

Reseña Anual de Clasificación (estados financieros diciembre 2016)

Enjoy S.A.

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de tendencia	Metodología
Bonos	BBB	Confirmación	En Observación	Confirmación	General de empresas; Industria de casinos de juego;
Efectos de comercio	N2/BBB	Confirmación	En Observación	Confirmación	Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y largo plazo
Títulos accionarios	Primera Clase Nivel 4	Confirmación	-	-	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

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

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

- **Regulación / competencia:** En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia.
- **Ubicación y diversificación geográfica:** ENJOY está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Desarrolla sus operaciones principalmente en Chile y Uruguay, minoritariamente en Argentina e indirectamente llega a Brasil (a través de su operación uruguaya) y a Colombia (por medio de su asociación con Decameron).
- **Características de los activos:** La empresa cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o con incorporación suficiente de Capex, con el fin de mantener estándares de muy alta calidad.
- **Eficiencia operacional:** ENJOY posee márgenes moderados respecto a los competidores y al tipo de casinos que opera. Respecto a los niveles de ganancias por máquina, la compañía ha incrementado estos niveles paulatinamente, y mantiene un moderado retorno del capital (aunque extraordinariamente negativo el último año).

- **Riesgo financiero:** Aun cuando la compañía está siguiendo una serie de estrategias financieras tanto para diversificar sus fuentes de financiamiento como para mantener un stock de deuda con mejores condiciones, a la fecha no ha existido materialización de ninguna de las alternativas sobre las cuales está trabajando, por tanto no ha existido una reducción real de las obligaciones, lo que significa que la compañía continúa altamente endeudada, con una cobertura del servicio de la deuda ligada muy estrechamente a la materialización de las reestructuraciones.

Considerando que las alternativas de financiamiento anteriores en las que trabajó la compañía no fueron materializadas, es necesario que las actuales opciones se lleven a cabo a la brevedad posible, para quitarle presión a la liquidez de la compañía.

Si los plazos se extendieran más allá de lo presupuestado por esta clasificadora, la clasificación podría sufrir un impacto negativo respecto a su rating actual, dado el riesgo de refinanciamiento por el cual está atravesando la compañía, sobre todo en un momento en el cual se encuentra cercana una licitación de casinos municipales, con su consecuente riesgo de pérdida de licencias y requerimientos de Capex necesarios para el proceso.

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

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

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

Antecedentes de la Compañía¹

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

Proyecto integral	Operación
Antofagasta	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Coquimbo*	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Rinconada	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Viña del Mar*	Casino, hotel, alimentos y bebidas.
Colchagua	Casino.
Pucón*	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Chiloé	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Mendoza	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Uruguay	Casino, hotel, alimentos y bebidas, instalación e inmueble.
Colombia	Casino, alimentos y bebidas, instalación.

Tabla 1: Detalle operaciones ENJOY. * corresponde a licencias municipales.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

La compañía es administrada por un directorio compuesto por nueve miembros que son elegidos para ejercer su cargo por tres años, pudiendo ser reelegidos indefinidamente.

Directorio	
Francisco Martínez Seguí	Presidente
Antonio Martínez Seguí	Vicepresidente
Vicente Domínguez Vial	Director
Ignacio Guerrero Gutiérrez	Director
Octavio Bofill Genzsch	Director
Ignacio González Martínez	Director
Pierpaolo Zaccarelli Fasce	Director
Ignacio Pérez Alarcón	Director
Thomas Jenkin	Director

Tabla 2: Directorio

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

ENJOY cuenta con un comité de directores conformado por los señores Vicente Domínguez e Ignacio Guerrero como directores independientes, y el señor Ignacio Pérez elegido con los votos de los minoritarios.

La Industria

En opinión de ICR, esta industria se caracteriza por:

- niveles de competencia que están mitigados por barreras de entrada regulatorias. Al respecto, la regulación chilena incluye extensos requerimientos para la postulación a una licencia de juego y se regula, entre otros aspectos, el número máximo de operadores, la distancia mínima entre casinos, la prohibición de operar en ciertas zonas geográficas, etc.;
- volatilidad más alta respecto al promedio de otras industrias, en línea con cambios en el ingreso discrecional de los consumidores;

Respecto a la estructura de propiedad, ENJOY es controlada indirectamente por la familia Martínez, con el 57,1% (a través de Inversiones e Inmobiliaria Almonacid e Inversiones Cumbres). Del resto de las acciones, el 4,55% lo mantiene Caesars luego de la adquisición del 45% de Conrad por parte de ENJOY (2013) y el 38% restante se encuentra en circulación en el mercado.

Los doce mayores accionistas a diciembre de 2016 son los siguientes:

Accionistas	
Inv. e Inmob. Almonacid Ltda.*	47,36%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	11,45%
Siglo XXI Fondo de Inversión	9,97%
Inversiones Cumbres Limitada*	9,74%
Harrahs International Holding Company Inc.**	4,55%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	3,78%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	3,68%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	2,70%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	0,51%
Fondo Mutuo Santander Acciones Chilenas	0,48%
Banchile C. de B. S.A.	0,45%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	0,39%
Total 12 mayores accionistas	95,06%

Tabla 3: Estructura de propiedad a diciembre de 2016

* sociedades vinculadas a la familia Martínez.

** sociedad vinculada a Caesar

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

En diciembre de 2016, ENJOY y Baluma firmaron un acuerdo comprometiéndose a establecer las bases para el financiamiento del valor a pagar por el 55% de Conrad, y a ejecutar la opción put (ejercida por Baluma), lo que implica que se desestima con ello, el ejercicio de la opción call.

Lo anterior implicó eliminar del balance la opción call, debiendo revertir todas las ganancias/pérdidas registradas los años anteriores en el estado de resultado de la compañía (-\$43.846 millones).

- alto grado de regulación a través de licencias de juego otorgadas por plazos específicos.
- niveles de rentabilidad y de participación de mercado que dependen fuertemente de la calidad de los activos. Para obtener una buena participación de mercado, se requieren altos niveles de inversión en publicidad y en promociones. Los operadores de casinos que mantienen una alta calidad de sus activos (por ejemplo, cuando se trata de activos relativamente nuevos o recientemente renovados) incluyendo hoteles y restaurantes, podrían tener mayor probabilidad de incrementar las visitas en sus instalaciones y junto con ello, mantener una participación de mercado relevante.

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

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

Respecto a los resultados de la industria de casinos, durante el 2016 los ingresos brutos del juego (win), crecieron 5,2% respecto al año anterior (excluidos casinos municipales), influidos principalmente por el mayor gasto promedio (+4,4%) y secundariamente por el crecimiento en el número de visitas (+0,8%). Lo anterior significa que el año 2016 es el período de mayor nivel de ingreso en la industria, tanto pre como post entrada en vigencia de la ley del tabaco.

Durante el año 2016 comenzaron a publicarse en la SCJ los ingresos de los casinos municipales, lo que representa el 32% de los ingresos totales de la industria, siendo las operaciones de Viña del Mar, Coquimbo e Iquique las de mayor ingreso bruto del juego.

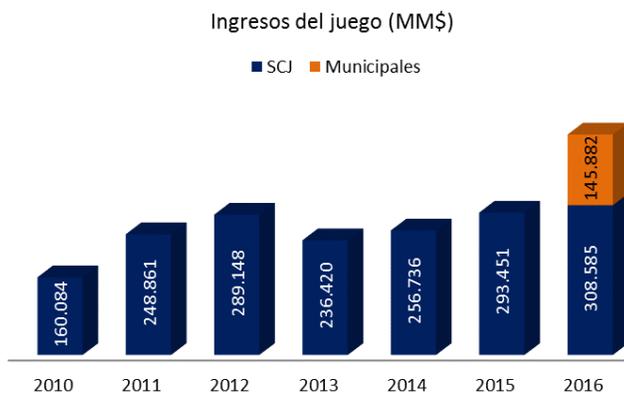


Gráfico 1: Evolución ingresos brutos de juego. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

El mayor ingreso de la industria (excluidos casinos municipales), estuvo impulsado por crecimientos en Copiapó, San Antonio, Rinconada, Mostazal, Talcahuano y Osorno, aun cuando para el caso de Rinconada, hubo una contracción en el número de visitas lo que da cuenta del mayor gasto promedio de los clientes de ese casino durante el 2016 respecto al 2015 (+24%), situándose como la operación que mayor variación experimentó en el año al respecto, posicionándose como

el segundo casino con mayor gasto promedio por visita luego de Mostazal.

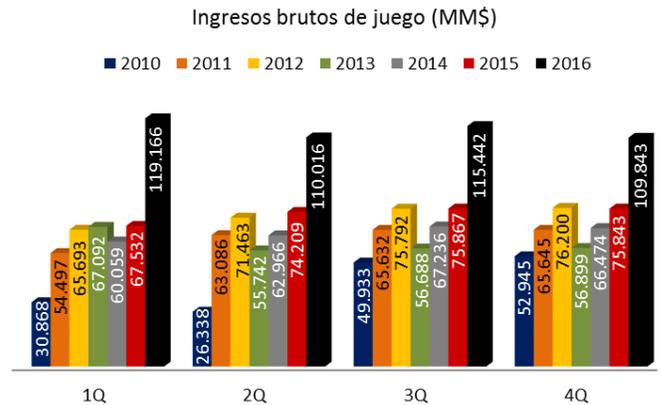


Gráfico 2: Evolución trimestral ingresos brutos de juego. Cifras 2016 contienen ingresos de casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

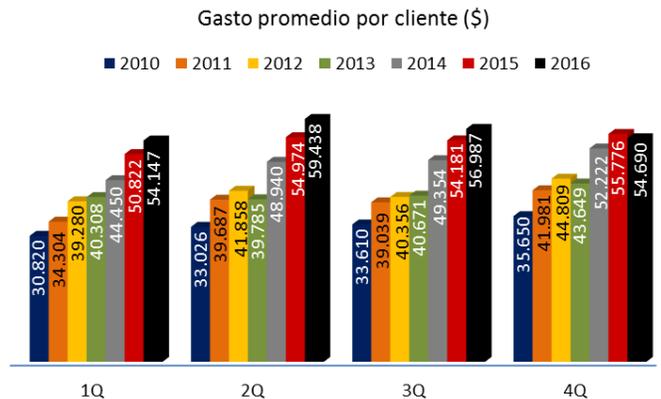


Gráfico 3: Evolución gasto promedio por cliente, excluidos casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

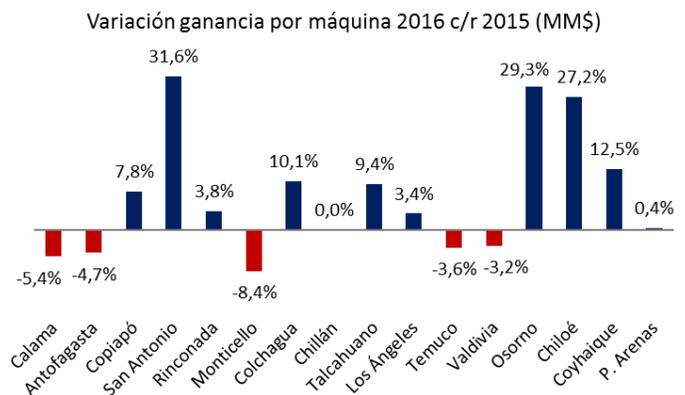


Gráfico 4: Variación ganancia por máquina, excluidos casinos municipales. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio y mitigadores aplicados por ENJOY.

A pesar que muchos de los riesgos tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudiera tener en el negocio de la compañía.

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

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

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

Tabla 4: Principales riesgos del negocio y mitigadores de ENJOY
(Fuente: Elaboración propia con información de ENJOY)

Clasificación de Riesgo del Negocio

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

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

REGULACIÓN / COMPETENCIA

En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia. En este sentido, la legislación vigente establece entre otros puntos: el número máximo de casinos de juego que pueden operar tanto por región como a nivel nacional, la distancia vial mínima entre los casinos de juego, el mecanismo de otorgamiento y extinción de los permisos de operación, los impuestos asociados, vigencia de las licencias, entre otros.

ICR estima que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. Los factores de mayor incertidumbre durante los últimos años han sido las licencias municipales, lo cual fue clarificado, en parte,

a través de la última circular emitida por la SCJ (febrero 2017) que prorroga el funcionamiento de los casinos municipales hasta el inicio de actividades de los nuevos permisos de operación, cuyas ubicaciones ya se encuentran aseguradas en las actuales comunas donde se emplazan y que las establece como sedes por 45 años (ley N° 20.856).

Respecto a otras legislaciones que pudieran afectar a ENJOY – y a la industria en que participa –, por tratarse de una empresa inserta en la industria de la entretención en general, existen otros factores que pueden – y han afectado – sus resultados, como las leyes de alcoholes y del tabaco, ésta última con efectos relevantes en la industria en general (sobre todo durante el 2013), pero cuya recuperación fue paulatina y en los tiempos esperados por los operadores.

UBICACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

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

Respecto a las proyecciones de Latinoamérica, estimaciones del Banco Mundial³ indican que el PIB agregado de Sudamérica debería mantenerse casi sin crecimiento respecto al año 2016, impulsado principalmente por la mejora en Brasil y Argentina.

En relación a la economía uruguaya en particular (que genera el 29,1% del EBITDA), durante los últimos años se ha destacado el crecimiento

del país, sin embargo, durante el 2015 y 2016 creció a tasas mucho menores que las que venía registrando: 0,7% en 2016, 1,0% en 2015; 3,5% en 2014. Para el 2017, se espera que no se expanda más allá de 1,6%.

Respecto a la economía chilena (que genera el 70,9% del EBITDA), proyecciones del Banco Mundial indican que Chile no debería crecer a tasas superiores al 2%, cifra levemente superior al crecimiento 2016.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, ENJOY tiene buena dispersión geográfica, con alto acceso a mercados en desarrollo, ofreciendo constantes oportunidades de crecimiento derivado de las operaciones históricas (operaciones chilenas), de la operación uruguaya (que le permitió atraer a clientes brasileños) y de la asociación con la cadena hotelera Decameron.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta ENJOY, muchas de las propiedades están ubicadas en mercados donde los visitantes son locales, lo que implica que muchos de los casinos son de frecuencia, lo

que, además, permite un alto flujo de visitas por casino respecto a su competencia correspondiente.



Gráfico 5: Evolución número de visitas por casino, últimos tres años. (Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS

En opinión de ICR, ENJOY cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o recientemente renovadas (vale decir, con incorporación suficiente de Capex con el fin de mantener estándares de muy alta calidad).

En relación a esto, ENJOY cuenta con 9 casinos, manteniendo, además, alta calidad de hoteles, restaurantes y lugares de entretenimiento. Durante el 2015 se comenzó la tercerización de restaurantes en puntos emblemáticos a través de la incorporación de Santa Brasa en ENJOY Viña del Mar y Coquimbo, lo que se encuentra vigente hoy en día.

Respecto a la participación de mercado, ENJOY es uno de los principales operadores (sólo considerando operaciones chilenas), manteniendo, por tanto, relativamente alta participación de mercado.

En opinión de ICR, la compañía tiene suficiente escala – medida sobre el número de posiciones de juego de ENJOY respecto a la industria – para permitir grandes campañas publicitarias.

Durante el 2015 la compañía comenzó a modificar su estrategia de marketing, moviéndose desde un marketing masivo tradicional a un marketing masivo digital, con lo cual han podido llegar a una mayor masa de clientes y ser más eficientes en términos de costo/resultados.

Respecto a la inversión en tecnología, ENJOY mantiene contratos con diversos proveedores para ofrecerles a los clientes una mayor variedad de juegos en máquinas de azar. Para este tipo de empresas el desarrollo e innovación tecnológica son pilares fundamentales para el desarrollo del negocio de la entretenimiento en todos sus ámbitos, tanto desde la interacción con los clientes hasta el desarrollo de soporte para el negocio y su gestión. En este sentido, ENJOY mantiene un área de tecnología de información y comunicación dentro de la compañía y constantemente está en la búsqueda de nuevas tecnologías.

EFICIENCIA OPERACIONAL

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

En relación a las ganancias por máquina, la compañía continuó incrementando estos niveles durante el último año respecto al período anterior, cerrando el año 2016 con moderados/altos niveles de ganancia por máquina, y con un moderado retorno del capital, principalmente producto de los altos costos financieros en todos los períodos, y el reverso extraordinario de la opción *call* en 2016, ambos impactando el nivel de utilidad de la compañía.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A diciembre de 2016, los ingresos de ENJOY aumentaron 17,3% respecto al año anterior, producto principalmente de la consolidación en 2016 de Sociedad Antonio Martínez y Cía. por \$36.511 millones y secundariamente por el mayor ingreso en las unidades de Pucón, Coquimbo y Santiago, contrarrestado parcialmente por el menor ingreso de Punta del Este.

Trimestralmente, si bien ENJOY logró incrementar su nivel de ingreso en cada uno de los trimestres del año, los primeros tres meses del año fueron extraordinariamente positivos producto de los buenos resultados en mesas en Punta del Este y por el incremento en volumen de juego de clientes vip (influido por el feriado de semana santa que hubo en marzo 2016, en contraposición al 2017, cuyo feriado está fijado para el mes de abril).

Ingresos de explotación (MM\$)

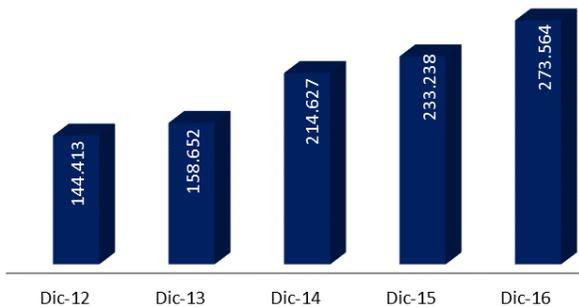


Gráfico 6: Evolución ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Ingresos trimestrales (MM\$)

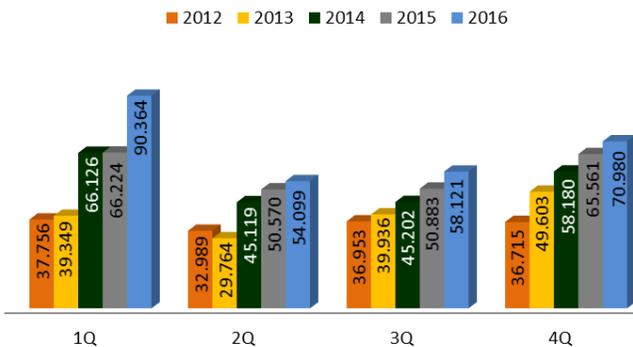


Gráfico 7: Evolución trimestral ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto al EBITDA, se observa un crecimiento de 4,3% al cierre de 2016 respecto al año anterior, producto, principalmente, del mejor

rendimiento de la unidades de Santiago (+21,7%) y Pucón (+50,7%), contrarrestado parcialmente por la baja en el EBITDA de Punta del Este (-7,8%), producto de una disminución de los ingresos de *gaming* durante el año en 17,8%.

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

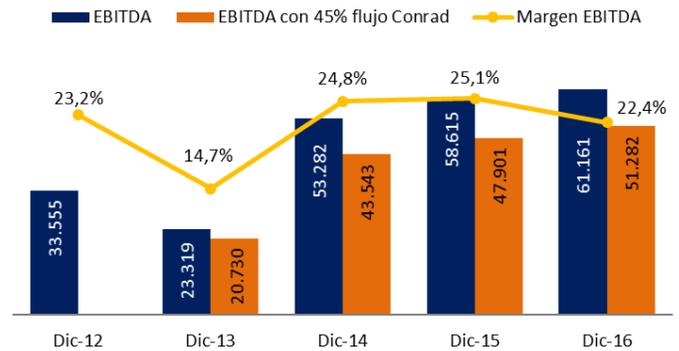


Gráfico 8: Evolución EBITDA consolidado y EBITDA sólo con el 45% del flujo de Conrad.

(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

En términos trimestrales se observa que la compañía tuvo un primer trimestre con un nivel de EBITDA muy alto, seguido de dos trimestres con variaciones negativas y un último trimestre prácticamente plano respecto al mismo período del año anterior, lo que significa que el crecimiento del EBITDA consolidado de la compañía estuvo sostenido básicamente durante los primeros tres meses del año.

EBITDA trimestral (MM\$)

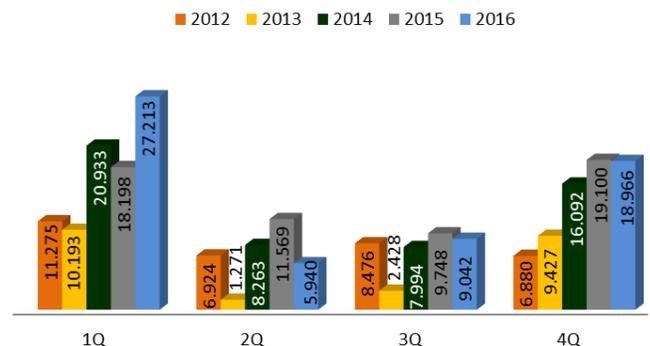


Gráfico 9: Evolución trimestral EBITDA.

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

En términos de resultados netos, la compañía cerró el año con una pérdida por \$37.000 millones aproximadamente, producto de la ejecución de la put por parte de Baluma (rebajando ENJOY, por tanto, la

opción call e impactando esto directamente en el nivel de activos, resultado y patrimonio de la empresa).

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2011 hasta diciembre de 2016, la compañía ha mantenido su deuda financiera⁶ sin variaciones significativas, lo que significa que históricamente la empresa ha mantenido un alto nivel de deuda, inicialmente propiciado por la adjudicación y ejecución de las licencias SCJ y, posteriormente, producto de la adquisición del 45% de Conrad. A lo anterior se suma que la caja se ha mantenido muy ajustada dadas las obligaciones que debe cubrir.

- (i) deuda estructurada: bancos, leasing, crédito sindicado, bonos, interés, dividido pagado al FIP y cuentas relacionadas (pago de Conrad);
- (ii) deuda revolving: efectos de comercio, capital de trabajo.

Lo anterior, sumado al Capex e impuestos proyectados, demuestran que la compañía se encuentra en una posición de liquidez extremadamente ajustada (aun cuando fijara con Caesars un calendario de amortización al mediano/largo plazo por la obligación sobre el 55% de Conrad), lo que incluso fue destacado por los auditores externos en su reporte anual, situación sobre la cual ICR ha estado al tanto y en espera de que se lleve a cabo la reestructuración financiera.

Considerando que las alternativas de financiamiento pasadas en las cuales estuvo trabajando la compañía no fueron materializadas, es necesario que las actuales opciones se lleven a cabo a la brevedad posible, lo que permitiría quitarle presión a la liquidez de la compañía, pero no tendría impacto positivo en su solvencia, dado que ENJOY continuaría altamente endeudado, sin proyecciones de incremento significativo de su flujo operacional ni de reducción relevante de deuda, y con el riesgo de pérdida de alguna licencia municipal.

Si los plazos de reestructuración financiera se extendieran más allá de lo presupuestado por esta clasificadora, la clasificación podría sufrir un impacto negativo respecto a su rating actual, dado el riesgo de refinanciamiento por el cual está atravesando la compañía, sobre todo en un momento en el cual se encuentra cercana una licitación de casinos municipales, con su consecuente riesgo de pérdida de licencias y con requerimientos de Capex, necesarios para el proceso.

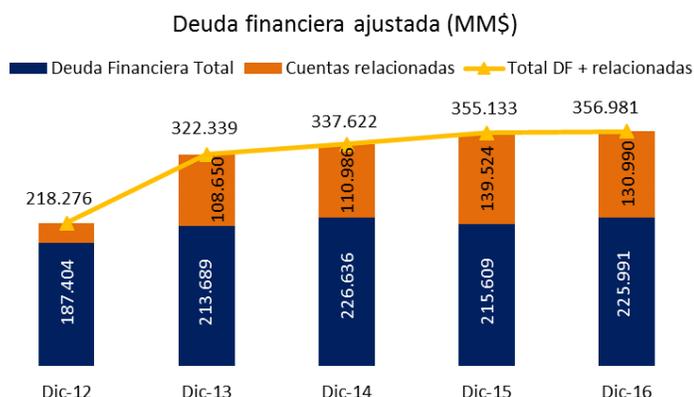


Gráfico 10: Deuda financiera y cuentas por pagar relacionadas.
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Aun cuando la compañía está siguiendo una serie de estrategias financieras tanto para diversificar sus fuentes de financiamiento como para mantener un stock de deuda con mejores condiciones, a la fecha no ha existido materialización de ninguna de las alternativas sobre las cuales se está trabajando, por tanto no ha existido una reducción real de las obligaciones, lo que significa que la compañía continúa altamente endeudada, con una cobertura del servicio de la deuda⁷ ligada muy estrechamente a la materialización de las reestructuraciones (que le permitan quitar presión al calendario de amortización del corto plazo).

A la fecha, y luego que el socio estratégico que entraría a la propiedad de ENJOY S.A. (Advent International) desistiera de su inyección de capital, la compañía se encuentra en proceso de las siguientes alternativas de refinanciamiento, ambas por US\$ 300 millones aproximadamente: bono internacional o crédito sindicado.

ICR continúa resaltando que la reestructuración de los pasivos es de suma importancia para ENJOY y urge que se materialice prontamente, dado el perfil de amortización al cual se enfrenta la compañía durante el 2017, que incluye:

Indicador (N° de veces)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Endeudamiento total ⁸	3,35	3,16	2,90	2,96	4,17
Endeudamiento financiero ⁹	2,42	1,62	1,49	1,35	2,03
Endeudamiento financiero neto ¹⁰	2,09	1,46	1,36	1,14	1,66
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	2,61	1,69	3,30	3,47	3,66
Deuda financiera neta sobre EBITDA	4,83	8,25	3,86	3,12	3,02
Deuda financiera neta sobre EBITDA ajustado ¹²	4,83	9,28	4,72	3,81	3,60
Deuda financiera neta ajustada ¹³ sobre EBITDA	5,75	12,91	5,94	5,50	5,16
Razón circulante ¹⁴	0,56	0,49	0,67	0,64	0,34
Razón ácida ¹⁵	0,55	0,47	0,65	0,61	0,33

Tabla 5: Principales indicadores utilizados en la clasificación
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la metodología de industria de casinos de juego (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de riesgo del negocio;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos en la metodología de industria de casinos de juego (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del riesgo financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada, en cuyo caso la probabilidad de default evaluada por ICR, continúa siendo una combinación del riesgo del negocio y financiero, pero con mayor énfasis en el riesgo financiero y en los indicadores de liquidez y cobertura de la deuda a corto plazo.

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

operaciones, características de los activos y eficiencia operacional, indica que la clasificación de riesgo podría llegar a inclinarse hacia categoría A-. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, rebajan esta clasificación hasta categoría BBB al tratarse de niveles, por el momento, “Débiles”, pero que tal y como se comentó en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada.

La tendencia En Observación se asignó en noviembre de 2016 (ver comunicado en www.icrchile.cl) producto del impacto que había tenido el proceso de otorgamiento de los permisos de operación de casinos de juego municipales en la búsqueda de un socio para la reestructuración de pasivos del emisor.

Tal y como se mencionó en el comunicado de cambio de tendencia, precisamente para hacer frente al proceso de licitación de estas licencias, es que adquiere mayor relevancia la materialización del plan financiero de la compañía, de modo tal que el perfil de amortización de sus obligaciones se extienda al largo plazo para que la cobertura de las obligaciones no se vea alterada significativamente, en el caso que los flujos disminuyeran producto de la pérdida de alguna unidad de negocio o de la menor rentabilidad de algún casino municipal, lo que se encuentra dentro de los riesgos de esta industria, pero que afectan de distinta manera a participantes del mismo mercado.

Instrumentos Clasificados

1. Títulos accionarios

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

La clasificación asignada a las acciones, se relaciona con la solvencia de la compañía (categoría BBB), la presencia bursátil (con *market maker*) y al *floating* (43%).

2. Efectos de comercio

A febrero de 2017, la compañía mantenía vigente las líneas de bonos N°s 109, 113 (series 1B, 5B, 6B) y 116 (series 1C, 2C, 3C).

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 (ver Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y de largo plazo en www.icrchile.cl).

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

3. Bonos corporativos

La compañía mantiene vigente el bono de monto fijo serie F y las líneas de bonos N°s 637, 638 (series C y E) según el siguiente detalle:

	Bono de monto fijo F	Serie C	Serie E
Línea/monto fijo	784	638	639
Fecha inscripción	30-jul-14	17-jun-10	02-sep-10
Plazo	7 años	14 años	14 años
Monto inscrito	UF 1.659.000	UF 3.000.000	UF 1.000.000
Monto colocado	UF 1.658.500	UF 2.000.000	UF 1.000.000
Deuda vigente	UF 954.102	UF 2.000.000	UF 1.000.000
Tasa emisión	6,25%	4,75%	4,25%
Vencimiento	14-jun-21	20-jun-24	20-jun-24

Tabla 6: Principales características de las series de bonos
(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

Respecto a los resguardos financieros asociados, en junta de tenedores mantenida durante el primer semestre de este año, se aprobaron modificaciones a los contratos, de modo tal que la definición de deuda financiera neta se reexpresara, agregando como deuda las cuentas con relacionadas y se descontara los dividendos por recibir de coligadas.

Adicionalmente, se modificaron los límites exigidos del indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA y deuda financiera neta sobre patrimonio de la siguiente manera:

Cláusula	Definición hasta el 31-12-16	Definición a partir del 31-03-17	Exigencia actual	Exigencia nueva
DFN / EBITDA	DFN = Deuda financiera – efectivo	DFN = Deuda financiera + cuentas por pagar relacionadas – efectivo – dividendos por cobrar a empresas relacionadas	<= 4,0 veces	<ul style="list-style-type: none"> Entre 1Q-2017 y 3Q-2018 <= 6,5 veces. 4Q-2018 en adelante <= 4,0 veces.
DFN / patrimonio ¹⁶	DFN = Deuda financiera – efectivo	DFN = Deuda financiera + cuentas por pagar relacionadas – efectivo – dividendos por cobrar a empresas relacionadas	<= 2,0 veces	<ul style="list-style-type: none"> Entre 1Q-2017 y 3Q-2018 <= 5,25 veces. 4Q-2018 en adelante <= 2,0 veces.

Tabla 7: Principales características de las modificaciones de *covenants*.
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

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

- Obligación de constituir segunda hipoteca a favor de tenedores de Bonos, sobre bienes inmuebles de Rinconada, Pucón, Chiloé, Coquimbo, Punta del Este, en caso de refinanciar utilizando garantías.
- Capex máximo de mantención equivalente a US\$ 25 millones.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA BBB

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

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 4

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

- Prepago de deuda series C, E en caso de venta de activos entregados en Segunda Hipoteca.
- Prepago obligatorio de deuda en caso de ventas de activos por montos superiores a US\$ 15 millones.
- Prepago obligatorio de deuda en caso de aumento de capital.
- Monto máximo de transacciones con empresas relacionadas al grupo controlador por \$1.000 millones.
- Opción de aceleración de los bonos en caso que la compañía reparta dividendos por un monto mayor al mínimo legal establecido.
- Opción de aceleración de bonos en caso que la compañía reparta dividendos con cargo a resultados por retasaciones de activos.
- A partir de la publicación de los estados financieros del 31 de diciembre de 2018 y hasta el 30 de septiembre de 2019, los tenedores de bonos C y E tendrán la opción de convertir sus bonos en acciones emitidas por ENJOY S.A.

En relación a los *covenants* vigentes hasta el 31 de diciembre de 2016, se tiene que:

Indicador (N° de veces)	Restricción	Obtenido dic-14	Obtenido dic-15	Obtenido dic-16
Deuda financiera neta sobre EBITDA	<= 4,0 veces	3,9	3,1	3,1
Deuda financiera neta sobre patrimonio	>= 2,0 veces	1,4	1,1	1,7
Activos libres de gravámenes	>= 1,5 veces	3,9	4,4	3,2

Tabla 8: *Covenants* asociados a la emisión de bonos
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

En opinión de ICR, la estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 2 o N2

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

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN			
Fecha	Bonos	Tendencia	Motivo
Feb-12	A-	Negativa	Cambio de tendencia
Abr-13	BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
May-13	BBB+	Estable	Reseña anual
Dic-13	BBB	En Observación	Cambio de clasificación y tendencia
Abr-14	BBB	Estable	Cambio de tendencia
May-13	BBB	Estable	Reseña anual
Jun-14	BBB	Estable	Nuevo instrumento
May-15	BBB	Estable	Reseña anual
Mar-16	BBB	Estable	Reseña anual
Nov-16	BBB	En Observación	Cambio de tendencia
Mar-17	BBB	En Observación	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN			
Fecha	Títulos accionarios	Tendencia	Motivo
May-13	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
May-13	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
May-15	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
Mar-16	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
Mar-17	Primera Clase Nivel 4	N/A	Reseña anual

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN			
Fecha	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
May-15	N2/BBB	Estable	Clasificación primera línea
Mar-16	N2/BBB	Estable	Reseña anual
Jul-16	N2/BBB	Estable	Clasificación segunda línea
Oct-16	N2/BBB	Estable	Clasificación tercera línea
Nov-16	N2/BBB	En Observación	Cambio de tendencia
Mar-17	N2/BBB	En Observación	Reseña anual

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA ENJOY (MM\$)					
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16
Activos corrientes	54.343	70.186	77.716	84.971	94.934
Activos no corrientes	283.087	478.376	513.398	548.666	479.738
Activos totales	337.430	548.562	591.114	633.637	574.672
Efectivo y Equivalentes	25.398	21.333	20.942	33.018	41.590
Pasivos corrientes	96.454	143.828	115.875	133.244	277.845
Pasivos no corrientes	163.482	272.962	323.530	340.290	185.616
Pasivos totales	259.936	416.791	439.405	473.534	463.461
Deuda financiera corriente	52.848	70.854	57.721	63.131	89.811
Deuda financiera no corriente	134.555	142.834	168.915	152.478	136.180
Deuda financiera total	187.404	213.689	226.636	215.609	225.991
Deuda financiera neta	162.006	192.355	205.695	182.591	184.401
Patrimonio	77.494	131.771	151.710	160.103	111.210
Ingresos de explotación	144.413	158.652	214.627	233.238	273.564
Margen explotación	26.325	18.387	46.122	51.270	57.399
Gastos financieros	13.067	14.644	16.781	17.614	16.899
Gastos financieros netos	12.851	13.811	16.157	16.887	16.718
Utilidad/pérdida del ejercicio	2.000	13.141	4.946	9.928	-37.109
Razón circulante (N° de veces)	0,56	0,49	0,67	0,64	0,34
Razón ácida (N° de veces)	0,55	0,47	0,65	0,61	0,33
Endeudamiento total (N° de veces)	3,35	3,16	2,90	2,96	4,17
Endeudamiento financiero (N° de veces)	2,42	1,62	1,49	1,35	2,03
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	2,09	1,46	1,36	1,14	1,66
EBITDA	33.555	23.319	53.282	58.615	61.161
Margen EBITDA (%)	23,2%	14,7%	24,8%	25,1%	22,4%
Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces)	2,61	1,69	3,30	3,47	3,66
Deuda Financiera Neta / EBITDA	4,83	8,25	3,86	3,12	3,02
Deuda Financiera Neta / EBITDA s/Conrad	4,83	9,28	4,72	3,81	3,60
Margen bruto (%)	18,2%	11,6%	21,5%	22,0%	21,0%
Margen operacional (%)	9,3%	-0,8%	10,3%	10,4%	10,2%
Deuda financiera neta ajustada/ EBITDA (N° de veces)	5,75	12,91	5,94	5,50	5,16
Rentabilidad activos (%)	0,6%	3,0%	0,9%	1,6%	-6,1%
Rentabilidad patrimonio (%)	2,5%	12,6%	3,5%	6,4%	-27,4%
Cuentas relacionadas	30.872	108.650	110.986	139.524	130.990
Total DF + relacionadas	218.276	322.339	337.622	355.133	356.981

-
- ¹ Fuente: La compañía (estados financieros a diciembre 2016, memoria anual 2015, página web ENJOY); SVS.
 - ² Ratings asignados por las clasificadoras Moodys, S&P, Fitch.
 - ³ *Global economic prospects, weak investment in uncertain times*, enero 2017. Banco Mundial
 - ⁴ Información relacionada a casinos SCJ. Casinos municipales a diciembre 2016 no publicaban esta información.
 - ⁵ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso) de activos.
 - ⁶ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.
 - ⁷ Servicio de cobertura de la deuda = $(EBITDA - \text{Capex} - \text{Impuesto proyectados}) / (\text{obligaciones financieras estructuradas próximos 12 meses})$
 - ⁸ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.
 - ⁹ Endeudamiento financiero = Deuda financiera / Patrimonio total.
 - ¹⁰ Endeudamiento financiero neto = $(\text{Deuda financiera} - \text{efectivo y equivalentes} - \text{Otros activos financieros corrientes}) / \text{Patrimonio total}$.
 - ¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = $EBITDA \text{ 12 meses} / (\text{Gastos financieros} - \text{ingresos financieros})$.
 - ¹² EBITDA ajustado = EBITDA consolidado – 55% del EBITDA Uruguay.
 - ¹³ Deuda financiera neta = Deuda financiera + cuentas por pagar relacionadas.
 - ¹⁴ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.
 - ¹⁵ Razón ácida = $(\text{Activo circulante} - \text{existencias}) / \text{Pasivo circulante}$.
 - ¹⁶ La deuda financiera debe mantenerse menor a \$370.000. En caso que antes del 3Q-2018 (o desde esa fecha), el ratio baje de 1,75 veces, entonces deja de aplicar deuda máxima.

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