de bonos Enjoy

Bono/Efecto de comercio inicial	Bono intermedio	Bono final (2)
Bono serie I (1)	K	Bono convertible Q
	L	Bono convertible R
	M	Bono monto fijo S
Bono serie J (1)	N	Bono convertible Q
	O	Bono convertible R
	P	Bono monto fijo S
Efecto de comercio serie 21A	U	Bono convertible Q
	V	Bono convertible R
	W	Bono monto fijo S
Efecto de comercio serie 4C	X	Bono convertible Q
	Y	Bono convertible R
	Z	Bono monto fijo S

Fuente: Escrituras de emisión y la compañía.

(1) Suspendidos luego de la aprobación del acuerdo de reorganización.

(2) En el acuerdo de reorganización estos bonos fueron nombrados: Q=A1; R=A2; S=B

En nuestra opinión, la estructura de los contratos de emisión de estos 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, donde las principales características son las siguientes:

Principales características del instrumento

Instrumento	Bono de monto fijo serie U	Bono de monto fijo serie V	Bono de monto fijo serie W	Bono de monto fijo serie X	Bono de monto fijo serie Y	Bono de monto fijo serie Z
Plazo	14 septiembre 2027, bullet	14 septiembre 2027, bullet	14 septiembre 2027, bullet	14 septiembre 2027, bullet	14 septiembre 2027, bullet	14 septiembre 2027, bullet
Monto inscrito (millones)	\$257.500.000	\$1.677.500.000	\$483.750.000	\$3.928.750.000	\$15.685.250.000	\$4.903.500.000
Interés	0,39% mensual (capitalizados).	0,39% mensual (capitalizados).	0,39% mensual (capitalizados).	0,66% mensual (capitalizados).	0,66% mensual (capitalizados).	0,66% mensual (capitalizados).
Subordinación	Subordinado al contrato de Nuevo financiamiento (serie T).	Subordinado al contrato de Nuevo financiamiento (serie T).	Subordinado al contrato de Nuevo financiamiento (serie T).	Subordinado al contrato de Nuevo financiamiento (serie T).	Subordinado al contrato de Nuevo financiamiento (serie T).	Subordinado al contrato de Nuevo financiamiento (serie T).
Garantía	No contempla.	No contempla.	No contempla.	No contempla.	No contempla.	No contempla.
Rescate anticipado	Sí contempla.	Sí contempla.	Sí contempla.	Sí contempla.	Sí contempla.	Sí contempla.
Uso de los fondos	Canje de la serie de efectos de comercio 21A por un monto equivalente a aquella parte a la que tendrán derecho a ser prepagados con bonos convertibles serie Q.	Canje de la serie de efectos de comercio 21A por un monto equivalente a aquella parte a la que tendrán derecho a ser prepagados con bonos convertibles serie R.	Canje de la serie de efectos de comercio 21A por un monto equivalente a aquella parte a la que tendrán derecho a ser prepagados con bonos de renta fija serie S.	Canje de la serie de efectos de comercio 4C por un monto equivalente a aquella parte a la que tendrán derecho a ser prepagados con bonos convertibles serie Q.	Canje de la serie de efectos de comercio 4C por un monto equivalente a aquella parte a la que tendrán derecho a ser prepagados con bonos convertibles serie R.	Canje de la serie de efectos de comercio 4C por un monto equivalente a aquella parte a la que tendrán derecho a ser prepagados con bonos de renta fija serie S.
Covenants	No establece.	No establece.	No establece.	No establece.	No establece.	No establece.

Fuente: Elaboración propia con información de escrituras de emisión.

El detalle del acuerdo de reorganización que se está poniendo en marcha contempla:

Tipo de deuda	Monto	Instrumento Exchange	Razón de canje (\$/acción)	Plazo	Interés	Tasa de Interés
Garantizada (1)	US\$ 210 millones	Nuevo bono garantizado (USD) (2)	-	7 años bullet	Trimestrales, donde se capitalizan los 6 primeros trimestres (los 4 primeros al 100% y los otros 2 al 50%).	Creciente cada año desde 2021: 6%; 7%; 7,5%; 8%; 8,5%; 9%; 9,5%
No garantizada (\$190.000 millones) (3)	\$152.000 millones	Bono convertible A1 (CLP) (4)	\$15 por acción	99 años, bullet	-	0%
		Bono convertible A2 (CLP) (5)	\$5,05 por acción			
	\$38.000 millones	Bono renta fija B (CLP)	-	10 años, con amortización creciente desde el año 5	Semestrales, donde se capitalizan los primeros 5 semestres.	1,5% los primeros 5 semestres y 6,5% en adelante.
Nuevo financiamiento	\$50.000 millones (tasa de 4,97% sujeto a TMC por 18 meses + 2% comisión upfront)	Bono convertible D (\$65.000 en CLP) (6)	\$3,75 por acción	99 años, bullet	-	5,7%
Proveedores (7)	\$381 millones	-	-	12 meses	Sin interés	
Período de opción preferente (8)	\$29.250 millones (45% de \$65.000 millones).	-	\$3,75 por acción	-	-	-
Opción actuales accionistas (warrant)	-	-	\$5,42 por acción, reajutable por IPC (2 acciones por cada acción actual)	24 meses	-	-

Fuente: la compañía.

(1) Prepagos voluntarios desde el año 3 y prepagos obligatorios si Enjoy vende los activos de Coquimbo, Pucón y Punta del Este. El prepago es por el mayor valor entre un mínimo establecido y 80% del valor de los activos. (2) Existe primera preferencia sobre los activos en garantía para aquellos acreedores que acudieron al financiamiento de Enjoy por hasta \$10.000 millones y segunda preferencia si no acudieron. (3) Deuda valista pari passu. (4) Opción aplicable a acreedores que optaron por NO seguir financiando a Enjoy. (5) Opción aplicable a acreedores que optaron por seguir financiando a Enjoy. (6) Va a existir preferencia respecto a los bonos valistas. (7) Corresponde a los proveedores sólo de la matriz. El resto de los proveedores se concentra en las unidades operativas y no son parte del acuerdo de reorganización (8) Periodo de opción preferente por ley asignado a los accionistas al momento de emitir bonos convertibles. Al momento de emitir todos los bonos convertibles (Q, R y T) los accionistas tendrán este derecho preferente al precio de emisión de esos bonos. Accionistas Advent y familia Martínez no acudirán a la opción preferente, por tanto, queda el 45% como eventual por suscribir que, de acudir, se recaudaría \$29.250 millones.

Evolución de ratings

Evolución clasificaciones Enjoy

Fecha	Solvencia	Bonos	Efectos de comercio	Tendencia	Acciones	Motivo
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
23-mar-20	BBB-	BBB-	N3/BBB-	En Observación	-	Cambio de clasificación (Coronavirus)
24-abr-20	C	C	N4/C	En Observación	Segunda Clase	Cambio de clasificación (Reorganización Concursal)
09-sep-20	B-	B-	-	Estable	-	Nuevo instrumento (bonos K, L, M, N, O, P)
11-sep-20	B-	B-	N4/B-	Estable	-	Cambio de clasificación (bonos I, J y EECC)
09-nov-20	B-	B-	-	Estable	-	Nuevo instrumento (bonos Q, R, S T)
26-nov-20	B-	B-	-	Estable	-	Nuevo instrumento (bonos U, V, W, X, Y, Z)

Fuente: Elaboración propia con información de ICR.

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

INDICADORES	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Dic-18	Dic-19	Jun-19	Jun-20
Activos corrientes	84.971	94.934	89.223	152.118	131.717	125.654	99.334
Activos no corrientes	548.666	479.612	432.963	488.549	540.414	508.056	485.042
Activos totales	633.637	574.546	522.187	640.667	672.131	633.710	584.376
Efectivo y equivalentes	33.018	41.590	30.344	84.410	67.321	63.098	50.583
Pasivos corrientes	133.244	277.176	124.549	138.087	152.873	114.606	154.938
Pasivos no corrientes	340.290	185.616	323.059	331.561	368.529	351.687	368.569
Pasivos totales	473.534	462.792	447.608	469.648	521.402	466.292	523.507
Deuda financiera corriente	63.131	89.811	66.243	59.207	58.830	41.862	61.056
Deuda financiera no corriente	152.478	136.180	279.088	252.291	282.182	266.745	298.938
Deuda financiera total	215.609	225.991	345.331	311.497	341.011	308.607	359.993
Deuda financiera neta	182.591	184.401	314.986	227.088	273.691	245.510	309.411
Patrimonio	160.103	111.754	74.579	171.019	150.729	167.418	60.869
Ingresos de explotación	233.238	273.564	283.677	275.005	264.086	137.161	82.348
Gastos financieros netos	16.887	16.718	32.734	44.618	28.277	13.618	14.726
Gastos financieros netos 12 meses	16.887	16.718	32.734	44.618	28.277	28.242	29.384
Utilidad/pérdida después de impuestos	9.928	-36.565	4.098	-24.402	-27.926	-1.020	-97.004
Razón circulante (N° de veces)	0,64	0,34	0,72	1,10	0,86	1,10	0,64
Endeudamiento total (N° de veces)	2,96	4,14	6,00	2,75	3,46	2,79	8,60
Endeudamiento financiero (N° de veces)	1,35	2,02	4,63	1,82	2,26	1,84	5,91
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	1,14	1,65	4,22	1,33	1,82	1,47	5,08
EBITDA	58.615	61.870	62.118	58.469	46.468	26.945	8.610
Margen EBITDA (%)	25,1%	22,6%	21,9%	21,3%	17,6%	19,6%	10,5%
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	3,47	3,70	1,90	1,31	1,64	1,90	0,96
Deuda financiera total / EBITDA (N° de veces)	3,68	3,65	5,56	5,33	7,34	5,75	11,00
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	3,12	2,98	5,07	3,88	5,89	4,57	11,00
Cobertura de gastos financieros netos (con flujo) (N° de veces)	1,64	2,36	1,30	1,08	1,60	1,60	1,55
Deuda financiera neta / Flujo operacional (N° de veces)	6,61	4,68	7,43	4,71	5,67	5,43	6,79
Margen bruto (%)	22,0%	21,2%	21,2%	21,1%	15,3%	18,0%	3,9%
Margen operacional (%)	10,4%	10,5%	11,4%	10,8%	3,1%	7,7%	-18,0%

¹ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes. Excluye obligaciones derivadas de NIIF 16.

² Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total.

³ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total.

⁴ Endeudamiento financiero neto = (Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / Patrimonio total.

⁵ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

⁶ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

⁷ Razón ácida = (Activo circulante – inventario) / Pasivo circulante.

⁸ Cobertura de gastos financieros netos (con flujo operacional) = Flujo operacional 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros, anualizados).

⁹ 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, COMERCIALIZABILIDAD 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.