



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y Cambio de
Clasificación y Tendencia**

Analistas

Antonio González G.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

antonio.gonzalez@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Enjoy S.A.

Diciembre 2020

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16^o
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 22433 5200
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	C ¹ En Observación ²
Bonos por monto fijo Tendencia	C En Observación
Líneas de efectos de comercio Tendencia	C/Nivel 4 ³ En Observación ⁴
Acciones (ENJOY) Tendencia	Segunda Clase Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2020 ⁵

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 638 de 17.06.10
Línea de bonos	Nº 915 de 30.10.18
Bonos por monto fijo serie K (BENJO-K)	Nº 1043 de 01.10.20
Bonos por monto fijo serie L (BENJO-L)	Nº 1043 de 01.10.20
Bonos por monto fijo serie M (BENJO-M)	Nº 1043 de 01.10.20
Bonos por monto fijo serie N (BENJO-N)	Nº 1044 de 01.10.20
Bonos por monto fijo serie O (BENJO-O)	Nº 1044 de 01.10.20
Bonos por monto fijo serie P (BENJO-P)	Nº 1044 de 01.10.20
Bonos por monto fijo serie Q (BENJO-Q)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie R (BENJO-R)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie S (BENJO-S)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie T (BENJO-T)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie U (BENJO-U)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie V (BENJO-V)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie W (BENJO-W)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie X (BENJO-X)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie Y (BENJO-Y)	En proceso de inscripción
Bonos por monto fijo serie Z (BENJO-Z)	En proceso de inscripción
Línea de efectos de comercio	Nº 109 de 06.07.15
Línea de efectos de comercio	Nº 113 de 06.09.16
Línea de efectos de comercio	Nº 116 de 21.11.16

¹ Clasificación anterior: Categoría D.

² Tendencia anterior: Estable.

³ Clasificación anterior: Categoría D/Nivel 4.

⁴ Tendencia anterior: Estable.

⁵ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de junio de 2020. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 30 de septiembre de 2020, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Balance General IFRS						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Activos Corrientes	84.971	94.934	89.223	152.118	131.717	119.934
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	51.946	41.590	30.344	84.410	67.321	84.252
Activos No Corrientes	548.666	479.612	432.963	488.549	540.414	473.518
Total Activos	633.637	574.546	522.187	640.667	672.131	593.452
Pasivos Corrientes	133.244	277.176	124.549	138.087	152.873	102.316
Pasivos No Corrientes	340.290	185.616	323.059	331.561	368.529	449.128
Patrimonio total	160.103	111.754	74.579	171.019	150.729	42.008
Patrimonio y Pasivos	633.637	574.546	522.187	640.667	672.131	593.452
Deuda Financiera	215.609	225.991	345.331	348.964	384.388	431.281

Estado de Resultados IFRS						
MM \$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Ingresos totales	233.238	273.564	283.677	275.005	264.086	82.470
Costo de ventas	-181.968	-215.457	-223.575	-216.952	-223.726	-96.471
Margen Bruto	51.270	58.107	60.101	58.053	40.360	-14.001
Gastos de administración	-26.962	-29.427	-27.753	-28.257	-32.154	-26.018
Costos financieros	-17.614	-16.899	-32.985	-45.132	-29.119	-24.827
Ganancia (pérdida)	9.928	-36.565	4.098	-24.402	-27.926	-113.684
EBITDA	58.615	61.870	62.118	58.469	46.468	-5.028

Opinión



Fundamento de la clasificación

Enjoy S.A. es una empresa del rubro de la entretenimiento, especializada en la administración de casinos y en aquellas actividades subyacentes al negocio central, como hotelería, servicios gastronómicos y eventos. Los inicios de esta sociedad se remontan a 1975 y actualmente está presente en diez ciudades en el norte, centro y sur del país. Además, consolida las operaciones de los casinos Enjoy Punta del Este (Uruguay) y Enjoy Mendoza (Argentina).

Según datos a septiembre de 2020, la empresa generó ingresos por \$ 82.470 millones y un EBITDA negativo cercano a \$ 5.028 millones. La deuda financiera y el patrimonio, a igual período, alcanzaban los \$ 431.281 millones y \$ 42.008 millones, respectivamente.

Para la calificación de los bonos series K, L, M, N, O, P, Q, R, S, T, U, V, W, X, Y y Z de **Enjoy** en "Categoría C", se ha tenido en consideración que la viabilidad económica de la empresa no quedará definida mientras no se vaya materializando en los hechos la implementación del Acuerdo de Reorganización Judicial que el emisor ha alcanzado con sus acreedores.

Los bonos series I y J, clasificados en categoría D, fueron reemplazados por las series K, L, M y N, O, P respectivamente, los cuales están actualmente clasificados en categoría C con tendencia "En Observación". Los efectos de comercio series 21A y 4C, ambos clasificados en "Categoría Nivel 4", serán reemplazados por los bonos series U, V, W y X, Y, Z respectivamente.

Si bien **Humphreys** asigna una baja probabilidad que no se materialice el acuerdo, de hecho, la sociedad ya ha recibido los fondos correspondientes a un crédito puente por \$ 50.000 millones, la clasificación no será revisada hasta que el proceso acordado con los acreedores presente mayores grados de avance.

Adicionalmente, se considera el hecho bajo la presunción que pasada la crisis económica de 2020 la compañía comienza a retomar paulatinamente sus niveles de actividad en 2021 (aunque ya en noviembre de 2020 fue autorizada para operar en Chile).

Entre las principales fortalezas de **Enjoy**, destacan las características propias del negocio, por su capacidad para generar flujos una vez consolidadas sus unidades operativas. En este sentido, el desarrollo comercial tiene ciertas características similares a un proyecto de infraestructura, en el que se efectúa una fuerte inversión inicial que permite soportar un elevado incremento en el nivel de ingresos con gastos relativamente estables en el período de explotación del proyecto, lo que permite generar un margen EBITDA que, en los últimos años, incluso había exhibido niveles superiores a 20%, actualmente, influenciado por la pandemia, se encuentra en 13,5%. Por otro lado, la evaluación considera el hecho que la legislación chilena limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el comportamiento de la demanda dentro de un entorno estable (*ceteris paribus*), tanto por el ritmo de crecimiento experimentado en el pasado como por las expectativas de incremento a futuro. Se valora, asimismo, la diversificación geográfica de sus operaciones y, por ende, de sus ingresos. En efecto, la compañía está presente en varias ciudades: Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas, Rinconada de Los Andes, Castro, Villarrica, Los Ángeles, San Antonio, Mendoza (Argentina) y Punta del Este (Uruguay). Esta diversificación en sus operaciones ha permitido desconcentrar geográficamente, en forma creciente, su generación de flujos y, con esto, reducir su exposición frente a una concesión en particular.

Por otro lado, la evaluación considera el hecho que la legislación limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia en la industria.

Como elementos que restringen la clasificación de los títulos de deuda se ha considerado que la permanencia de los actuales ingresos está supeditado a la renovación de los casinos que actualmente la sociedad tiene bajo su concesión. En este sentido, cabe señalar que el proceso de licitación mostró que las empresas que antiguamente disponían de la concesión de un casino en una comuna en particular, por ese sólo hecho, no tenían garantizado nuevamente la adjudicación del mismo. En el caso de **Enjoy**, la empresa enfrentará en el

mediano plazo el proceso de renovación de las licencias en el marco de la Ley 19.995, situación que representa el principal factor de riesgo que afecta la clasificación de los títulos de deuda, entre los cuales se encuentra Rinconada (2024), el cual representaba el 15% de los ingresos y el 21% del EBITDA de la compañía. Así, aun reconociendo la viabilidad de la empresa en el largo plazo, es relevante el hecho de que existe una incertidumbre en relación con la holgura de los excedentes netos que la empresa pueda generar en el largo plazo, los cuales, en definitiva, determinan el valor económico de la empresa y representan los niveles de protección que influyen en la mayor o menor capacidad de pago de la compañía.

Con todo, la administración ha implementado una serie de medidas tendientes a incrementar sus ingresos y eficiencia, tales como mejorar la experiencia de valor para los clientes, remodelación de los casinos y hoteles, incorporación de mayor tecnología en máquinas tragamonedas, entre otros.

Adicionalmente, dado que el casino se trata de un negocio regulado, el emisor siempre estará expuesto a cambios en la legislación que afecta al sector. Por otro lado, considerando la relevancia de Enjoy Punta del Este dentro de los ingresos de la compañía, la empresa presenta especial sensibilidad a la situación económica de Uruguay, en donde se ubica el casino, y de Brasil y Argentina, dada la importancia de la demanda de dichos países. También, cambios en la oferta de casinos de Brasil y Argentina podrían afectar el nivel de operaciones de Enjoy Punta del Este que, además, concentra sus ingresos en los meses estivales. Sin perjuicio de lo anterior, se reconocen los esfuerzos de la compañía por atenuar la volatilidad asociada a estos países, diversificando sus operaciones mediante la captación de clientes, especialmente en Estados Unidos.

La tendencia de la clasificación de los títulos de deuda se califica "*En Observación*", porque se estima que en la medida que avance la ejecución del acuerdo antes mencionado, que incluye la conversión de deuda en capital, se podrá ir normalizando las operaciones del emisor y, por ende, disminuyendo su riesgo. Adicionalmente, **Humphreys** estará atento a eventuales restricciones producto de la pandemia, específicamente derivadas de un rebrote del virus en la población, analizando los efectos sobre la capacidad de pago de la compañía.

En consideración a que la empresa está en proceso de reemplazar los últimos valores de oferta pública en incumplimiento, **Humphreys** resuelve dar a todas las líneas de bonos vigentes e inscritas con anterioridad a mayo de 2020, fecha en que se produjo el *default* efectivo de un título de deuda, la clasificación en "*Categoría C*" con tendencia "*En Observación*" y, de esa forma, alinear su categoría de riesgo con la asignada a los instrumentos inscritos con posterioridad a dicha fecha.

El *rating* asignado a los títulos accionarios es "*Segunda Clase*" dado su nivel de liquidez bursátil.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Adecuada generación de EBITDA en relación a su ingreso (actualmente disminuyendo).
- Legislación que regula la oferta.

Fortalezas complementarias

- Flujos relativamente diversificados geográficamente.
- Potencial del negocio de juegos de azar dentro del país.

Fortalezas de apoyo

- Fortaleza negocio inmobiliario.
- Experiencia de grupo controlador.
- Operación en diversos países.

Riesgos considerados

- Renovación de concesiones de los casinos (riesgo de mediano plazo, de probabilidad no menor y de alto impacto en caso de materializarse).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).
- Elevado endeudamiento relativo respecto de la industria.

Hechos recientes

Resultados a diciembre 2019

A diciembre 2019, los ingresos de **Enjoy** llegaron a \$ 264.086 millones, lo que significó una caída de 4,0% en relación con el año anterior, principalmente producto de menores ingresos en el segmento *gaming*, en Uruguay, así como menor *Drop* en Uruguay, principalmente debido a la situación macroeconómica de Argentina y Brasil, además, en Chile hubo menores ingresos y disminución de flujo de público debido al estallido social que inició a mediados de octubre.

El costo de explotación del período pasó de \$ 216.952 millones durante 2018, a \$ 223.726 millones a diciembre de 2019, aumentando en un 3,1%, explicado, en parte, por la consolidación de nuevos negocios, San Antonio y Los Ángeles. Por otro lado, los gastos de administración aumentaron un 13,8%, alcanzando los \$ 32.154 millones, principalmente generado por mayores gastos de marketing para dar a conocer la propuesta de valor en Chile, y a un incremento de los deudores incobrables. Con todo, el resultado de la compañía durante 2019 registra una pérdida por \$ 27.926 millones.

El EBITDA del período fue de \$ 46.468 millones, lo que significa una disminución de 20,5% respecto de 2018, cuando alcanzó los \$ 58.469 millones.

Resultados al tercer trimestre 2020

A septiembre de 2020, los ingresos de **Enjoy** fueron de \$ 82.470 millones, una caída de un 59% con respecto al mismo periodo del año anterior, debido principalmente al cierre de las operaciones de casinos, restaurantes y centros de eventos tanto en Chile como en Uruguay.

Los costos de venta experimentaron una disminución de un 43%, llegando a \$ 96.471 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a -\$ 14.001 millones.

Por su parte, los gastos de administración fueron de \$ 26.018 millones, aumentando de ese modo en 20%. Con todo, el resultado total registró una pérdida de -\$ 113.684 millones. Al cierre de septiembre de 2020, la empresa registraba un patrimonio de \$ 42.008 millones (\$ 150.729 millones a diciembre de 2019) y una deuda financiera de \$ 431.281 millones, un 12% superior a la deuda registrada en diciembre de 2019.

Eventos recientes

El 14 de agosto la junta de acreedores aprobó el Acuerdo de Reorganización Judicial, el cual, tiene por objeto la continuación efectiva y total del giro de las actividades comerciales de la sociedad; el otorgamiento de nuevas condiciones para el pago de los créditos afectos al Acuerdo; una reducción del nivel de endeudamiento de la Sociedad, mediante la conversión de, al menos, un 70% de la deuda valista (no garantizada) en bonos convertibles en acciones de la sociedad con un fuerte incentivo a la conversión; y la obtención de recursos frescos para la compañía.

El 25 de agosto, el Tribunal de Quiebras del Distrito Sur de Nueva York ha reconocido el Acuerdo en el procedimiento denominado *Chapter 15* que la Compañía había iniciado con motivo de su procedimiento de reorganización.

El 26 de agosto, se aprobó la emisión de tres bonos convertibles en acciones de la sociedad en los términos indicados en el Acuerdo de Reorganización Judicial y en la Junta de accionista, además, se aprobó un aumento de capital de la sociedad por \$ 316.184.773.620, mediante la emisión de 58.682.723.027 nuevas acciones de pago nominativas, ordinarias, de una serie única y sin valor nominal.

El 4 de septiembre, la sociedad recibió los fondos correspondientes al Crédito Puente, por un monto de \$ 50.000 millones de pesos, menos el 2% de comisión.

El 7 de septiembre la CMF resolvió suspender la transacción y cotización en Bolsas de Valores de los Bonos Series I y J emitidos con cargo a la línea de bonos N°915 a contar de esta fecha y hasta que se cumpla la inscripción en el Registro de Valores, las emisiones de bonos que reflejen la reprogramación conforme al Acuerdo de Reorganización Judicial y que se materialice el canje de los bonos de los acreedores valistas por los bonos reprogramados conforme al Acuerdo de Reorganización Judicial.

El 30 de septiembre **Enjoy** emitió en el mercado internacional bonos garantizados con vencimiento el año 2027 por un monto total de USD \$210.505.263 y se produjo el intercambio (*exchange*) de los Bonos 2027 por sus bonos internacionales garantizados con vencimiento el año 2022.

El 13 de octubre, la sociedad ejecutó el canje de las posiciones de los tenedores de Bonos Serie I por posiciones en bonos series "K", "L" y "M", según correspondiera, emitidos en virtud del contrato de emisión de bonos por monto fijo inscrito y el canje de las posiciones de los tenedores de Bonos Serie J por posiciones en bonos series "N", "O" y "P", según correspondiera, emitidos en virtud del contrato de emisión de bonos por monto fijo, dejando por tanto de tener posiciones en Bonos Serie I y/o en Bonos Serie J, según fuera el caso.

El 12 de noviembre, la Superintendencia de Casinos y Juegos aprobó e informó la vigencia del "Protocolo de Manejo y Prevención ante COVID-19 en casinos y establecimientos de juego y entretenimiento", el que permite la reapertura gradual de los casinos de juego que se ubiquen en las comunas que se encuentren en los Pasos 3, 4 o 5, de acuerdo con las condiciones que se establecen en el citado documento. Las fechas de reapertura se realizaron en las siguientes fechas:

- Mendoza: 14 de noviembre
- Rinconada: 19 de noviembre
- Coquimbo: 19 de noviembre
- Colchagua: 19 de noviembre
- Viña del Mar: 20 de noviembre
- Antofagasta: 28 de noviembre
- San Antonio: 27 de noviembre
- Pucón: 4 de diciembre
- Punta del Este: 11 de diciembre

Definición categorías de riesgo

Categoría C (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.

Categoría Nivel 4 (N-4) (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2, N-3.

Segunda Clase (títulos accionarios)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una inadecuada combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Oportunidades y fortalezas

Diversificación geográfica de sus casinos: **Enjoy** está presente en ocho ciudades en el norte, centro y sur del país (Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Rinconada de Los Andes, San Antonio⁶, Los Ángeles⁷, Pucón y Castro), cuenta además con un casino en la ciudad de Mendoza (Argentina), además del Casino Enjoy Punta del Este (Uruguay), lo que le permite acceder a una amplia demanda. Lo anterior, a nivel de Chile, se refleja en la participación de mercado de la compañía, que, en términos de ingresos, se eleva en torno a un 39%⁸, según cifras de 2019.

Baja concentración de sus flujos: De acuerdo a información proporcionada por la emisora, los ingresos de la compañía se distribuyen de manera adecuada en los casinos, aun cuando algunos de los casinos operados por **Enjoy** muestran una fuerte estacionalidad, generando la mayor parte de sus ingresos durante enero y febrero. Esta situación se intensifica debido a la incorporación de Enjoy Punta del Este, el cual presenta un fuerte patrón estacional en su generación de ingresos (entre noviembre y marzo de cada año aumentan cerca de un 70% los ingresos de Enjoy Punta del Este). A pesar del número reducido de unidades de negocios, se reconoce que los ingresos estarían relativamente protegidos a la entrada de nueva competencia, dada la normativa en Chile, que establece un número máximo de casinos por región (tres casinos máximos y uno como mínimo y no pueden estar ubicados a una distancia vial menor a 70 km; la región metropolitana no puede tener casinos). Chile representa cerca del 70% de los ingresos, siendo el casino de Viña del Mar el más importante en forma individual, promediando aproximadamente el 21% de los ingresos en los últimos años.

Fortaleza de negocio inmobiliario: Las operaciones de la compañía presentan ciertas características del negocio inmobiliario, puesto que una vez que se materializan las inversiones y que implican un fuerte desembolso, permiten cierta estabilidad en los ingresos obtenidos y una mayor eficiencia en el control de costos y gastos (a junio de 2020, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$ 336 mil millones).

Legislación chilena: La legislación chilena regula la industria de los casinos determinando la oferta y funcionamiento de los mismos, existiendo barreras de entrada muy altas al prohibir los casinos en la región metropolitana, restringir un máximo de tres casinos por región y establecer una distancia mínima de 70 kilómetros entre ellos. Por otra parte, las concesiones se entregan por un periodo de 15 años por la Superintendencia de Casino y Juegos (SCJ), lo cual entrega cierta estabilidad en los flujos percibidos. Hay que mencionar que la demanda esta indexada a la situación económica del país.

Potencial de crecimiento del negocio del juego: El negocio del juego posee un potencial de crecimiento elevado dentro del contexto nacional, si bien en los últimos años, excluido pandemia, los visitantes se han estabilizado en torno a los 5,5 millones anuales, aún existe un potencial de crecimiento importante para la industria de casinos si se compara la tasa de penetración con países con mayores ingresos. De concretarse

⁶ Recientemente incorporada.

⁷ Recientemente incorporada.

⁸ Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

este crecimiento potencial, **Enjoy** podría verse beneficiado al rentabilizar más sus unidades de negocio, lo cual debería reflejarse en mayores niveles absolutos de flujo de caja anual.

Factores de riesgo

Pérdida de concesiones: La compañía enfrenta el riesgo de renovación de licencias de operación, lo cual genera incertidumbre respecto de los flujos futuros. Si bien, el proceso de licitación municipal 2018 fue favorable para la compañía (sumando además un nuevo casino), persisten los riesgos asociados a la renovación de concesiones, principalmente, relativo a los casinos de la Ley 19.995, lo que podría generar presiones de liquidez frente al vencimiento de sus obligaciones financieras. Según información a septiembre de 2019, en torno a un 33% de los ingresos de la compañía provienen de este ítem. Con todo, se reconoce que el plazo de caducidad de sus concesiones más relevantes es posterior al vencimiento de sus mayores obligaciones (en el mediano plazo).

Elevado endeudamiento relativo respecto de la industria: La industria en la cual la compañía está inserta requiere de un importante desembolso inicial para el financiamiento de sus proyectos, así como de constantes inversiones para el desarrollo de sus operaciones, lo cual eleva el nivel de deuda. Con todo, su endeudamiento relativo (deuda financiera/EBITDA) resulta ser superior a empresas similares de la industria, alcanzando a junio de 2020 las 14,0 veces (8,1 veces en diciembre 2019). Se considera el hecho de que la deuda actual de la compañía está siendo reestructurada conduciendo a reducir los niveles de endeudamiento relativo, considerando la emisión de bonos convertibles en acciones.

Cambios regulatorios: La industria de casinos se ve expuesta a cambios legislativos y regulatorios que, eventualmente, podrían generar mayores restricciones al negocio, el cual ya posee fuertes controles normativos. A juicio de la clasificadora, este riesgo se ve incrementado por la existencia de casinos con modalidad jurídica diferente.

Característica de los flujos de Enjoy Punta del Este: Los flujos provenientes de las filiales, formalmente, debiesen provenir de retiros de utilidades por parte de la matriz y, en caso de requerirse la utilización de los flujos totales (ejemplo, EBITDA), a través de medios alternativos como créditos, prestación de servicios (reales), reducción de capital u otros. Estos mecanismos alternativos siempre estarán afectos a mayor riesgo de regulación, en particular si es una inversión extranjera, por cuanto los países tienden a evitar la "fuga de divisas", sobre todo cuando presentan mayores niveles de riesgo (Uruguay está calificada en Baa2, escala global). Cabe señalar que el casino de Punta del Este es muy relevante dentro del total de EBITDA del emisor (en torno a un 17%).

Antecedentes generales

La compañía

Enjoy es una sociedad cuyos orígenes se remontan a 1975, con la adjudicación del casino de Viña del Mar. Con el transcurso de los años, la empresa se transformó en el principal operador del rubro en Chile, con una oferta integral en el país que incluye diez casinos, 1.502 habitaciones de hotel, 58 restaurantes y bares, once centros de convenciones y nueve spa, entre otros servicios.

Actualmente, la sociedad cuenta con presencia en las ciudades de Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Villarrica, Puerto Varas, Rinconada de Los Andes, Castro, Los Ángeles, San Antonio, Mendoza (Argentina) y Punta del Este (Uruguay).

La propiedad de **Enjoy** pertenece a un grupo de accionistas mayoritarios, entre ellos, Entretenciones Consolidadas SpA., entidad de propiedad del fondo de inversión administrado por Advent International Corporation con un 34,4% de propiedad e Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Ltda. con un 26,12%.

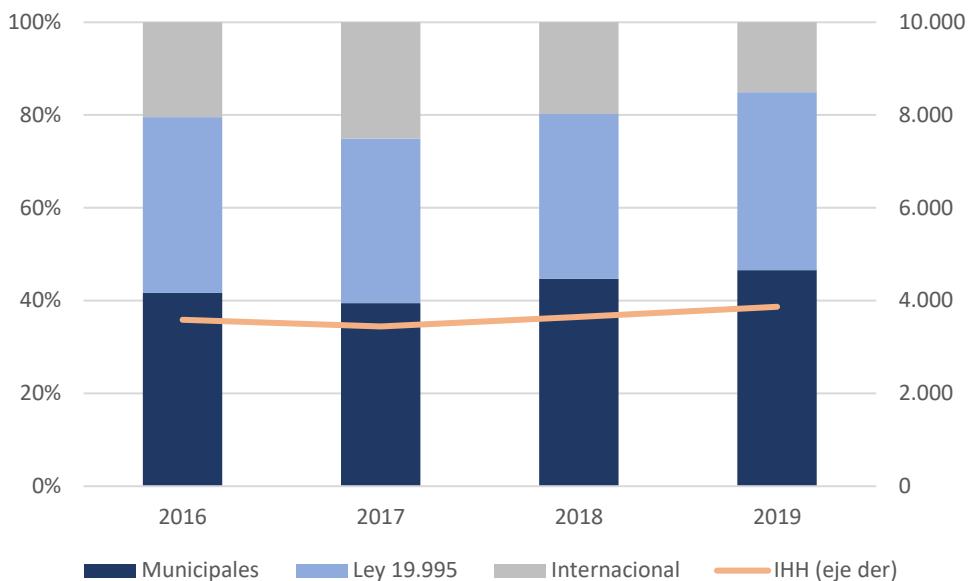
A continuación, se presenta la infraestructura operativa de la empresa a diciembre de 2019:

Unidad	Máquinas de Azar	Mesas de Juego	Posiciones de Bingo	Habitaciones
TOTAL	6.550	383	596	1.502

Composición de los flujos

La compañía tiene doce propiedades, en las cuales posee negocios de casinos, alimentos y bebidas, y hoteles. En términos de generación de ingreso y de flujo, el negocio del juego es el que aporta el mayor porcentaje, seguido por alimentos y bebidas y hoteles. La distribución del EBITDA, de acuerdo a la generación por casinos pertenecientes a las Ley 19.995, casinos municipales y en el extranjero, se presenta en la *Ilustración 1*.

Ilustración 1
Estructura EBITDA
2016 – 2019



Fuente: **Humphreys** en base a información proporcionada por **Enjoy**.

La *Ilustración 1* muestra, a su vez, el Índice de Herfindahl-Hirschman⁹ (IHH), donde se observa una proporción relativamente estable durante los últimos años en la generación del EBITDA de la compañía.

Industria

Como resultado de la promulgación de la Ley N° 19.995 de 2005, la industria de casinos en Chile experimentó un significativo crecimiento, lo que hasta la fecha se ha traducido en niveles de inversión superior a los US\$ 1.000 millones. De esta forma, a las siete concesiones municipales existentes inicialmente, fueron incorporados 18 establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

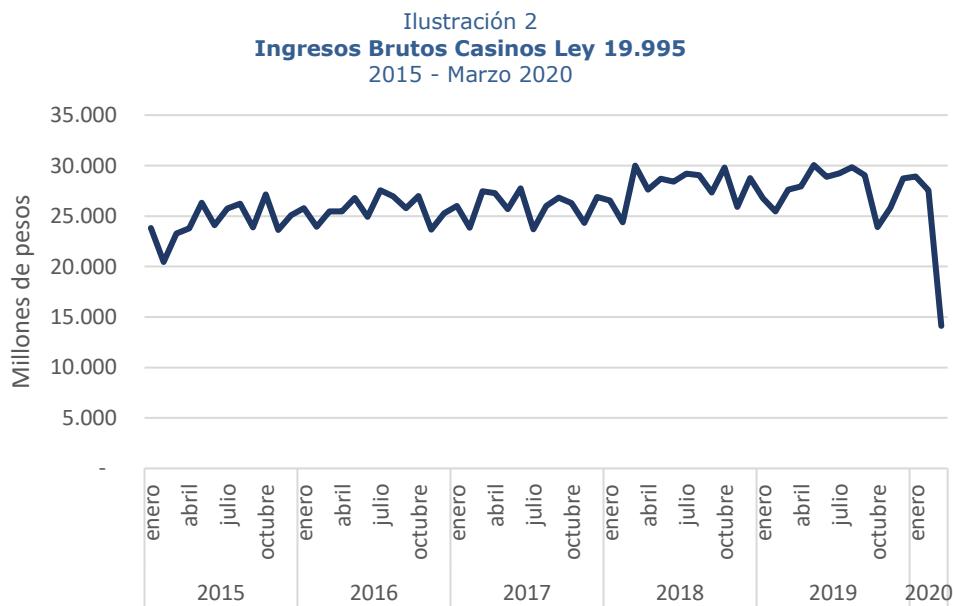
A continuación, se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

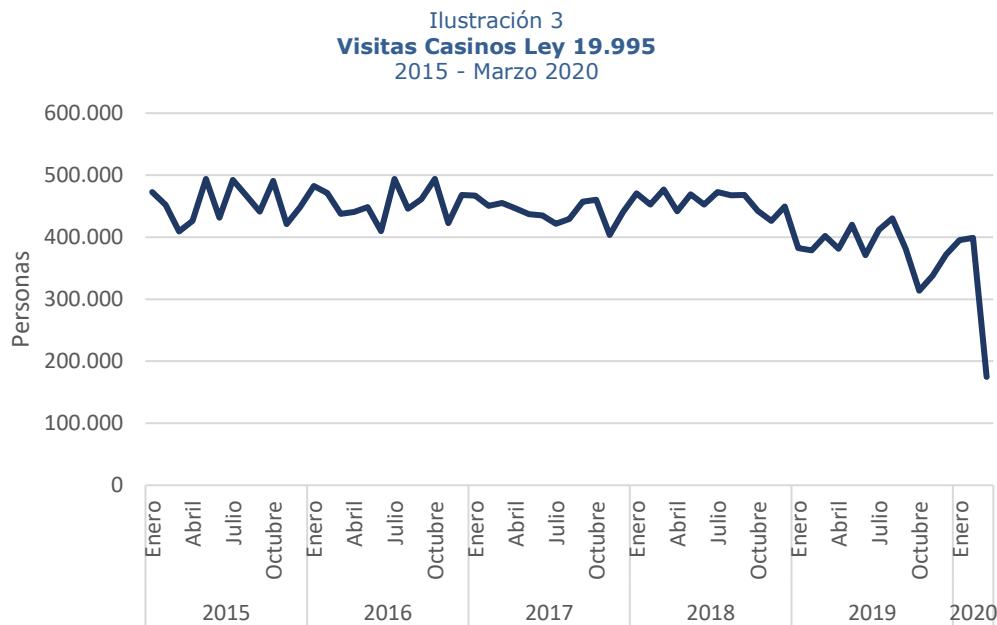
Municipales		
Arica	Iquique	Coquimbo
Viña del Mar	Pucón	Puerto Varas
Puerto Natales		

⁹ El Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH) corresponde a la suma al cuadrado de las participaciones de cada categoría, y fluctúa entre el valor 0 (absoluta desconcentración) y 10.000 (concentración máxima).

19.995		
Antofagasta	Calama	Copiapó
Ovalle	Rinconada	Mostazal
San Antonio	Santa Cruz	Talca
Chillán	Talcahuano	Los Ángeles
Temuco	Valdivia	Osorno
Castro	Coyhaique	Punta Arenas

A partir del año 2015 las visitas se han mantenido estables promediando las 5,4 millones de visitas anuales, por su parte, los ingresos han mostrado una tendencia al alza. De esta forma, según datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, durante el año 2019, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente \$ 333.263 millones (ver *Ilustración 4*) y se registraron cerca de 4,6 millones de visitas, lo que representa una caída de 0,7% y 16,5%, respectivamente, en comparación con el mismo periodo del año anterior. En marzo de 2020, a raíz de la pandemia provocada por el Covid-19, la Superintendencia de Casinos de Juegos por orden del Ministerio de Salud, determinó cerrar los casinos de juegos hasta que las condiciones de salud lo permitieran, efectos que se pueden apreciar en ambas ilustraciones. El 12 de noviembre, la Superintendencia de Casinos y Juegos aprobó e informó la vigencia del “Protocolo de Manejo y Prevención ante COVID-19 en casinos y establecimientos de juego y entretenimiento”, el que permite la reapertura gradual de los casinos de juego que se ubiquen en las comunas que se encuentren en los Pasos 3, 4 o 5, de acuerdo con las condiciones que se establecen en el citado documento.





Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

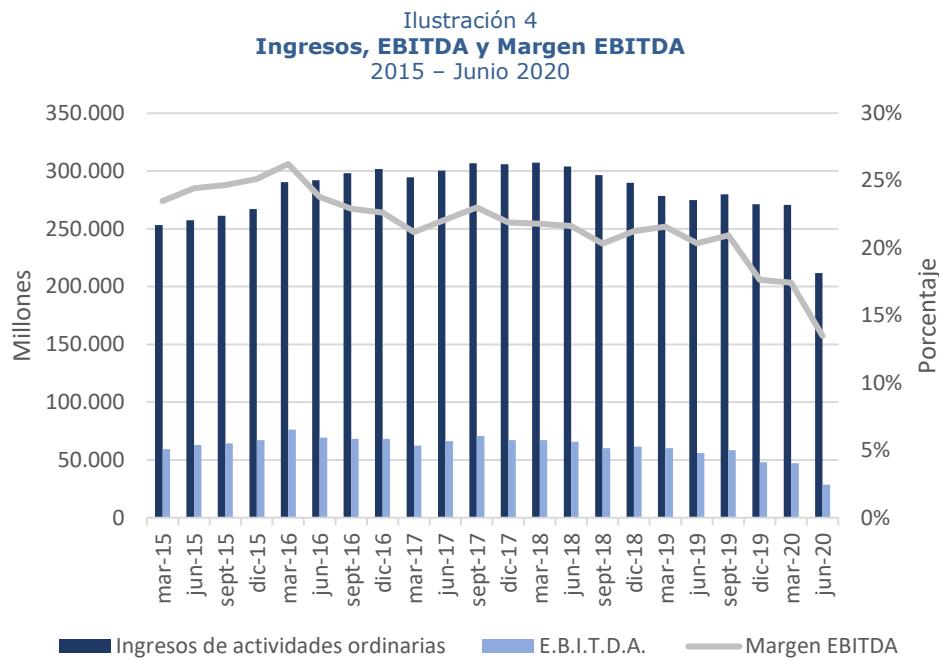
Análisis financiero¹⁰

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Enjoy** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2015 y junio de 2020.

Evolución ingresos y EBITDA

Durante los últimos años se puede observar comportamiento decreciente en los ingresos de la compañía. Por su parte, el margen EBITDA ha presentado una leve disminución los últimos períodos, a raíz de disminuciones en los ingresos de actividades ordinarias, durante el año 2020, estos decaen abruptamente, directamente relacionados con la crisis provocada por la pandemia. registrando, a junio de 2020 un 13,5%.

¹⁰ Las cifras presentadas a continuación han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.



Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

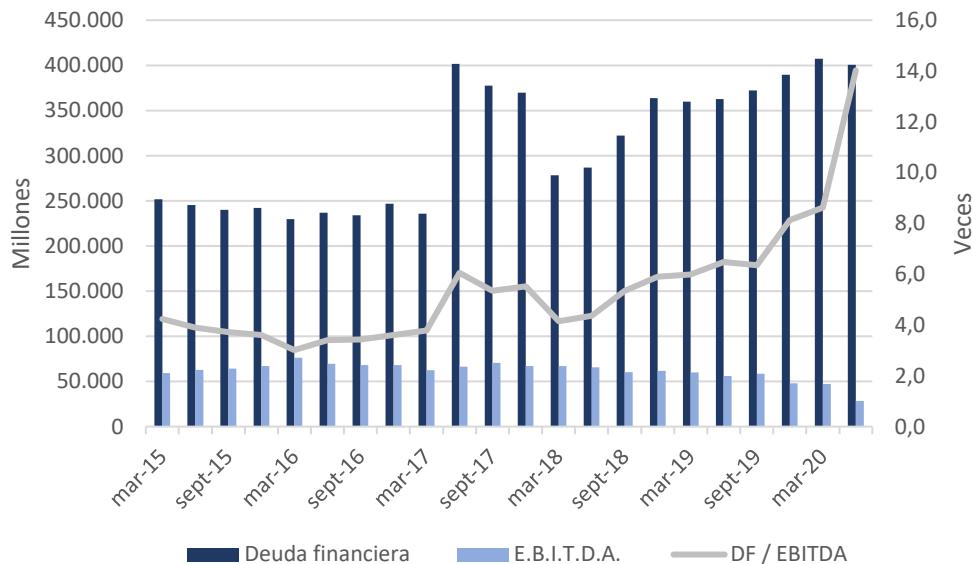
Evolución del endeudamiento

El incremento de los pasivos financieros registrado en el período 2017, significaron el aumento de la relación Deuda Financiera/EBITDA a niveles cercanos a las seis veces, principalmente, a raíz de la reestructuración financiera con la colocación del bono internacional, lo cual fue utilizado, en parte, para la adquisición del casino de Punta del Este.

Sin embargo, durante el primer trimestre de 2018, parte de la deuda financiera se prepaga con el aumento de capital realizado por la compañía, lo que lleva al indicador Deuda Financiera/EBITDA a niveles en torno a las cuatro veces, finalizando, a diciembre de 2018, en 5,9 veces.

A partir del tercer trimestre del año 2019 el EBITDA comienza a caer debido a la disminución de los ingresos de actividades ordinarias provocado por el estallido social durante octubre de 2019 y a partir de marzo por el cierre de casinos debido a la pandemia. Por otro lado, la deuda financiera tuvo un aumento debido al aumento de los pasivos corrientes en parte por el devengo de intereses y amortizaciones de la deuda financiera, en parte por la protección financiera del proceso de reorganización judicial, en donde el indicador Deuda Financiera/EBITDA alcanza las 14,03 veces.

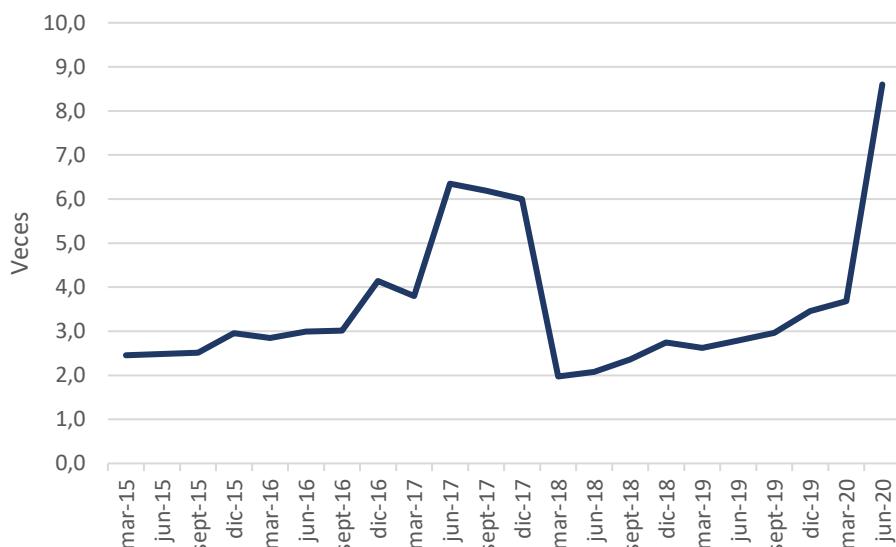
Ilustración 5
Deuda Financiera, EBITDA y DF/EBITDA
2015 – Junio 2020



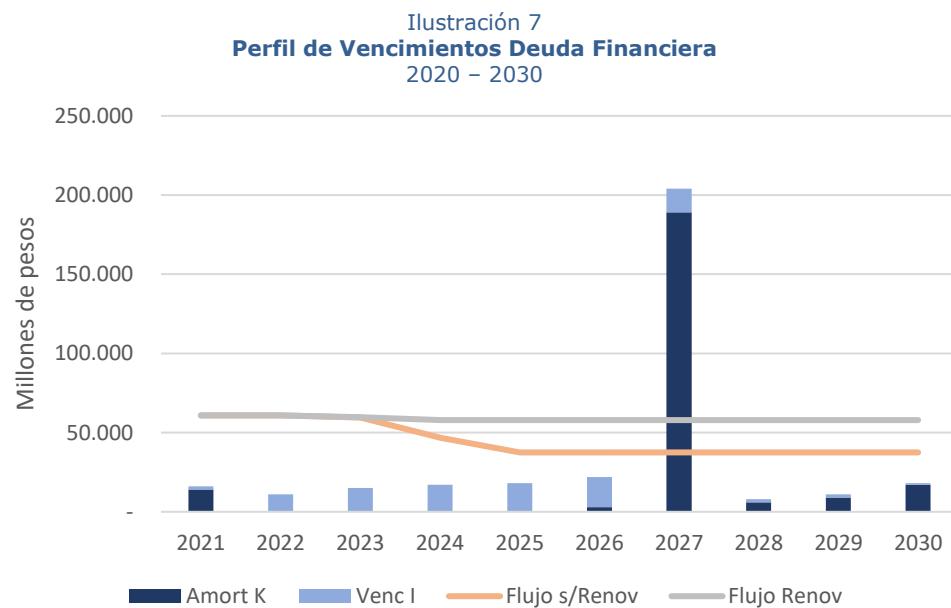
Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

En general, pese a que la sociedad es intensiva en inversiones inmobiliarias, el endeudamiento relativo de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, estuvo en el pasado relativamente acotado, aumentando en 2017 debido a la colocación del bono internacional y disminuyendo en marzo de 2018 por el aumento de capital realizado en enero del mismo año. Sin perjuicio de lo anterior, la compañía ha aumentado su *leverage*, debido a la disminución patrimonial por las pérdidas del periodo, alcanzando las 8,6 veces a junio de 2020.

Ilustración 6
Pasivo Exigible sobre Patrimonio
2015 – Junio 2020



La *Ilustración 7* muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA. Se aprecia que dada la capacidad de generación de flujos, representado por el EBITDA estimado por **Humphreys**, existe un alto nivel de holgura entre los años 2021 y 2026, en caso de mantener la concesión de todos los casinos que actualmente posee (línea gris). Sin embargo, en 2027 existe vencimiento del bono internacional, lo que conlleva el riesgo de refinanciamiento y, en este caso, se acentúa por la posibilidad de pérdida de concesiones de la Ley 19.995, durante el proceso 2023. Se observa, en línea color naranja, el flujo generado en caso de no renovar concesión alguna.



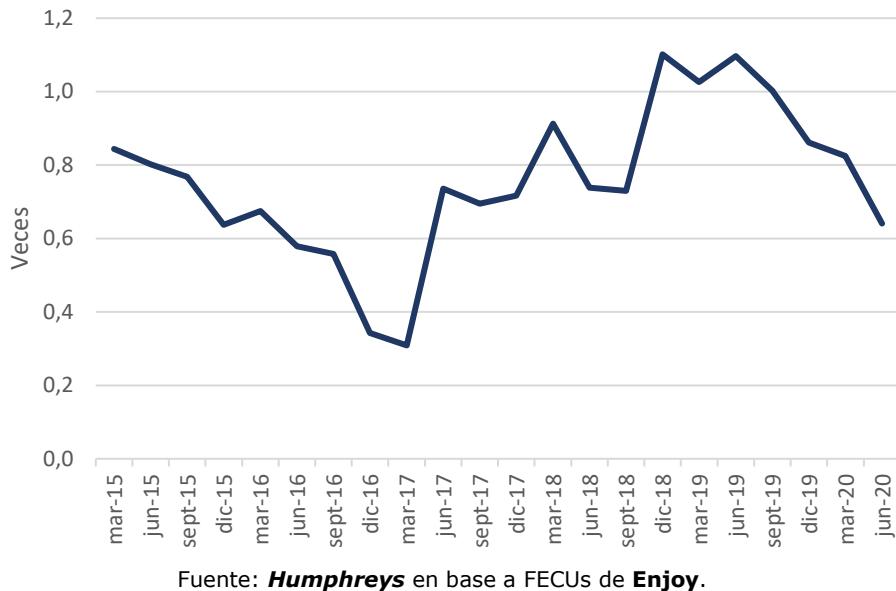
Fuente: **Humphreys** en base a información proporcionada por la empresa.

Liquidez

A junio de 2020, la liquidez de la compañía ha mostrado un decrecimiento respecto de sus valores de años anteriores, llegando a 0,6 veces (ver

Ilustración 8), lo cual se debe, principalmente, al cierre obligatorio de las operaciones a causa de la pandemia.

Ilustración 8
Evolución de la Liquidez
 2015 – Junio 2020

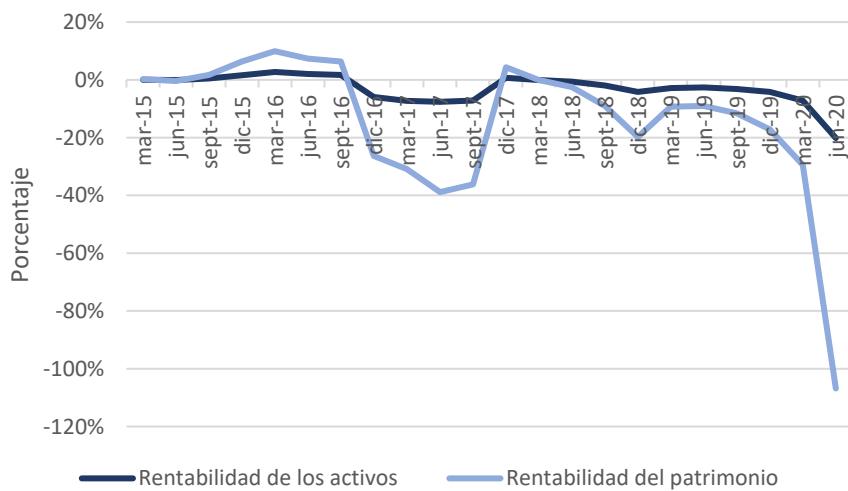


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

Rentabilidad

Luego de exhibir un repunte en los niveles de rentabilidad durante 2016, estos indicadores han registrado una fuerte disminución, situándose, en general, en niveles negativos (ver Ilustración). Si bien la compañía experimentó un repunte hacia finales de 2017, durante los últimos años volvió a registrar una rentabilidad negativa, acorde a los resultados exhibidos en el período. Durante el periodo 2020, se observa una disminución en los niveles de rentabilidad sobre activos y sobre el patrimonio, causa de una mayor pérdida atribuible a los propietarios de la controladora.

Ilustración 9
Rentabilidad
 2015 – Junio 2020

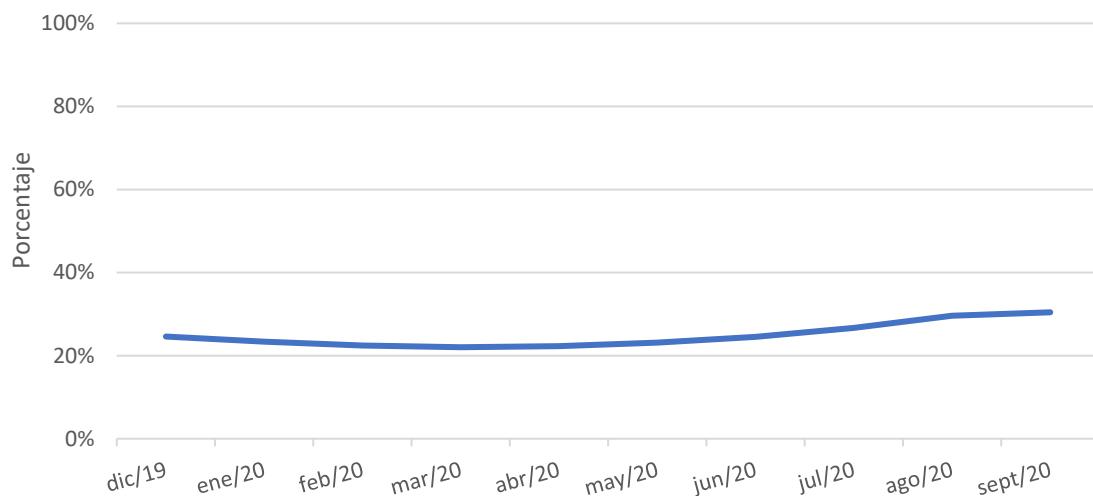


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

Acciones

A continuación, se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía, en términos de presencia promedio (donde se consideran los días con transacciones por un monto igual o superior a UF 1.000). Si bien la presencia promedio de la acción de **Enjoy** había experimentado un alza a partir del 2019, alcanzando niveles cercanos al 30%, dada la clasificación actual de **Enjoy**, sus acciones se clasifican en segunda clase.

Ilustración 10
Presencia promedio acciones Enjoy
Diciembre 2019 - Septiembre 2020



Ratios financieros

Ratios Financieros						
Ratios de liquidez	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T2
Liquidez (veces)	1,58	1,50	1,46	1,46	1,42	1,44
Razón Circulante (Veces)	0,64	0,34	0,72	1,10	0,86	0,64
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,62	0,34	0,70	1,10	0,85	0,63
Razón Ácida (veces)	0,61	0,33	0,68	1,07	0,84	0,62
Rotación de Inventarios (veces)	46,23	47,08	46,56	47,54	48,50	39,50
Promedio Días de Inventarios (días)	7,90	7,75	7,84	7,68	7,53	9,24
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,26	7,38	7,23	6,33	5,98	5,87
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	58,26	49,44	50,48	57,65	61,07	62,23
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	3,09	4,30	4,89	3,43	2,77	2,20
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	118,01	84,96	74,65	106,50	131,82	166,26
Diferencia de Días (días)	59,75	35,53	24,17	48,85	70,75	104,03
Ciclo Económico (días)	51,86	27,77	16,33	41,17	63,22	94,79
Ratios de endeudamiento	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T2
Endeudamiento (veces)	0,75	0,81	0,86	0,73	0,78	0,90
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,96	4,14	6,00	2,75	3,46	8,60
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,39	1,49	0,39	0,42	0,41	0,42
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,61	3,61	5,52	5,90	8,14	14,03
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,28	0,28	0,18	0,17	0,12	0,07
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	45,53%	48,83%	77,15%	74,30%	73,72%	76,51%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	29,46%	28,30%	0,80%	0,24%	0,51%	0,59%
Veces que se gana el Interés (veces)	0,69	-2,19	0,02	-0,57	-0,98	-4,81
Ratios de rentabilidad	2015	2016	2017	2018	2019	2020.T2
Margen Bruto (%)	21,98%	21,27%	21,19%	21,13%	15,35%	9,11%
Margen Neto (%)	4,23%	-13,17%	1,45%	-8,83%	-10,43%	-58,73%
Rotación del Activo (%)	37,49%	48,11%	54,68%	43,41%	39,82%	36,25%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	1,62%	-5,98%	0,75%	-4,22%	-4,25%	-20,35%
Rentabilidad Total del Activo (%)	1,61%	-5,94%	0,75%	-4,17%	-4,20%	-20,14%
Inversión de Capital (%)	226,62%	305,21%	420,14%	185,30%	228,07%	551,30%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-4,92	-1,52	-8,08	19,82	-12,65	-3,81
Rentabilidad Operacional (%)	5,59%	6,48%	7,69%	6,84%	1,79%	-3,85%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	6,32%	-26,34%	4,38%	-19,84%	-17,10%	-106,83%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	63,32%	66,61%	68,31%	68,46%	70,20%	69,33%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	78,02%	78,73%	78,81%	78,87%	84,65%	90,89%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	11,54%	10,76%	9,78%	10,28%	12,15%	17,19%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	15,60%	21,01%	34,57%	24,38%	5,24%	-14,71%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	25,13%	22,63%	21,91%	21,26%	17,65%	13,48%

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."