



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Enjoy S.A.

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:
Antonio González G.
Carlos García B.
antonio.gonzalez@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Diciembre 2021

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	BB
Líneas de efectos de comercio	Nivel 4/BB
Tendencia	Favorable
Acciones (ENJOY)	Segunda Clase
Tendencia	Estable

EEFF base

30 de septiembre 2021

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 S (BENJO-S)	Nº 1060 de 14.01.21
Bonos por monto fijo serie U (BENJO-U)	Nº 1061 de 14.01.21
Bonos por monto fijo serie V (BENJO-V)	Nº 1061 de 14.01.21
Bonos por monto fijo serie W (BENJO-W)	Nº 1061 de 14.01.21
Bonos por monto fijo serie X (BENJO-X)	Nº 1062 de 14.01.21
Bonos por monto fijo serie Y (BENJO-Y)	Nº 1062 de 14.01.21
Bonos por monto fijo serie Z (BENJO-Z)	Nº 1062 de 14.01.21
Bonos por monto fijo serie Q (BENJO-Q)	Nº 1068 de 22.02.21
Bonos por monto fijo serie R (BENJO-R)	Nº 1068 de 22.02.21
Bonos por monto fijo serie T (BENJO-T)	Nº 1069 de 22.02.21
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

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS

Miles de \$	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Activos corrientes	94.934	89.223	152.118	131.717	99.598	80.600
Efectivo y equivalentes al efectivo	41.590	30.344	84.410	67.321	68.353	52.647
Activos no corrientes	479.612	432.963	488.549	540.414	454.007	623.554
Total activos	574.546	522.187	640.667	672.131	553.604	704.155
Pasivos corrientes	277.176	124.549	138.087	152.873	98.987	108.567
Pasivos no corrientes	185.616	323.059	331.561	368.529	440.325	396.521
Patrimonio	111.754	74.579	171.019	150.729	14.292	199.067
Pasivos y patrimonio	574.546	522.187	640.667	672.131	553.604	704.155
Deuda financiera	225.991	345.331	348.964	384.388	422.493	239.502

Estados de Resultados Consolidados IFRS

Miles de \$	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Ingresos totales	273.564	283.677	275.005	264.086	90.503	60.962
Costo de ventas	-215.457	-223.575	-216.952	-223.726	-121.812	-82.031
Margen bruto	58.107	60.101	58.053	40.360	-31.309	-21.069
Gastos de administración	-29.427	-27.753	-28.257	-32.154	-31.496	-16.728
Costos financieros	-16.899	-32.985	-45.132	-29.119	-31.264	-27.131
Ganancia	-36.565	4.098	-24.402	-27.926	-138.921	-67.453
EBITDA	61.870	62.118	58.469	46.468	-18.880	-22.055

Opinión

Fundamentos de la clasificación

Enjoy S.A. (Enjoy) 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 nueve 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 2021, la empresa generó ingresos por unos \$ 60.962 millones y un EBITDA negativo cercano a \$ 22.055 millones. La deuda financiera y el patrimonio, a igual período, alcanzaban los \$ 239.502 millones y \$ 199.067 millones, respectivamente.

La calificación de los bonos en *"Categoría BB"* radica principalmente en la caída en sus indicadores de deuda y en el fortalecimiento del patrimonio de la compañía producto del proceso de conversión en acciones de los bonos serie Q y R, los cuales fueron reconvertidos en un 100% al cierre de julio de 2021. Asimismo, la serie T se encuentra en proceso de reconversión con plazo hasta febrero de 2022. Todo ello ha implicado una importante disminución en el nivel de endeudamiento de la compañía, al capitalizar parte de la deuda; en los hechos, con respecto a diciembre de 2020, el pasivo financiero ha disminuido un 43% y el patrimonio ha aumentado en cerca de 1.300%, lo que en términos de endeudamiento medido como pasivo exigible sobre patrimonio lleva a un ratio de 37,7 veces en diciembre de 2020 a un indicador de 2,5 veces en septiembre de 2021. Bajo este escenario, se espera que normalizada las operaciones la compañía fortalezca su viabilidad de largo plazo, revirtiendo los resultados negativos que exhibe a la fecha.

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, el EBITDA de la compañía se encuentra números negativos. 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, Rinconada de Los Andes, Castro, Puerto Varas, 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 a septiembre de 2021 representa el 21% de los ingresos 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.

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 "*Favorable*", responde al hecho que, debido a los anuncios de la autoridad, la compañía se encuentra operando la totalidad de sus casinos a nivel nacional lo que ha significado un cambio en la tendencia de sus resultados, por lo que se espera una mayor recuperación de sus flujos en lo que queda del año. En tanto, **Humphreys** estará atento al término del proceso de reconversión de los bonos serie T y posibles 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.

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

Resumen Fundamentos Clasificación	
Fortalezas centrales	<ul style="list-style-type: none">• Adecuada generación de EBITDA en relación a su ingreso.• Legislación que regula la oferta.
Fortalezas complementarias	<ul style="list-style-type: none">• Potencial del negocio de juegos de azar dentro del país.• Flujos relativamente diversificados geográficamente.
Fortalezas de apoyo	<ul style="list-style-type: none">• Fortaleza negocio inmobiliario.• Operación en diversos países.• Experiencia de controladores.
Riesgos considerados	<ul style="list-style-type: none">• 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 septiembre de 2021

A septiembre de 2021, los ingresos de **Enjoy** fueron de \$ 60.962 millones, una caída de un 26% con respecto al mismo periodo del año anterior, debido principalmente a que las operaciones de casinos, restaurantes y centros de eventos permanecieron cerradas tanto en Chile como en Uruguay.

Los costos de venta experimentaron una disminución de un 15%, llegando a \$ 82.031 millones. De este modo, el margen bruto alcanzó a -\$ 21.069 millones.

Por su parte, los gastos de administración fueron de \$ 16.728 millones, cayendo de ese modo en 36%, principalmente por deterioro de las cuentas por cobrar. Con todo, el resultado total registró una pérdida de \$ 67.453 millones. Al cierre de septiembre de 2021, la empresa registraba un patrimonio de \$ 199.067 millones (\$ 14.282 millones a diciembre de 2020) y una deuda financiera de \$ 239.502 millones, un 43% superior a la deuda registrada en diciembre de 2020.

Eventos recientes

Enero de 2021, los efectos de comercio serie 21A y 4C, fueron reemplazados por los Bonos serie U, V, W y X, Y, Z, respectivamente.

En febrero de 2021, Dreams informó que ha mantenido conversaciones preliminares ante una eventual fusión con **Enjoy**.

En el mes de abril, se firma contrato de venta por el 40% de las acciones de Casino de Colchagua S.A. con Inversiones Colchagua S.A. y con don Carlos Cardoen Cornejo; además, se suscribieron y pagaron los bonos serie T, R y Q, por un valor total de \$ 15.330 millones y, por último, se realizó el prepago del crédito puente y se colocan los bonos convertibles series Q, R, S y T, con lo cual se da inicio al proceso de conversión de la deuda (según plan presentado a acreedores).

El 1 de julio, asume Eliseo García como Gerente General de la compañía, en reemplazo de Rodrigo Larraín.

Durante el mes de julio la SCJ autorizó la extensión del inicio de vigencia de las licencias de Coquimbo y Pucón, para el 7 de enero de 2022 y 14 de abril de 2022 respectivamente.

El día 15 comienzan los cambios al plan sanitario, lo que permite el funcionamiento de casinos en comunas en Fase 2, inclusive, con la restricción de aforos determinada y las operaciones en todo Chile se mantuvieron abiertas durante todo el tercer trimestre.

El 30 de julio la sociedad Casino del Mar comienza nueva licencia por Casino en Viña del Mar.

Durante el mes de agosto de 2021, la Superintendencia de Casinos y Juegos (SCJ) inició el proceso para revocar la licencia a **Enjoy** del casino de Puerto Varas, con lo que Dreams seguirá operando el casino hasta que sea licitado nuevamente.

En octubre de 2021, a través de un hecho esencial se informó que Dreams y **Enjoy** habían alcanzado un entendimiento preliminar de los términos y condiciones para una eventual fusión de las compañías, incluyendo una potencial relación de canje que otorgaría a los accionistas de **Enjoy** el 36,1% de las acciones de la eventual entidad combinada.

El 18 de octubre se presentaron las ofertas de las licitaciones para las licencias de operación de Casino de Antofagasta y Los Ángeles, para los cuales no se presentaron otras postulaciones.

Definición de categorías de riesgo

Categoría BB (títulos de deuda de largo plazo)

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

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.

Categoría Segunda Clase

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

Tendencia Favorable

Corresponde a aquellos instrumentos que podrían ver mejorada su clasificación como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Diversificación geográfica de sus casinos: Enjoy está presente en nueve ciudades en el norte, centro y sur del país (Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Rinconada de Los Andes, San Antonio, Los Ángeles, Pucón, Puerto Varas 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 32%¹, según cifras a septiembre de 2021.

Baja concentración de sus flujos: De acuerdo con 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). Actualmente, Chile representa cerca del 85% de los ingresos, siendo el casino de Viña del Mar el más importante en forma individual, promediando aproximadamente el 20% de los ingresos en los últimos años.

¹ Fuente: Humphreys en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

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 septiembre de 2021, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$ 342 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 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 2021, en torno a un 44% 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) ha resultado ser superior a empresas similares de la industria, actualmente el EBITDA de la compañía aún se encuentra en números negativos, pero que a diciembre de 2019 era de 8,1 veces. Por otra parte, se considera el hecho de que la deuda actual de la compañía está siendo reestructurada conduciendo a reducir los niveles de endeudamiento relativo, a través de la emisión de bonos convertibles en acciones, que han llevado el endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, a alcanzar en diciembre de 2020 las 37,7 veces, mientras que a septiembre de 2021 esta relación cayó a 2,5 veces.

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, 1.432 habitaciones de hotel, 58 restaurantes y bares, diez 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, Puerto Varas, Rinconada de Los Andes, Castro, Los Ángeles, San Antonio, Mendoza (Argentina) y Punta del Este (Uruguay).

La propiedad de **Enjoy**, a septiembre de 2021, pertenece a un grupo de accionistas cuyas principales participaciones recaen en Euroamerica S.A., con un 19,88%, Penta Seguros de Vida con un 10,35% y Banchile Corredores de Bolsa con un 9,5%.

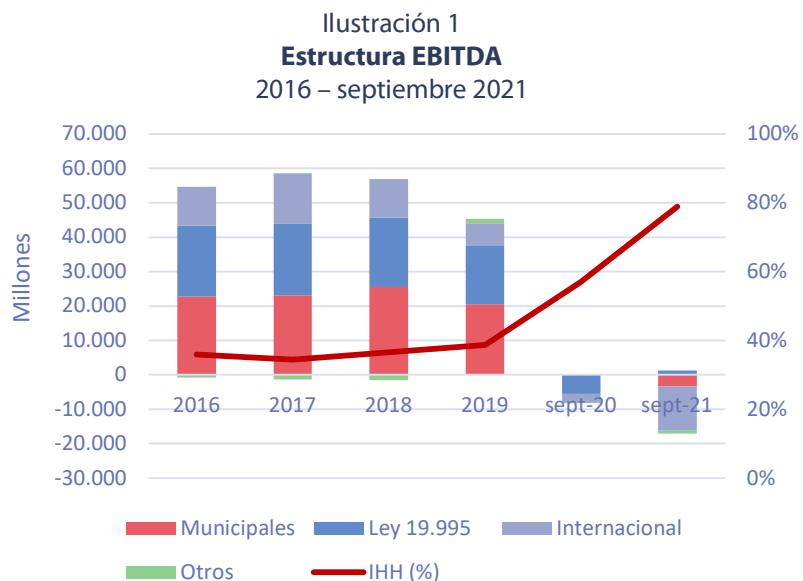
A continuación, se presenta la infraestructura operativa de la empresa a septiembre de 2021²:

Unidad	Máquinas de Azar	Mesas de Juego	Posiciones de Bingo	Habitaciones
TOTAL	5.125	279	535	1.241

Composición de los flujos

La compañía tiene once 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 con la generación por casinos pertenecientes a las Ley 19.995, casinos municipales y en el extranjero, se presenta en la Ilustración 1.

² Solo territorio chileno.



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

La Ilustración 1 muestra, a su vez, el Índice de Herfindahl-Hirschman³ (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 ha experimentado 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 de casinos 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		

Ley 19.995		
Antofagasta	Calama	Copiapó
Ovalle	Rinconada	Mostazal
San Antonio	Santa Cruz	Talca

³ 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).

Chillán	Talcahuano	Los Ángeles
Temuco	Valdivia	Osorno
Castro	Coyhaique	Punta Arenas
Viña del Mar*		

*Viña del Mar: en julio 2021 paso a operar bajo la ley 19.995

Entre los años 2016 y 2019 las visitas se han mantenido estables promediando las 5,2 millones de visitas anuales, por su parte, los ingresos mostraron una tendencia al alza. En marzo de 2020, a raíz de la pandemia provocada por el Covid-19, la Superintendencia de Casinos de Juegos por instrucción del Ministerio de Salud, determinó cerrar los casinos de juegos hasta que las condiciones de salud lo permitieran, efectos que se pueden apreciar en las ilustraciones 4 y 5. Ya en el transcurso del 2020 estas variables se vieron fuertemente afectadas, las visitas fueron prácticamente 0, lo que redujo sustancialmente los ingresos de la compañía. Sin embargo, posteriormente, teniendo como antecedentes que las medidas tomadas por las autoridades tal como los toques de queda y cuarentenas fueron menos estrictas, las visitas mostraron una fuerte recuperación, así como los ingresos que lo hicieron en mayor proporción, de lo cual se desprende que los clientes en sus visitas gastan en promedio cerca de \$90.000, lo que previo a la pandemia era en torno a los \$60.000. De esta forma, de acuerdo a datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, durante el año 2021, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) durante el primer semestre ascendieron, en promedio, a cerca de \$ 5.300 millones mensuales, mientras que en julio, agosto y septiembre promediaron \$ 30.000 millones mensuales (ver Ilustración 4); y con las visitas, se registraron cerca de 265.000 visitas durante los seis primeros meses, y durante julio, agosto y septiembre sumaron en total 959.000 visitas. lo que representa un crecimiento de 75,1% y 26,3%, respectivamente, en comparación con el mismo periodo del año anterior. Cabe señalar que 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 las Fases 2, 3, 4 o 5, de acuerdo con las condiciones que se establecen en el citado documento.

Ilustración 2
Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995
 2016 - septiembre 2021





Análisis financiero⁴

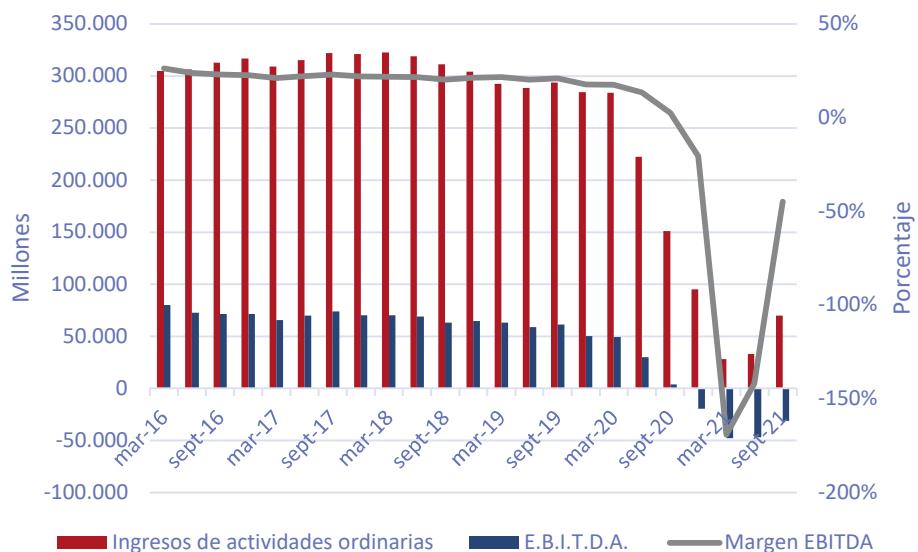
A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Enjoy** abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2016 y septiembre de 2021.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Durante los últimos años se puede observar comportamiento decreciente en los ingresos de la compañía y, también, en el margen EBITDA, pero durante el año 2020, estos decaen abruptamente, directamente relacionados con la crisis provocada por la pandemia, registrando en marzo de 2021 su valor mínimo. En la actualidad se comienza a ver una recuperación, la cual aún no está consolidada dado el EBITDA negativo que aún mantiene la compañía, así el margen EBITDA llegó en septiembre de 2021 a -44,8%.

⁴ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a septiembre de 2021.

Ilustración 4
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
 2016 – septiembre 2021



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

Evolución del endeudamiento

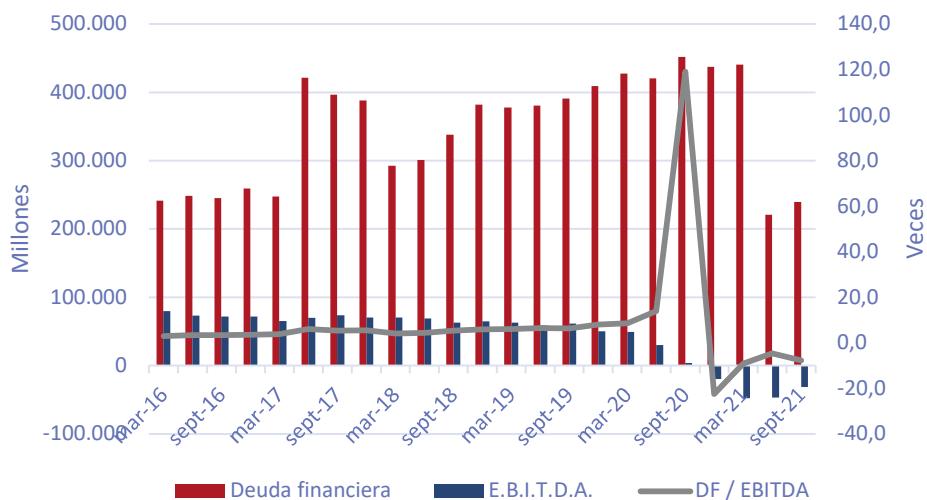
El incremento de los pasivos financieros registrado en el período 2017, significaron el aumento de la relación Deuda Financiera/EBITDA a niveles cercanos a las seis veces, principalmente, a raíz de la reestructuración financiera con la colocación del bono internacional, lo cual fue utilizado, en parte, 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; además, en marzo de 2020, cae, debido al cierre de casinos producto de la pandemia. Por otro lado, la deuda financiera se mantuvo en valores en torno a los \$ 420.000 millones, en parte por la protección financiera del proceso de reorganización judicial.

En junio de 2021, como parte del proceso de reestructuración de la compañía, en donde tiene lugar la conversión de sus bonos en capital, se produce una disminución significativa de la deuda. Por otra parte, el EBITDA si bien sigue siendo negativo, ya se puede observar un cambio en la magnitud de este a raíz de la apertura de los casinos en julio del presente año.

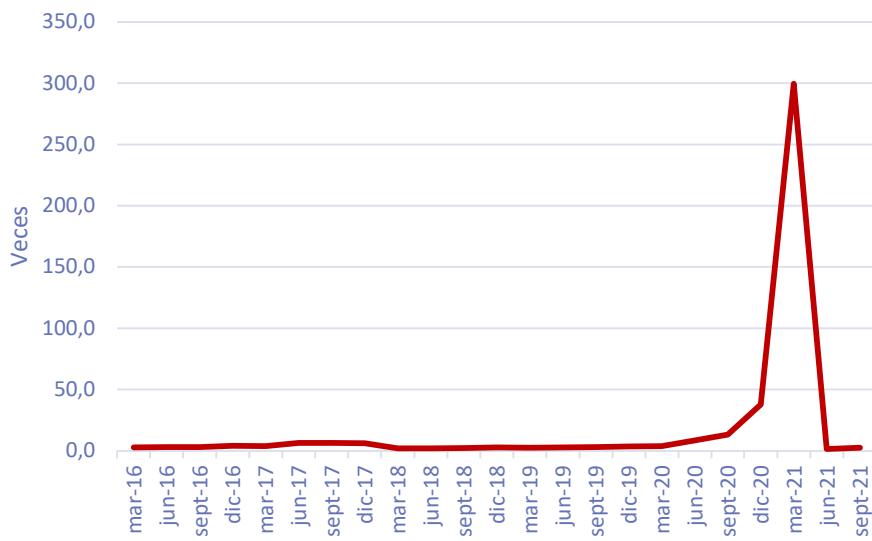
Ilustración 5
Deuda Financiera, EBITDA y DF/EBITDA
2016 – septiembre 2021



Fuente: **Humphreys** en base 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 aumentó su *leverage*, debido a la disminución patrimonial por las pérdidas en el periodo transcurrido entre junio de 2020 y junio de 2021. Posteriormente, debido a la conversión de los bonos en capital, el indicador vuelve a mostrar niveles administrables, llegando a septiembre de 2021 a las 2,5 veces.

Ilustración 6
Pasivo Exigible sobre Patrimonio
 2016 – septiembre 2021



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** bajo condiciones normales, 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 azul). 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 rojo, el flujo generado en caso de no renovar concesión alguna.

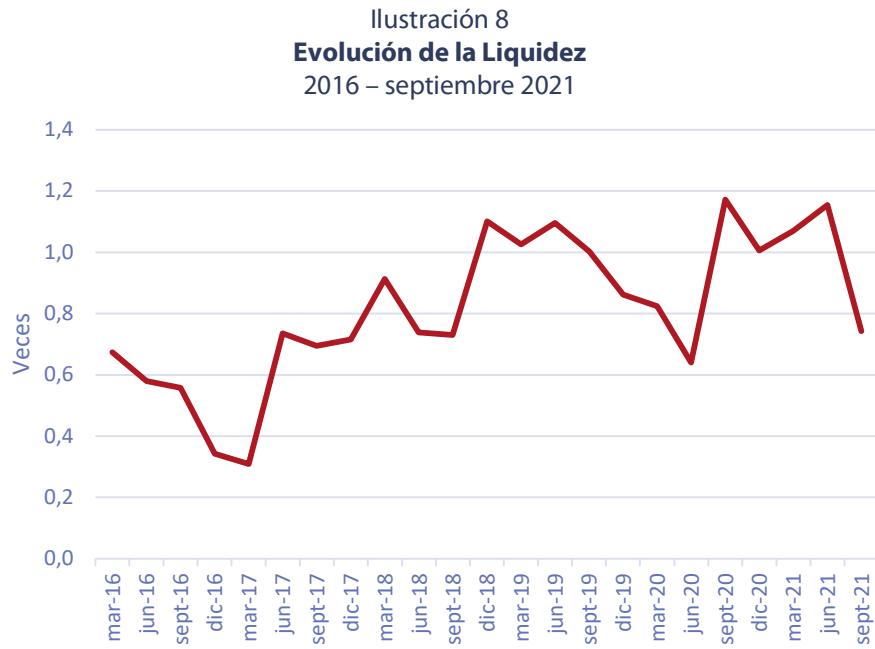
Ilustración 7
Perfil de Vencimientos Deuda Financiera
 2021 – 2030



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

Liquidez

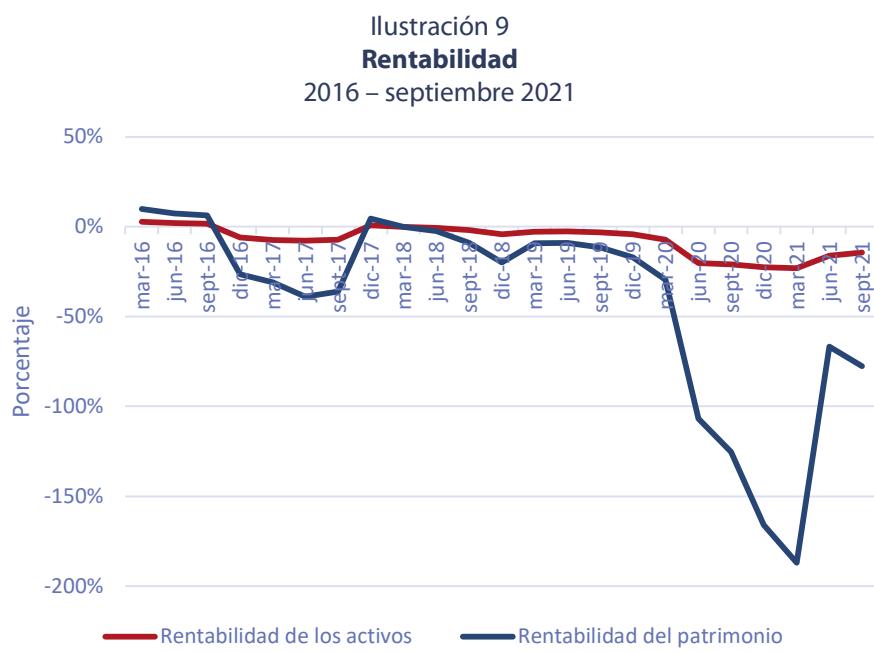
A septiembre de 2021, la liquidez de la compañía mostró un decrecimiento respecto de sus valores de años anteriores, manteniendo niveles sobre la unidad llegando a 0,6 veces (ver Ilustración 8), lo cual se debe, principalmente, al cierre obligatorio de las operaciones a causa de la pandemia. Durante el tercer trimestre del año 2020, la compañía logró refinanciar parte de sus pasivos llevándolos al largo plazo, mejorando la liquidez de la compañía. En septiembre del presente año, la compañía devengó el pago de la oferta económica asociada al casino de Viña del Mar, disminuyendo su liquidez, alcanzando un valor de 0,7 veces.



Fuente: **Humphreys** en base 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 9). 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. Durante junio de 2021, se observa que la rentabilidad sobre el patrimonio experimentó un repunte, atribuible a la conversión de los bonos del acuerdo judicial en capital. A septiembre de 2021, los valores de la rentabilidad de los activos y la rentabilidad del patrimonio alcanzaban -14,2% y -77,7% respectivamente.



Fuente: **Humphreys** en base 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 durante el 2021, alcanzando niveles cercanos al 82,5%, dada la clasificación actual de **Enjoy**, sus acciones se clasifican en Segunda Clase.

Ilustración 10
Presencia promedio acciones Enjoy
 Diciembre 2020 - Septiembre 2021



Ratios financieros

Ratios de liquidez	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Liquidez (veces)	1,50	1,46	1,46	1,42	1,16	0,89
Razón Circulante (Veces)	0,34	0,72	1,10	0,86	1,01	0,74
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,34	0,70	1,10	0,85	1,00	0,73
Razón Ácida (veces)	0,33	0,68	1,07	0,84	0,97	0,71
Rotación de Inventarios (veces)	47,08	46,56	47,54	48,50	21,43	22,60
Promedio Días de Inventarios (días)	7,75	7,84	7,68	7,53	17,03	16,15
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,38	7,23	6,33	5,98	4,46	4,26
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	49,44	50,48	57,65	61,07	81,91	85,58
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,30	4,89	3,43	2,77	1,32	1,04
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	84,96	74,65	106,50	131,82	275,97	349,36
Diferencia de Días (días)	35,53	24,17	48,85	70,75	194,06	263,77
Ciclo Económico (días)	27,77	16,33	41,17	63,23	177,03	247,62

Ratios de endeudamiento	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Endeudamiento (veces)	0,81	0,86	0,73	0,78	0,97	0,72
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	4,14	6,00	2,75	3,46	37,73	2,54
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,49	0,39	0,42	0,41	0,22	0,27
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,61	5,52	5,90	8,14	-22,39	-7,67
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,28	0,18	0,17	0,12	-0,04	-0,13
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	48,83%	77,15%	74,30%	73,72%	78,34%	47,42%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	28,30%	0,80%	0,24%	0,51%	0,57%	0,33%
Veces que se gana el Interés (veces)	-2,19	0,02	-0,57	-0,98	-4,57	-2,31
Ratios de rentabilidad	2016	2017	2018	2019	2020	sept-21
Margen Bruto (%)	21,27%	21,19%	21,13%	15,35%	-34,22%	-56,36%
Margen Neto (%)	-13,17%	1,45%	-8,83%	-10,43%	-152,98%	-135,24%
Rotación del Activo (%)	48,11%	54,68%	43,41%	39,82%	16,59%	9,91%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-5,98%	0,75%	-4,22%	-4,25%	-22,90%	-14,42%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-5,94%	0,75%	-4,17%	-4,20%	-22,58%	-14,24%
Inversión de Capital (%)	305,21%	420,14%	185,30%	228,07%	2204,04%	171,62%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-1,52	-8,08	19,82	-12,65	150,32	-2,50
Rentabilidad Operacional (%)	6,48%	7,69%	6,84%	1,79%	-14,01%	-13,96%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-26,34%	4,38%	-19,84%	-17,10%	-166,09%	-77,66%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	66,61%	68,31%	68,46%	70,20%	85,86%	112,41%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	78,73%	78,81%	78,87%	84,65%	134,22%	156,36%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,76%	9,78%	10,28%	12,15%	34,70%	32,35%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	21,01%	34,57%	24,38%	5,24%	-74,82%	-50,94%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	22,63%	21,91%	21,26%	17,65%	-20,55%	-44,76%

“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 aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”