



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

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

Enjoy S.A.

Septiembre 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
Línea de bonos Tendencia	BBB Favorable
Otros instrumentos: Bonos y líneas de bonos Tendencia Líneas de efectos de comercio Acciones Tendencia EEFF base	BBB Favorable Nivel 2/BBB Favorable Primera Clase Nivel 2 Estable
	30 de junio de 2018

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	15 años.
Monto máximo de colocación	UF 5.000.000.-
Moneda de emisión	Los bonos se podrán expresar en Pesos o en UF. Los bonos expresados en Pesos se pagarán en Pesos y los expresados en UF se pagarán en Pesos conforme al valor de la UF respectivo.
Representante de los tenedores de bonos	Banco Santander Chile.
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos y/o al financiamiento de proyectos del emisor y/o sus filiales. El uso específico de los fondos se indicará en cada escritura complementaria.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> - Relación Deuda a EBITDA Ajustado inferior o igual a 4,5 veces. - Relación Deuda a Patrimonio inferior o igual a 2,0 veces. - Mantener activos libres de gravámenes, garantías reales, cargas, restricciones o cualquier tipo de privilegios por el equivalente, a lo menos, a 1,5 veces el monto insoluto del total de obligaciones financieras consolidadas del emisor sin garantías reales.
Prepago	Salvo que se indique lo contrario en la escritura complementaria de los bonos, el emisor podrá rescatar anticipadamente en forma total o parcial los bonos que se emitan con cargo a esta línea.
Garantías	La emisión no contempla garantías.

Estado de Resultados IFRS							
MM \$	2012	2013	2014	2015	2016	2017	Jun 18
Ingresos totales	144.413	158.652	214.627	233.238	273.564	283.677	148.035
Costo de ventas	-118.088	-140.179	-168.505	-181.968	-215.457	-223.575	-113.689
Margen Bruto	26.325	18.473	46.122	51.270	58.107	60.101	34.346
Gastos de administración	-12.875	-19.803	-24.066	-26.962	-29.427	-27.753	-15.034
Costos financieros	-13.067	-14.644	-16.781	-17.614	-16.899	-32.985	-30.336
Ganancia (pérdida)	2.000	13.141	4.946	9.928	-36.565	4.098	-9.823
EBITDA Ajustado ¹	33.555	23.319	53.282	58.615	61.870	62.118	31.710

¹ Resultado antes de Interés, impuestos, depreciación, amortización y deterioro de activos.

Balance General IFRS							
MM \$	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	Jun-18
Activos Corrientes	54.343	70.186	77.716	88.577	94.934	89.223	93.313
Efectivo y Equivalentes al Ef.	25.398	21.333	20.942	33.018	41.590	30.344	34.043
Activos No Corrientes	283.087	478.376	513.398	546.691	479.612	432.963	447.478
Total Activos	337.430	548.562	591.114	635.268	574.546	522.187	540.792
Pasivos Corrientes	96.454	143.828	115.875	136.918	277.176	124.549	126.321
Pasivos No Corrientes	163.482	272.962	323.530	338.247	185.616	323.059	238.525
Patrimonio total	77.494	131.771	151.710	160.103	111.754	74.579	175.946
Patrimonio y Pasivos, Total	337.430	548.562	591.114	635.268	574.546	522.187	540.792
Deuda Financiera	187.404	213.689	226.636	213.634	225.991	345.331	271.562

Opinión

Fundamento de la clasificación

Enjoy S.A. (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 inicios de esta 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, Villarrica, Castro y Puerto Varas). Además, consolida la operación del Casino en Punta del Este, Uruguay.

Según datos a junio de 2018, la empresa generó ingresos por unos US\$ 227,3 millones y un EBITDA cercano a US\$ 48,7 millones. La deuda financiera y el patrimonio, a igual período, alcanzaban los US\$ 417,0 millones y US\$ 270,0 millones, respectivamente.

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de una línea de bonos a 15 años, por parte de **Enjoy S.A.**, por la suma de hasta UF 5.000.000. El uso de estos fondos son el refinanciamiento de pasivos y el financiamiento de nuevos proyectos.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de la línea de 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. Por otro lado, la evaluación considera el hecho que la legislación chilena limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia.

Del mismo modo, 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, y que implica un cambio en aquellos factores circundantes con mayor estabilidad en el tiempo.

Adicionalmente, 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 un porcentaje relevante de los ingresos y 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 entrada de Advent International a la propiedad de la compañía, que le permite acceder a mejores prácticas de gestión.

La tendencia de la clasificación se encuentra en "*Favorable*" debido a una reestructuración de deuda que, a juicio de la clasificadora, es susceptible de llevar a cabo e implicaría un plan de vencimientos que disminuirá sustancialmente la presión a la liquidez durante los próximos cuatro años y, por ende, contribuirá a que la administración enfocase sus esfuerzos en mantener o mejorar el rendimiento de los distintos casinos y, si fuere el caso, a materializar nuevas inversiones. Se entiende que la inscripción de la línea de bonos se enmarca dentro de este contexto; en este sentido, la clasificación de riesgo será revisada cuando conozca en detalle los términos de los títulos emitidos con cargo a la línea.

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 relevantes

Resultados a diciembre de 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 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 Ajustado 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.

Resultados a junio de 2018

En los primeros seis meses de 2018, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 148.035 millones, lo que implica un alza de 0,72% respecto a igual período del año anterior. Este aumento se genera por un mejor desempeño de las unidades de negocio en Chile y Uruguay.

El costo de explotación del período pasó de \$ 116.355 millones en junio de 2017, a \$ 113.689 millones a junio de 2018, disminuyendo en un 2,29%, debido a los ajustes en eficiencia que ha estado llevando a cabo la compañía. Los gastos de administración, por su parte, aumentaron un 1,91% hasta \$ 15.034 millones debido a un aumento en los gastos por asesorías, sin embargo, estos son gastos no recurrentes. Dado lo anterior, la compañía tuvo una pérdida de \$ 9.822 millones superior en 307,05% respecto del mismo periodo del año anterior.

El EBITDA ajustado del período fue de \$ 31.709 millones, lo que significa una baja de 1,77% respecto de junio de 2017, cuando alcanzó los \$ 32.279 millones.

A junio de 2018, la empresa registraba un patrimonio de \$ 175.946 millones aumentando en un 135,9% respecto de diciembre de 2017 producto del aumento de capital realizado en enero de 2018. La deuda financiera alcanza los \$271.562 millones.

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 Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl.

"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."