



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analistas

Ignacio Quiroz L.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

ignacio.quiroz@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

Enjoy S.A.

Mayo 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de efectos de comercio Tendencia	BBB+ / Nivel 2 Estable
Bonos y líneas de bonos Tendencia	BBB+ Estable
Acciones (ENJOY) Tendencia	Primera Clase Nivel 3¹ Estable
EEFF base	31 de marzo de 2019 ²

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos	Nº 637 de 17.06.10
Línea de bonos	Nº 638 de 17.06.10
Línea de bonos Serie I (BENJO-I)	Nº 915 de 30.10.18 Primera emisión
Línea de bonos Serie J (BENJO-J)	Primera emisión
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

Balance General IFRS						
MM \$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Activos Corrientes	77.716	88.577	94.934	89.223	152.118	147.466
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	20.942	33.018	41.590	30.344	84.410	79.981
Activos No Corrientes	513.398	546.691	479.612	432.963	488.549	487.093
Total Activos	591.114	635.268	574.546	522.187	640.667	634.559
Pasivos Corrientes	115.875	136.918	277.176	124.549	138.087	143.739
Pasivos No Corrientes	323.530	338.247	185.616	323.059	331.561	315.581
Patrimonio total	151.710	160.103	111.754	74.579	171.019	175.240
Patrimonio y Pasivos	591.114	635.268	574.546	522.187	640.667	634.559
Deuda Financiera	226.636	213.634	225.991	345.331	336.424	333.894

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 2.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2018. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2019 recientemente publicados, 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.

Estado de Resultados IFRS

MM \$	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Mar 2019
Ingresos totales	214.627	233.238	273.564	283.677	275.005	83.452
Costo de ventas	-168.505	-181.968	-215.457	-223.575	-216.952	-58.607
Margen Bruto	46.122	51.270	58.107	60.101	58.053	21.845
Gastos de administración	-24.066	-26.962	-29.427	-27.753	-28.257	-7.771
Costos financieros	-16.781	-17.614	-16.899	-32.985	-45.132	-6.644
Ganancia (pérdida)	4.946	9.928	-36.565	4.098	-24.402	7.916
EBITDA	53.282	58.615	61.870	62.118	58.469	22.018

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 diciembre de 2018, la empresa generó ingresos por unos US\$ 395,8 millones y un EBITDA cercano a US\$ 84,2 millones. La deuda financiera y el patrimonio, a igual período, alcanzaban los US\$ 484,2 millones y US\$ 246,2 millones, respectivamente.

La modificación del *rating* asignado a los títulos accionarios, desde "Primera Clase Nivel 2" a "Primera Clase Nivel 3", responde, exclusivamente, a la disminución progresiva de la liquidez bursátil de las acciones, de acuerdo a la última medición observada por esta clasificadora (al mes de abril de 2019).

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de los bonos en "Categoría BBB+", 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 ha exhibido niveles cercanos a 25%. Por otro lado, la evaluación considera el hecho que la legislación chilena limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia.

A su vez, la clasificación de riesgo incluye el proceso de refinanciamiento de los pasivos de la compañía, considerando la reciente colocación del bono serie J, lo que permite al emisor una mayor holgura de flujos en relación con el perfil de vencimiento de sus obligaciones financieras y, con esto, disminuyendo la presión a la

caja durante los próximos dos años, dado que el pago de este bono tiene un período de gracia de cinco años, posterior a las importantes inversiones que la compañía está realizando luego de los resultados de las licitaciones municipales.

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, Mendoza (Argentina) y Punta del Este (Uruguay). Adicionalmente, durante el segundo trimestre de 2019 comienza a operar en las ciudades de Los Ángeles y San Antonio. 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 representa 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. Asimismo, se valora la experiencia y apoyo de Advent International, que le permite acceder a mejores prácticas de gestión.

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 "Estable", porque en el corto plazo y de acuerdo con el análisis de la clasificadora, no se observan elementos que incidan en los fundamentos que soportan la clasificación.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

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

Fortalezas complementarias

- Flujos relativamente diversificados geográficamente.

Fortalezas de apoyo

- 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 2018

En los doce meses de 2018, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 275.005 millones, lo que implica una disminución de 3,1% respecto a igual período del año anterior, principalmente producto de menores ingresos en el segmento *non-gaming*, tanto en Chile como en Uruguay, así como caídas en el rubro de juegos de azar en Uruguay.

El costo de explotación del período pasó de \$ 223.575 millones en 2017, a \$ 216.952 millones a diciembre 2018, reduciéndose en un 3,0%, explicado, en parte, por el plan de eficiencia que se encuentra desarrollando la compañía. Por otro lado, los gastos de administración aumentaron un 1,8%, alcanzando los \$ 28.257 millones, principalmente debido a incrementos en los gastos por asesorías de terceros. Con todo, el resultado de la compañía durante 2018 registró una pérdida por \$ 24.402 millones.

El EBITDA del período fue de \$ 58.469 millones, lo que significa una disminución de 5,9% respecto de diciembre de 2017, cuando alcanzó los \$ 62.118 millones. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 171.019 millones (\$ 74.579 millones en diciembre de 2017) y una deuda financiera de \$ 336.424 millones, un 2,6% inferior a la deuda registrada el mismo período del año anterior.

Cabe señalar que, en enero de 2018, se realizó un aumento de capital por alrededor de \$ 112 mil millones destinado en su totalidad al prepago de pasivos.

Eventos recientes

A partir del 15 de abril de 2019 la compañía presenta un nuevo Gerente General, asumiendo el cargo Rodrigo Larraín Kaplan, que anteriormente (hasta febrero de 2013) había ocupado el cargo de Gerente de Administración y Finanzas dentro de **Enjoy**.

En abril de 2019, la sociedad emisora realizó la inscripción de los bonos de la serie J, por un monto de hasta UF 2 millones y cuyos recursos se destinarán en un 100% al pago de obligaciones financieras (con el público, bancos y con instituciones financieras de corto y largo plazo). Lo anterior permitirá un aumento en la *duration* de la deuda, homogenización de *covenants*, y una disminución del costo financiero.

Recientemente, la compañía oficializó (tras la aprobación de la Fiscalía Nacional Económica y la Superintendencia de Casinos de Juego) la adquisición e incorporación de los casinos de Los Ángeles (Casino Gran Los Ángeles S.A.) y San Antonio (Casino de Juegos del Pacífico S.A.), junto al hotel del San Antonio (San Antonio Hoteles II SpA).

La Corte de Apelaciones de Santiago falló desestimando el reclamo presentado por Sun Dreams en contra de la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ) y consolidando jurídicamente el permiso de operación que fue concedido a **Enjoy**, por un plazo de 15 años, en el proceso de licitación municipal efectuado en 2018.

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital 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.

“+” Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría Nivel 2 (títulos de deuda de corto plazo)

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.

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 ocho ciudades en el norte, centro y sur del país (Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Rinconada de Los Andes, San Antonio³, Los Ángeles⁴, 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 40%⁵, según cifras de 2018.

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 Rinconada el más importante en forma individual, con aproximadamente el 15% de este ítem.

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 diciembre de 2018, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$ 344 mil millones).

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 diciembre de 2018, en torno a un 30% 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).

³ Recientemente incorporada.

⁴ Recientemente incorporada.

⁵ Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

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 diciembre 2018 las 5,7 veces (5,5 veces en diciembre 2017). Con todo, se reconocen los esfuerzos de la compañía por reducir los niveles de endeudamiento relativo, lo cual se ha efectuado, principalmente, a través aumentos de capital destinados al pago de pasivos.

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 del 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 20%).

Antecedentes generales

Descripción del negocio

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 ocho casinos, 1.432 habitaciones de hotel, 66 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, Villarrica, Puerto Varas, Rinconada de Los Andes, Castro, Mendoza (Argentina) y Punta del Este (Uruguay).

Adicionalmente, en abril de 2019 se concretó el proceso de adquisición de dos nuevos casinos, San Antonio y Los Ángeles, además del hotel de San Antonio.

A continuación, se presenta la infraestructura operativa de la empresa a diciembre de 2018:

Unidad	Máquinas de Azar	Mesas de Juego	Posiciones de Bingo	Habitaciones
TOTAL	5.994	336	478	1.432

Propiedad y administración

La distribución accionaria de la compañía es la siguiente:

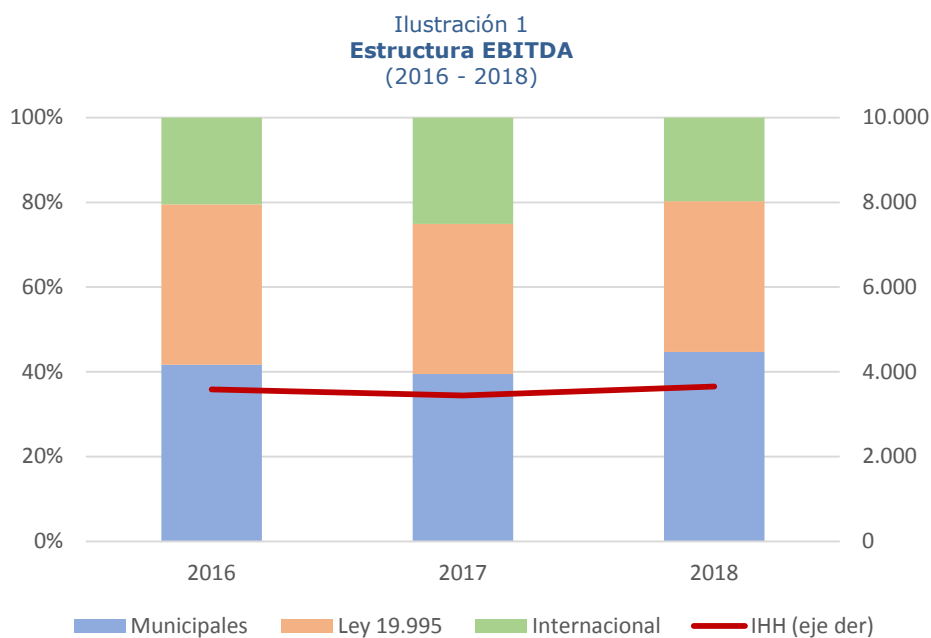
Nombre	% de Propiedad
Entretenciones Consolidadas SpA	34,40%
Inv. e Inmobiliaria Almonacid Ltda.	23,78%
BTG Pactual Small Cap Chile F.I.	10,94%
Compass Small Cap Chile F.I.	7,08%
Inversiones Cumbres Ltda.	4,89%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	3,14%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	3,11%
Siglo XXI fondo de Inversión	2,97%
Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Accion	2,04%
BTG Pactual Chile SAC de B	1,81%
Banchile adm. general de Fondos A	1,26%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	0,69%
Otros	3,89%

La sociedad presenta actualmente la siguiente estructura administrativa:

Nombre	Cargo
Francisco Martínez S.	Presidente
Rodrigo Larraín K.	Gerente General
Esteban Rigo-Righi B.	Gerente de Finanzas
Daniela Bawlitza V.	Gerente de Compliance y Gobierno Corporativo
Cesar Romero S.	Gerente de Auditoría Interna
Eliseo Gracia Martinez	Gerente de Operaciones
Javier Ghigliotto C.	Gerente de Hospitality
Sebastián Truffello P.	Gerente de Negocio Juego
José Miguel Melo P.	Gerente de Desarrollo Estratégico
Marcelo Tapia C.	Gerente de Control de Gestión
Eduardo Sboccia S.	Gerente de Servicios Legales
Carlos Ureta R.	Gerente de Personas

Líneas de negocio

La compañía tiene diez propiedades⁶, 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*.



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

La *Ilustración 1* muestra, a su vez, el Índice de Herfindahl-Hirschman⁷ (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 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:

⁶ Se consideran los recientemente incorporados casinos de Los Ángeles y San Antonio.

⁷ 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).

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

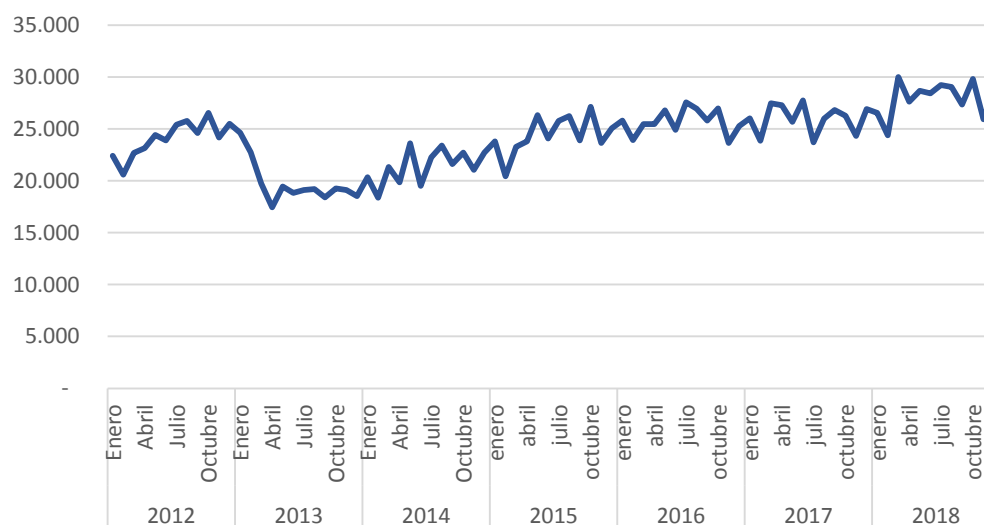
19.995		
Antofagasta*	Calama	Copiapó
Ovalle	Rinconada*	Mostazal
San Antonio*	Santa Cruz	Talca
Chillán	Talcahuano	Los Ángeles*
Temuco	Valdivia	Osorno
Castro*	Coyhaique	Punta Arenas

(*) Propiedad de **Enjoy**.

(**) Adjudicado por **Enjoy** en proceso de licitación municipal 2018.

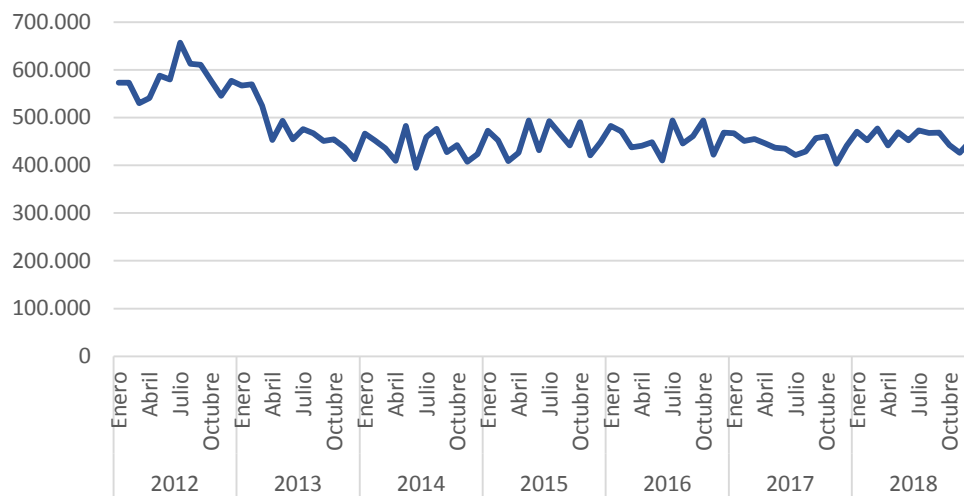
De acuerdo a los datos de la Superintendencia de Casinos de Juego, de enero a diciembre de 2018, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente US\$ 525 millones (ver Ilustración 2). Durante el mismo período, se registraron alrededor de 5,5 millones de visitas (ver Ilustración 3).

Ilustración 2
Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995
(Millones de \$ / Enero 2012 - Diciembre 2018)



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

Ilustración 3
Visitas Casinos Ley 19.995
(Enero 2012 - Diciembre 2018)



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

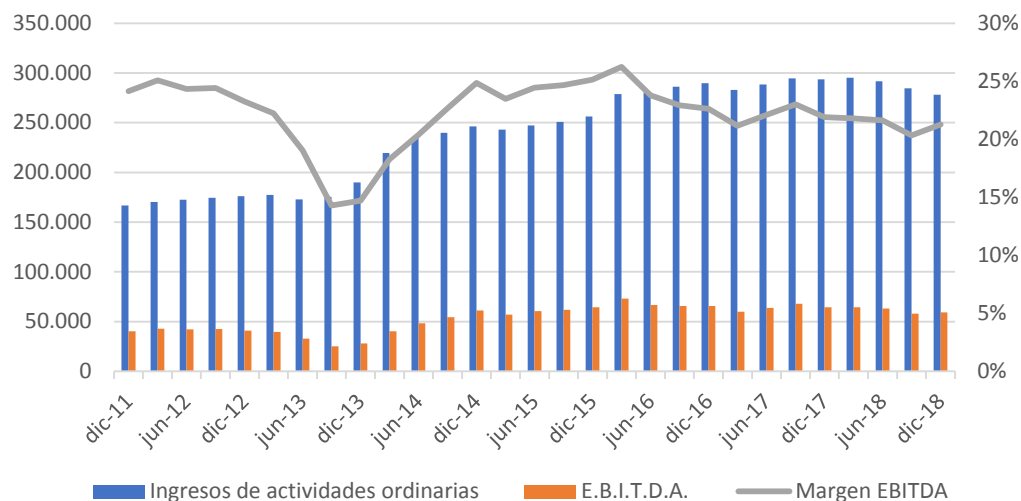
Análisis financiero⁸

Evolución ingresos y EBITDA

Durante los últimos años se puede observar comportamiento relativamente estable en los ingresos de la compañía. Si bien, el margen EBITDA ha presentado una leve disminución los últimos períodos, a raíz de disminuciones en el EBITDA de la compañía, este se mantiene por sobre el 20%, registrando, a diciembre de 2018, un 21,3%.

⁸ Las cifras presentadas a continuación han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

Ilustración 4
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
(millones de \$, eje izquierdo – porcentaje, eje derecho / 2011 – 2018)



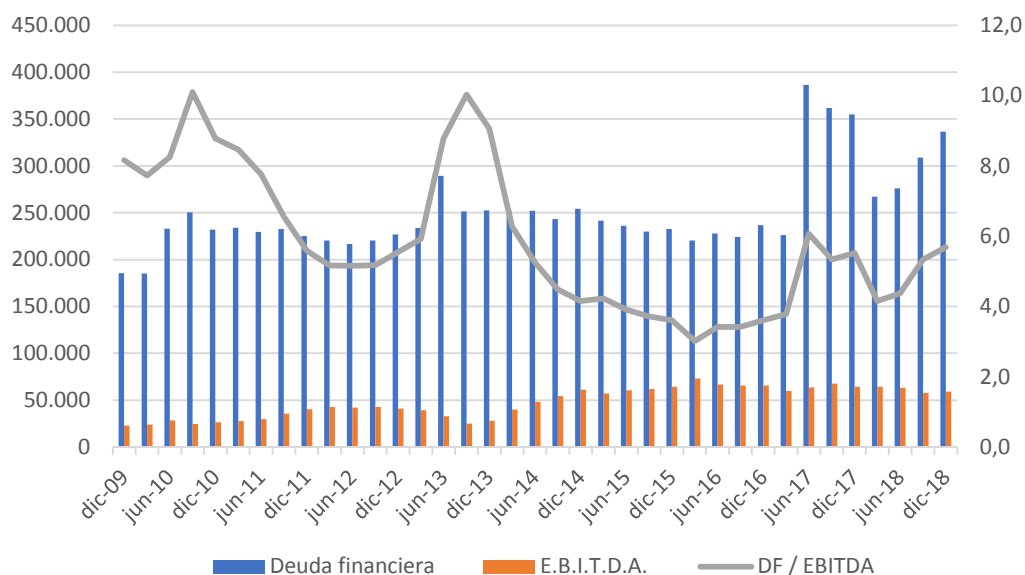
Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

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 5,69 veces.

Ilustración 5
Deuda Financiera, EBITDA y DF/EBITDA
(millones de \$, eje izquierdo – veces, eje derecho / 2009 – 2018)

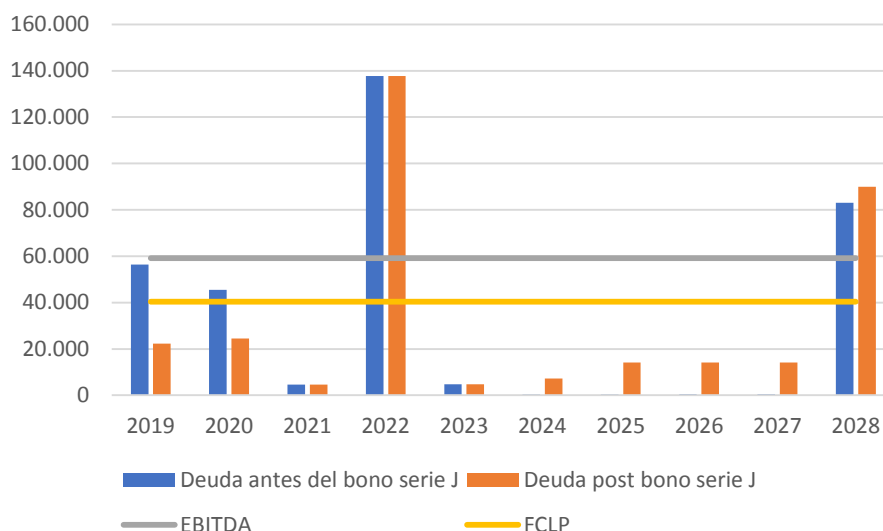


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

La Ilustración 6 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA y el Flujo de Caja de Largo Plazo⁹ (FCLP) registrados durante 2018. Si bien la compañía presentaba poca holgura para pagar sus obligaciones entre 2019 y 2022, en 2018 se realizó un aumento de capital con la finalidad de refinanciar sus pasivos, lo cual se materializó durante el ejercicio anterior. A su vez, la reciente emisión del bono serie J, permite alargar el perfil de la deuda, disminuyendo las presiones de liquidez durante los primeros años y dándole holgura en la gestión hasta el 2022. Adicionalmente, se considera que el proceso de licitación municipal efectuado en 2018 resultó favorable para la compañía, disminuyendo la incertidumbre en parte importante de los flujos futuros del emisor (cerca del 45% del EBITDA de la compañía proviene de este ítem).

⁹ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular

Ilustración 6
Perfil de Vencimientos Deuda Financiera



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

Liquidez

Al cierre de 2018 la liquidez de la compañía exhibió un crecimiento respecto de sus valores de años anteriores, llegando a 1,1 veces (ver Ilustración 7), lo cual se debe, principalmente, a un incremento del efectivo y efectivo equivalente.

Ilustración 7
Evolución de la Liquidez
(veces / diciembre 2009 - diciembre 2018)

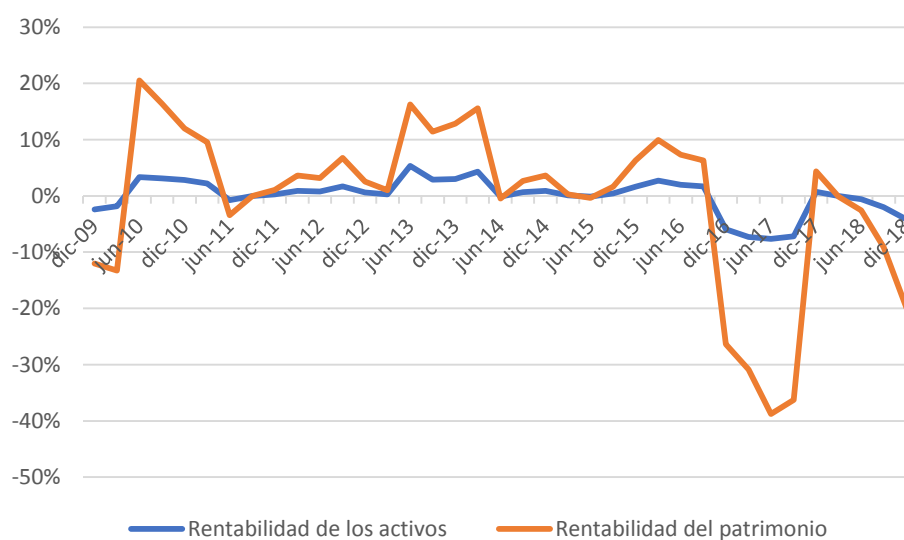


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

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 8). Si bien la compañía experimentó un repunte hacia finales de 2017, durante el último año volvió a registrar una rentabilidad negativa, acorde a los resultados exhibidos en el período. Con todo, se reconoce que parte de este efecto se debe a gastos no recurrentes, como costos asociados a prepagos de deuda financiera y gastos de asesorías.

Ilustración 8
Rentabilidad
(porcentaje / diciembre 2009 - diciembre 2018)

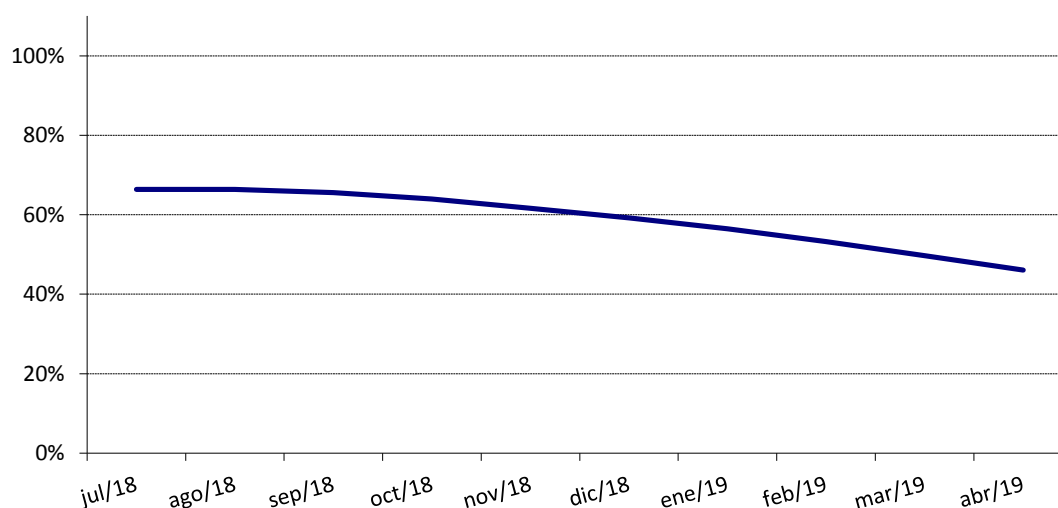


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

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 durante 2017 y 2018, alcanzando niveles superiores al 60%, en los últimos registros se evidencia una importante disminución, llegando, en abril de 2019, a un 46%.

Ilustración 9
Presencia promedio acciones Enjoy
 (porcentaje / julio 2018 - abril 2019)



Características de las líneas de bonos

Los *covenants* de las líneas de bonos inscritas por **Enjoy** a diciembre de 2018 son:

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Diciembre 2018
Nivel de Endeudamiento sobre Patrimonio	Menor o igual a 2,0 veces	1,47 veces
Nivel de Endeudamiento sobre EBITDA	Menor o igual a 4,5 veces	4,31 veces
Activos libres de gravámenes / saldo insoluto obligaciones financieras sin garantías	Mayor o igual a 1,5 veces	2,87 veces

"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."

