



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Enjoy S.A.

Mayo 2018

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
Líneas de efectos de comercio Tendencia	BBB/Nivel 2 Estable
Bonos y líneas de bonos Tendencia	BBB Estable
Acciones (ENJOY) Tendencia	Primera Clase Nivel 2 <sup>1</sup> Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2017

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Serie F (BENJO-F)	Nº 784 de 30.07.14
Bonos Serie G (BENJO-G)	Nº 873 de 03.11.17
Bonos Serie H (BENJO-H)	Nº 873 de 03.11.17
Línea de bonos	Nº 637 de 17.06.10
Línea de bonos	Nº 638 de 17.06.10
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

Estado de Resultados IFRS							
MM \$	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos totales	132.961	144.413	158.652	214.627	233.238	273.564	283.677
Costo de ventas	-107.285	-118.088	-140.179	-168.505	-181.968	-215.457	-223.575
Margen Bruto	25.676	26.325	18.473	46.122	51.270	58.107	60.101
Gastos de administración	-12.494	-12.875	-19.803	-24.066	-26.962	-29.427	-27.753
Costos financieros	-10.005	-13.067	-14.644	-16.781	-17.614	-16.899	-32.985
Ganancia (pérdida)	865	2.000	13.141	4.946	9.928	-36.565	4.098
EBITDA	32.064	33.555	23.319	53.282	58.615	61.870	62.118

<sup>1</sup> Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 3.

<b>Balance General IFRS</b>							
<b>MM \$</b>	<b>dic-11</b>	<b>dic-12</b>	<b>dic-13</b>	<b>dic-14</b>	<b>dic-15</b>	<b>dic-16</b>	<b>dic-17</b>
Activos Corrientes	28.947	54.343	70.186	77.716	88.577	94.934	89.223
Efectivo y Equivalentes al Ef.	6.099	25.398	21.333	20.942	33.018	41.590	30.344
Activos No Corrientes	284.537	283.087	478.376	513.398	546.691	479.612	432.963
<b>Total Activos</b>	<b>313.484</b>	<b>337.430</b>	<b>548.562</b>	<b>591.114</b>	<b>635.268</b>	<b>574.546</b>	<b>522.187</b>
Pasivos Corrientes	59.190	96.454	143.828	115.875	136.918	277.176	124.549
Pasivos No Corrientes	174.856	163.482	272.962	323.530	338.247	185.616	323.059
Patrimonio total	79.438	77.494	131.771	151.710	160.103	111.754	74.579
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>313.484</b>	<b>337.430</b>	<b>548.562</b>	<b>591.114</b>	<b>635.268</b>	<b>574.546</b>	<b>522.187</b>
Deuda Financiera	182.026	187.404	213.689	226.636	213.634	225.991	345.331

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Enjoy S.A.<sup>2</sup> (Enjoy)** es una empresa del rubro de la entretenición, especializada en la administración de casinos y en aquellas actividades subyacentes al negocio central, como hotelería, servicios gastronómicos y eventos. Los comienzos de la sociedad se remontan a 1975 y actualmente está presente en seis ciudades en el norte, centro y sur del país (Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Rinconada de Los Andes, Pucón y Castro). Desde junio de 2013, consolida las operaciones del Casino Conrad en Punta del Este, Uruguay y en 2016 se sumaron las operaciones en San Andrés, Colombia.

Según datos a diciembre de 2017, la empresa generó ingresos por unos US\$ 461,4 millones y un EBITDA cercano a US\$ 101,0 millones. La deuda financiera a igual período alcanzaba los US\$ 561,7 millones. Cabe señalar, que recientemente la compañía concretó un aumento de capital por 2.337.500.000 acciones que se usó en su totalidad para prepagar pasivos.

La modificación del rating asignado a los títulos accionarios, desde "*Primera Clase Nivel 3*" a "*Primera Clase Nivel 2*", responde al aumento progresivo de la liquidez bursátil de las acciones.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de sus instrumentos en "*Categoría BBB/Nivel 2*", 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. Con todo, la sociedad ha exhibido un margen EBITDA que ha oscilado

<sup>2</sup> Mayores antecedentes ver en Reseña de Clasificación de bonos en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

entre 20% y 25%, medido sobre la base de los estados financieros terminados a diciembre en los últimos cinco años.

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, descontado el efecto de la implementación de la Ley de Tabaco y Alcoholes en 2013, y que implica un cambio en aquellos factores circundantes con mayor estabilidad en el tiempo. Se valora, asimismo, la diversificación geográfica de los casinos, en efecto, la compañía está presente en varias ciudades: Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Colchagua, Rinconada de Los Andes, Mendoza, Castro, y, adicionalmente, a partir de junio de 2013 consolidan las operaciones del casino Enjoy en Punta del Este, Uruguay, y posteriormente en 2016 operaciones en San Andrés, Colombia, lo cual ha permitido desconcentrar geográficamente en forma creciente su generación de flujos.

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

Desde otra perspectiva, el principal factor que afecta la clasificación de los títulos de deuda dice relación con el hecho de que parte importante de los flujos actuales del emisor, de acuerdo al proyecto de ley actualmente en el Congreso, podrían verse afectados significativamente en 2018 o, en su defecto, en los años siguientes (riesgo de pérdida de concesiones municipales). 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, cabe señalar que a diciembre de 2017 el indicador deuda financiera sobre EBITDA alcanzaba las 5,5 veces superior a lo exhibido en el mismo periodo de 2016 donde alcanzaba las 3,6 veces, sin embargo, en la actualidad este indicador muestra valores cercanos a 3,3 veces debido al reciente aumento de capital realizado por la compañía que fue utilizado en su totalidad para prepagar pasivos, situación que evidencia un nivel de endeudamiento adecuado si se compara con la industria.

Adicionalmente, más allá como se resuelva el estatus de los casinos municipales, 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, dado la relevancia de Enjoy Punta del Este dentro de los ingresos de la compañía, la empresa presentará 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.

La clasificadora espera revisar la clasificación de los títulos de deuda una vez concluido el nuevo proceso de concesión de casinos municipales y sobre la base del resultado de los mismos, analizar si corresponden mantener o subir la actual categoría de riesgo asignada a los bonos.

## 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

- Potencial pérdida de concesiones de los casinos municipales (probabilidad no menor, incorporada en el análisis y de alto impacto en caso de materializarse).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).
- Elevado endeudamiento relativo respecto de la industria.

## Hechos recientes

### Resultados 2017

En los doce meses de 2017, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 283.677 millones, lo que implica un alza de 3,7% respecto a igual período del año anterior, principalmente producto del aumento del ingreso de máquinas de azar y mesas de juego de la emisora y mayor actividad en el negocio non-gaming.

El costo de explotación del período pasó de \$ 215.458 millones en 2016, a \$ 223.575 millones a diciembre 2017, incrementándose un 3,8%, debido a mayores gastos de personal y costos de hotel, casino, casino y AA&BB. Los gastos de administración, por su parte, disminuyeron un 5,7% hasta \$ 27.753 millones debido a una baja del deterioro de cuentas por cobrar en Chile. La utilidad de la empresa alcanzó valores positivos en 2017, llegando a un total de \$ 4.098.

El EBITDA del período fue de \$ 62.118 millones, lo que significa un incremento de 0,4% respecto de diciembre de 2016, cuando alcanzó los \$ 61.870 millones. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 74.579 millones y una deuda financiera de \$345.331 millones, un 52,8% mayor a la deuda de diciembre 2016 (sin contabilizar la deuda con relacionados como financiera), aumento que se produjo, principalmente, por la colocación del bono internacional usado para financiar en parte la compra de Enjoy Punta del Este. Cabe señalar que, en 2018 se realizó un aumento de capital por alrededor de \$112.000 millones destinado en su totalidad para prepagar pasivos, considerando lo anterior, la deuda financiera disminuye en alrededor de un 40% durante el primer periodo de 2018.

## Definición categoría 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.

### 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 siete ciudades en el norte, centro y sur del país (Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Rinconada de Los Andes, Colchagua<sup>3</sup>, Pucón y Castro), cuenta además con un casino en la ciudad de Mendoza<sup>4</sup>, Argentina, desde junio de 2013, consolida las operaciones del Casino Enjoy Punta del Este, y desde el primer trimestre de 2016 consolida San Andrés, Colombia, lo que le permite acceder a una gran parte de la demanda. Lo anterior, a nivel de Chile, se refleja en la participación de mercado de la compañía en términos de ingresos que en 2017 alcanzó a aproximadamente un 40%.<sup>5</sup>

**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).

<sup>3</sup> No consolida en los Estados Financieros de la compañía.

<sup>4</sup> No consolida en los Estados Financieros de la compañía.

<sup>5</sup> 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 diciembre de 2017, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$313.000 millones).

## Factores de riesgo

**Pérdida de concesiones municipales:** La compañía opera tres casinos municipales cuya licencia se renueva a mediados de 2018, pudiendo incluso extenderse la licencia, lo cual genera incertidumbre respecto de los flujos futuros. Si bien, los tres casinos municipales que opera la compañía representan una parte importante de sus ingresos (aproximadamente el 39%), esta proporción ha venido disminuyendo a partir de 2008 con la entrada en operación de nuevos casinos.

**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 2017 las 5,5 veces (3,6 veces en 2016, este aumento se produce por la emisión internacional para financiar la *Put* por 55% de Enjoy Punta del Este de Enjoy), reduciéndose desde los valores superiores a 9 exhibidos en el año 2013, como consecuencia del incremento del EBITDA asociado a la consolidación de Enjoy Punta del Este y al crecimiento de los flujos de las unidades que operan en Chile.

No obstante, actualmente la deuda financiera del emisor disminuyó en aproximadamente un 40% debido a que la totalidad del aumento de capital realizado en 2018 se utilizó para pagar pasivos, esto lleva al indicador deuda financiera sobre EBITDA a 3,3 veces, similar a lo exhibido en 2016, anterior a la emisión del bono internacional.

**Cambios regulatorios:** A juicio de la clasificadora, este riesgo se ve incrementado por la existencia de casinos con modalidad jurídica diferente, sumado a que una de dichas modalidades, según el proyecto de ley actualmente en el Congreso, se extingue el año 2017 y afectará los ingresos de algunos municipios.

**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, tendencia negativa). Cabe señalar que el casino de Punta del Este es muy relevante dentro del total de EBITDA del emisor.

## 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 siete casinos, 1.362 habitaciones de hotel, 65 restaurantes y bares, diez centros de convenciones y ocho *spa*, entre otros servicios. Adicionalmente a la oferta anterior, a partir de junio de 2013 se consolidan las operaciones de Enjoy Punta del Este, lo que significó la incorporación de 294 habitaciones de hotel y casi 570 máquinas tragamonedas.

Actualmente, la sociedad cuenta con más de 335.000 metros cuadrados para el desarrollo de sus actividades, con presencia en las ciudades de Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Villarrica, Puerto Varas, Colchagua, Rinconada de Los Andes, Mendoza (Argentina), Castro, Punta del Este (Uruguay), y San Andrés (Colombia).

A continuación se presenta la infraestructura operativa de la empresa a diciembre de 2017:

Unidad	TOTAL
Máquinas de Azar	6.531
Mesas de Juego	363
Posiciones de Bingo	508
Habitaciones	1.362

### Propiedad y administración

La distribución accionaria de la compañía es la siguiente:

Nombre	% de Propiedad
Inv. E Inmobiliaria Almonacid Ltda.	47,10%
Inversiones Cumbres Ltda.	9,69%
BTG Pactual Small Cap Chile F.I.	8,99%
Compass Small Cap Chile F. I.	6,17%
Siglo XXI fondo de Inversión	5,37%
Harrahs International Holding Company Inc.	4,52%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	3,43%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	3,02%
Banchile adm. general de Fondos A	2,18%
BTG Pactual Chile SAC de B	2,09%



Fondo Mutuo BTG Pactual Chile Accion	1,40%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	0,85%
Otros	5,19%

La sociedad presenta actualmente la siguiente estructura administrativa:

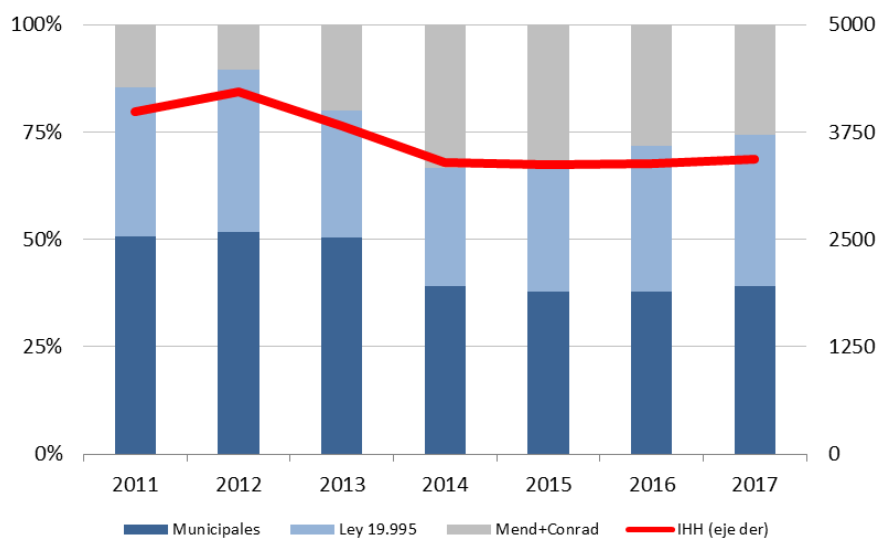
<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Francisco Javier Martínez	Presidente
Gerardo Cood S.	Gerente General
Daniela Bawlitza	Gerente de Compliance
Cesar Romero Sáez	Gerente Auditoría Interna
Eliseo Gracia Martinez	Gerente de Operaciones
Javier ghigliotto	Gerente de Hospitality
Santiago Salvestrini Prieto	Gerente de Marketing
Sebastián Fernando Truffello Palau	Gerente de Negocios de Juego
José Miguel Melo Pizarro	Gerente de Desarrollo Estratégico
Gonzalo Ugarte Encinas	Gerente Planificación y Control de Gestión
Eduardo Andrés Sboccia Serrano	Gerente Servicios Legales

## Líneas de negocio

La compañía tiene siete 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<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> A objeto de presentación, se muestra la operación de las operaciones en Argentina y Uruguay. Sin embargo, Mendoza deja de consolidar a partir de enero de 2013, en tanto Enjoy Punta del Este consolida a partir de junio de ese año.

Ilustración 1  
**Estructura EBITDA**  
2011-2017



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

La Ilustración 1 muestra, además, la caída presentada por el Índice de Herfindahl-Hirschman<sup>7</sup> a partir de 2012, indicativo de una menor concentración en la generación de EBITDA.

## 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, se agregaron 18 establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

En el cuadro siguiente se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

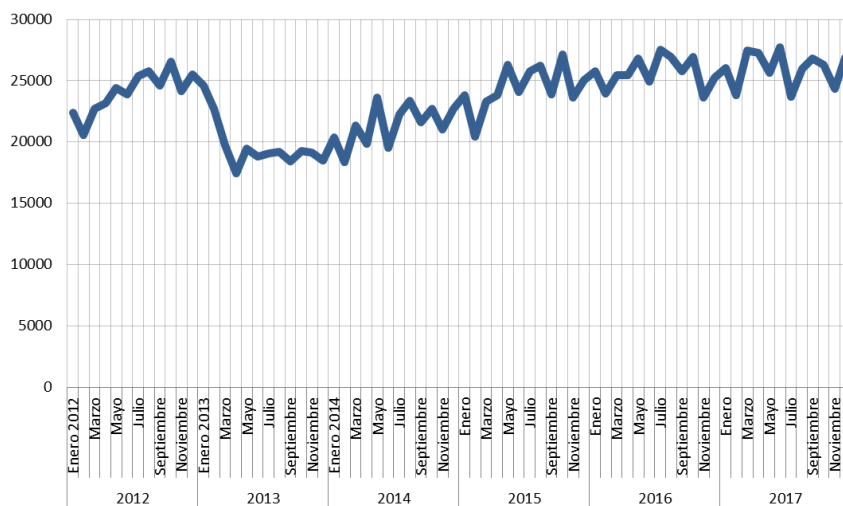
Municipales		19.995			
Arica	Puerto Varas	Antofagasta*	Mostazal	Los Ángeles	Coyhaique
Iquique	Puerto Natales	Calama	Santa Cruz*	Temuco	Ovalle
Coquimbo*		Copiapó	Talca	Valdivia	Castro*
Viña del Mar*		Rinconada*	Chillán	Osorno	
Pucón*		San Antonio	Talcahuano	Punta Arenas	

\*Propiedad de **Enjoy**.

<sup>7</sup> El Índice de Herfindahl-Hirschman 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).

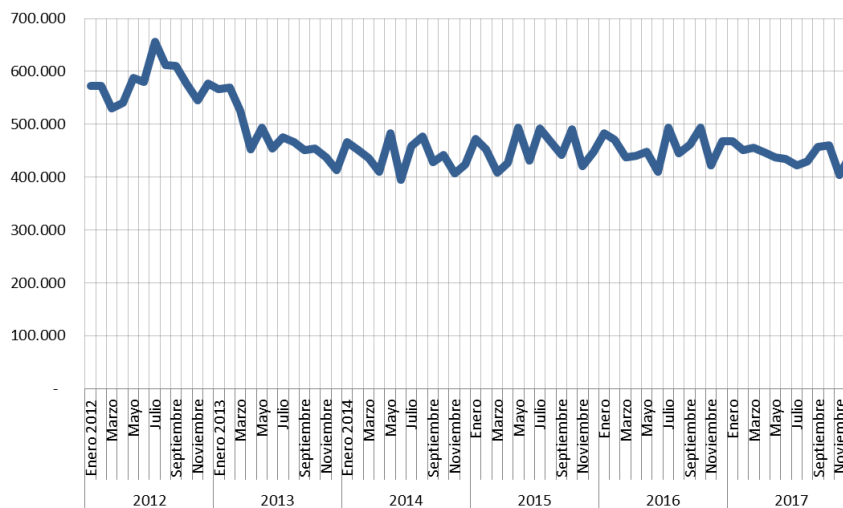
Según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a diciembre de 2017, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente US\$508 millones aproximadamente (ver Ilustración 2) (ver Ilustración 3).

Ilustración 2  
**Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995**  
Millones de \$  
Ene 2012- Dic 2017



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

Ilustración 3  
**Visitas Casinos Ley 19.995**  
Ene 2012- Dic 2017

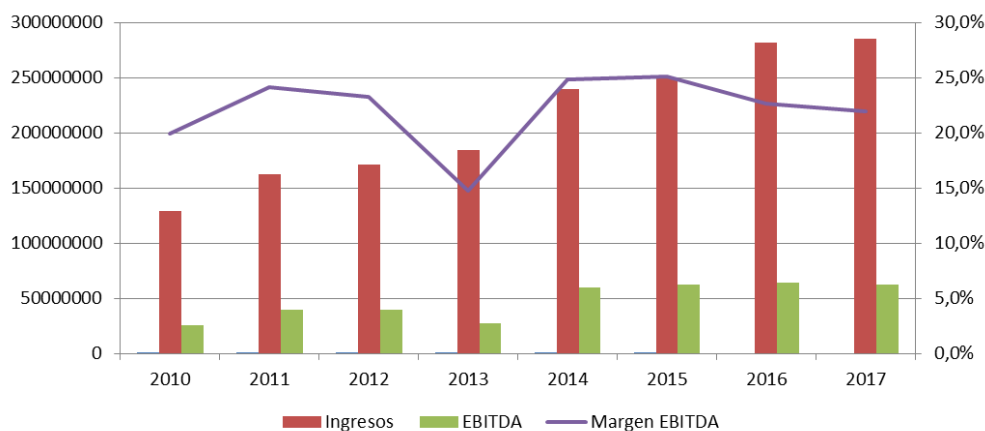


Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

## Evolución ingresos

Durante los últimos seis años se puede observar una tendencia creciente en los ingresos de la compañía. El EBITDA, en tanto, luego de presentar una caída durante 2013, se ha recuperado, exhibiendo un margen EBITDA de aproximadamente 21,9% durante 2017, similar a los registros obtenidos en los años 2011-2012.

Ilustración 4  
**Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA**  
 Millones de \$ y Porcentajes  
 2010- 2017



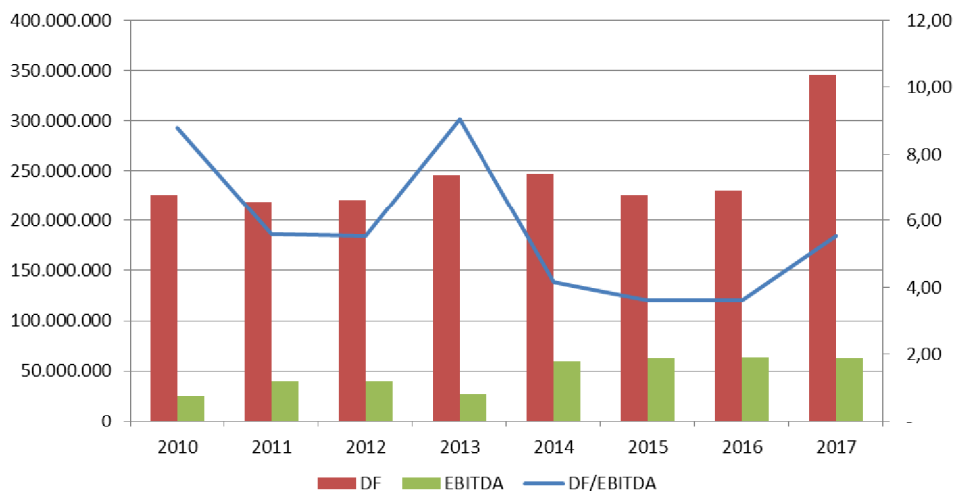
Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

## Endeudamiento

El incremento de los pasivos financieros registrado en el período 2012-2013, significaron el aumento de la relación Deuda Financiera/EBITDA a niveles superiores a nueve veces durante 2013, nivel similar al registrado a 2010, como resultado, en ese período, de las fuertes inversiones realizadas en los ejercicios anteriores.

Sin embargo, el importante incremento registrado en el EBITDA durante 2015 y 2016 ha significado que el indicador DF/EBITDA se haya reducido a 3,6 veces en ambos años, el menor registro en el período 2009-2016, como se aprecia en la Ilustración 5. No obstante, con la emisión del bono internacional en 2017, la relación deuda financiera sobre EBITDA alcanza 5,5 veces. Cabe señalar, que 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 las 3,3 veces.

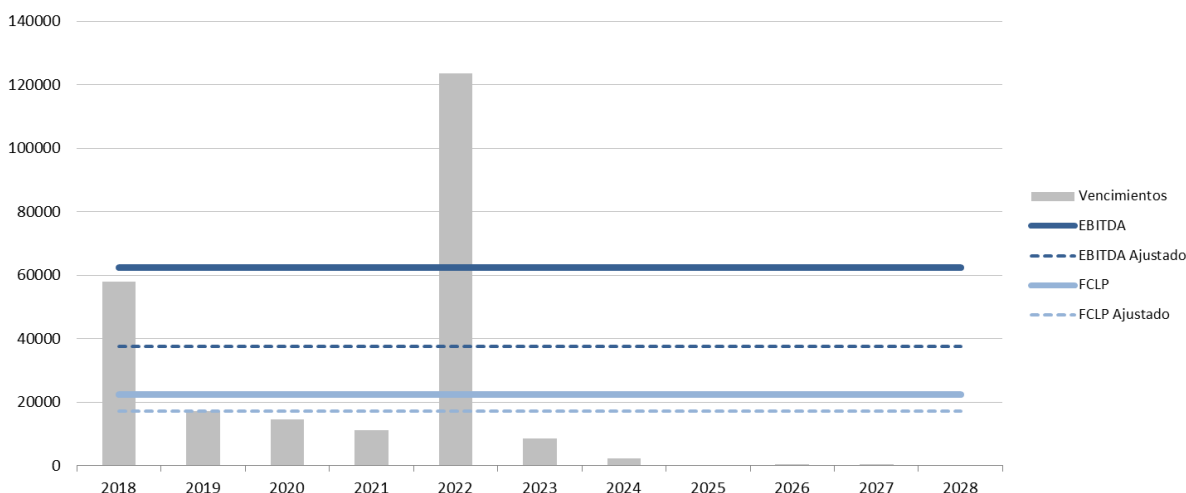
Ilustración 5  
Deuda Financiera, EBITDA y DF/EBITDA  
2010-2017



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 Plazo<sup>8</sup> (FCLP) registrados durante 2017. Se observa que la compañía posee poca holgura para pagar sus obligaciones en 2018 y 2022. Sin embargo recientemente se realizó un aumento de capital por 2.337.500.000 acciones que se utilizará en su totalidad para refinanciar pasivos, por lo que se verían con mayor holgura en 2018. Obviamente, los flujos del emisor se verían deteriorados en el evento que se perdieran los casinos bajo concesión municipal tal como se muestra en la figura; no obstante, la compañía podría enajenar los activos asociados y de esta manera disminuir el nivel de sus pasivos.

Ilustración 6  
Perfil de Vencimientos Deuda Financiera



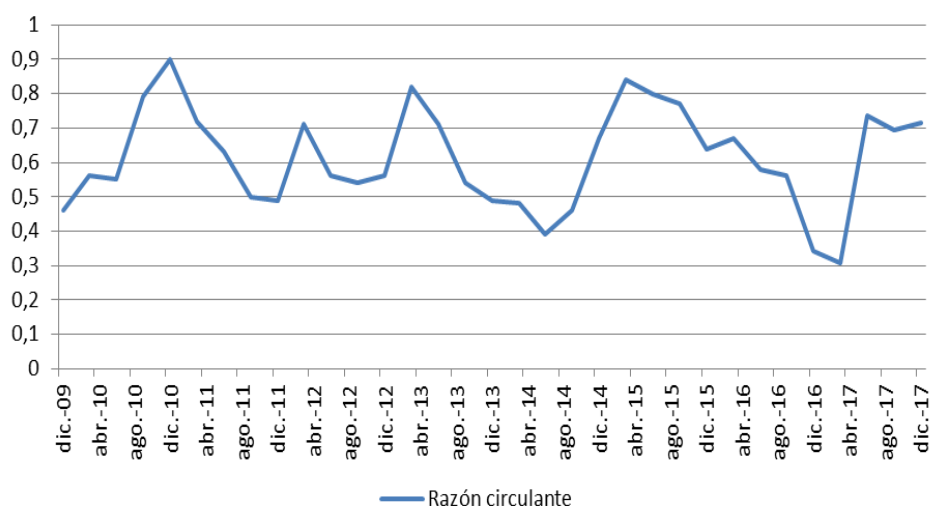
Fuente: **Humphreys** en base a información proporcionada por la empresa.

<sup>8</sup> 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

## Liquidez

Al cierre de 2017 la liquidez de la compañía exhibió un crecimiento respecto de sus valores de 2016, desde 0,34 veces a 0,72 veces (ver Ilustración 7). Con todo, se debe reconocer que los bajos niveles contables de liquidez que muestra esta compañía son compatibles con el modelo de negocio propio de la industria, el cual genera altos niveles de caja en forma recurrente. Además, la emisión del bono internacional reforzó los niveles de liquidez.

Ilustración 7  
**Evolución de la Liquidez**  
Diciembre 2009/diciembre 2017

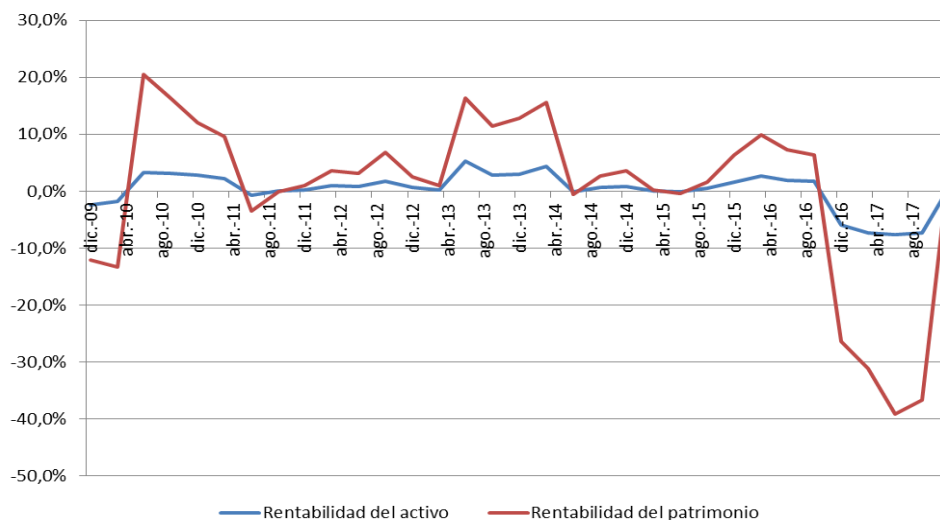


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

## Rentabilidad

Luego de exhibir un alto nivel de rentabilidad durante 2013 (correspondiente, sin embargo, al reconocimiento de Otras Ganancias [*goodwill* negativo] generadas por la adquisición de Enjoy Punta del Este), estos indicadores registraron una disminución, situándose en niveles levemente superiores a los registrados en el período 2011-2012 (ver Ilustración 8). En el último periodo la rentabilidad sobre el patrimonio aumentó de valores negativos alrededor de 26,4% en diciembre de 2016 a 4,4% en diciembre de 2017, debido a menores pérdidas que afectaban fuertemente la utilidad de la compañía.

Ilustración 8  
**Rentabilidad Total del Activo y Rentabilidad sobre Patrimonio**  
 Diciembre 2009/diciembre 2017. Porcentaje



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

## Características de las líneas de bonos

Los *covenants* de las líneas de bonos y bonos inscritos por **Enjoy** a diciembre de 2017 son:

Covenants financieros		
	Límite	Diciembre 2017
Nivel de Endeudamiento sobre Patrimonio	Menor o igual a 5,25 veces	4,27 veces
Nivel de Endeudamiento sobre EBITDA	Menor o igual a 6,5 veces	5,13 veces
Nivel de Endeudamiento sobre Patrimonio 2	Menor o igual a \$370.000 millones	318.551 millones
Activos libres de gravámenes / saldo insoluto obligaciones financieras sin garantías	Mayor o igual a 1,5 veces	3,59 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."