

La tendencia se mantiene “*En Observación*”

### **Humphreys cambia la clasificación de los títulos de deuda de Enjoy S.A. de “Categoría BBB/Nivel 2” a “Categoría BBB-/Nivel 3”**

Santiago, 17 de mayo de 2017. **Humphreys** decidió modificar la clasificación de los bonos de **Enjoy S.A. (Enjoy)** desde “Categoría BBB” a “Categoría BBB-”, en tanto que la línea de efectos de comercio cambió de “Categoría BBB/Nivel 2” a “Categoría BBB-/Nivel 3”. La perspectiva de la clasificación asignada, tanto para los instrumentos de largo como para los de corto plazo, se mantiene “*En Observación*”.

El ajuste en la clasificación de los títulos de deuda, desde “Categoría BBB/Nivel 2” a “Categoría BBB-/Nivel 3”, obedece al hecho que, mientras no se materialice al aumento de capital de la compañía, su nivel de endeudamiento reducirá su flexibilidad financiera.

En diciembre de 2016, el patrimonio de la firma se redujo en 31% y, si bien, fue por efectos contables, el valor de éste es relevante para la banca y el mercado de crédito en general.

Frente al actual contexto, la compañía ha emitido un bono internacional por US\$ 300 millones, cuyos recursos se utilizarían para financiar el ejercicio de la opción de compra en favor de **Enjoy** por la adquisición del 55% de la propiedad de Conrad (Punta del este, Uruguay) por US\$ 189 millones. El saldo se aplicaría para financiar el ejercicio de la opción de compra de acciones serie B emitidas por Inversiones Inmobiliarias Enjoy SpA, prepagar el crédito sindicado local con bancos nacionales, amortizar las series de efectos de comercio emitidas y refinanciar otros pasivos.

La confirmación del ejercicio de la opción de compra realizada por la compañía llevó a que, a diciembre de 2016, el patrimonio disminuyera fuertemente llegando a los US\$ 166 millones, producto de la pérdida por US\$ 64 millones por efecto de la valorización de la opción (lo que conllevó la señalada caída del patrimonio, que totalizó US\$ 73 millones). Con ello, el nivel de pasivo exigible sobre patrimonio aumentó: entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016 el *ratio* subió desde 3,0 veces a 4,2 veces. Adicionalmente, la nueva deuda podría generar incumplimientos en los *covenants* de los efectos de comercio. No obstante, la sociedad emisora, con parte de los fondos recaudados en la emisión, creará un fondo para asegurar el pago de estos instrumentos de corto plazo.

Asimismo, el ejercicio de la opción de compra implicó, en los hechos, que la sociedad emisora se compromete al pago de US\$ 189 millones de dólares a cambio de aumentar su EBITDA efectivo en US\$ 17 millones (equivalente al 55% del EBITDA de Conrad, ya que anteriormente tenía derecho al 45%). Para estar disponibles, una parte de estos flujos debiese ser retirada como utilidad distribuida del ejercicio y la otra siguiendo otra modalidad.

Sin perjuicio de lo anterior, la clasificadora reconoce que el nuevo bono emitido y los correspondientes prepagos de pasivos desahogan la liquidez de la empresa para los próximos cinco años. En contraposición, mantiene el riesgo de refinanciamiento de la deuda para el año 2023, el cual dependerá, en mayor o menor medida, del desempeño del emisor, las condiciones de mercado del momento y la solución definitiva que se dé a las operaciones de los casinos con concesiones municipales. Cabe señalar, que el vencimiento del bono en EEUU asciende a \$ 200.841 millones y el EBITDA anual de la compañía bordea los \$ 62.000 millones, incluyendo los casinos municipales que, eventualmente, podrían no estar vigentes a esa fecha. El bono local clasificado por **Humphreys**, tiene vencimiento el año 2024.

La tendencia de la clasificación de riesgo se mantendrá "En Observación" mientras no se efectúe la emisión de acciones que tiene planificada la compañía, la que se espera se materialice en un tiempo prudente. Una vez efectuado el aumento de capital, dependiendo de los términos del mismo, la clasificadora revisará nuevamente la categoría de riesgo asignada, salvo que con anterioridad surgieren hechos o circunstancias que ameritaran reexaminar la situación de solvencia de **Enjoy**.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de los bonos en "Categoría BBB-" y los efectos de comercio en "Categoría BBB-/Nivel 3", destacan las características propias del negocio y la capacidad para generar flujos una vez consolidadas sus unidades operativas. En este sentido, el desarrollo comercial tiene ciertas características similares a las de un proyecto de infraestructura, donde 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 de la iniciativa. La sociedad ha exhibido un margen EBITDA que ha oscilado 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.

La diversificación geográfica de los casinos también es un atributo valorado. En efecto, la compañía está presente en varias ciudades: Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Colchagua, Rinconada de Los Andes, Mendoza y Castro. Adicionalmente, a partir de junio de 2013 se consolidan las operaciones del casino Conrad en Punta del Este, Uruguay, y posteriormente en 2016 las operaciones en San Andrés, Colombia. Esta estrategia ha permitido desconcentrar en forma creciente su generación de flujos.

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 es el hecho de que parte importante de los flujos actuales del emisor podría verse afectado significativamente en 2018 o en los años siguientes, dependiendo de las decisiones que tomé la autoridad en relación con las licencias municipales de los casinos. Así, aun reconociendo la viabilidad de la empresa en el largo plazo, es relevante el hecho de que existe 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, el actual calendario de vencimientos es compatible con la capacidad de generación de flujos de la empresa, salvo para el año 2023.

Las Ilustración ones 1 y 2 muestran el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA, a diciembre de 2016, y el Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>1</sup> (FCLP) registrado durante 2016. En el primer caso, se considera el programa de amortización de la deuda actual y, en el segundo, se incluyen el bono internacional y los prepagos que eventualmente se llevarían a cabo con los recursos captados con la emisión del título de deuda (mostrando el desahogo de la liquidez hasta 2022). Obviamente, los flujos del emisor se verían deteriorados en el evento que se perdieran los casinos bajo concesión municipal; no obstante, la compañía podría enajenar los activos asociados y de esta manera disminuir el nivel de sus pasivos.

---

<sup>1</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.

Ilustración 1  
**Perfil de Vencimientos Deuda Financiera antes de la emisión del bono internacional (\$MM)**

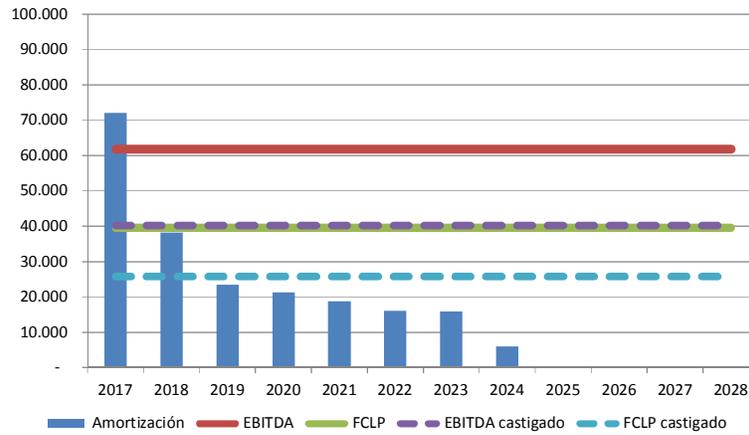
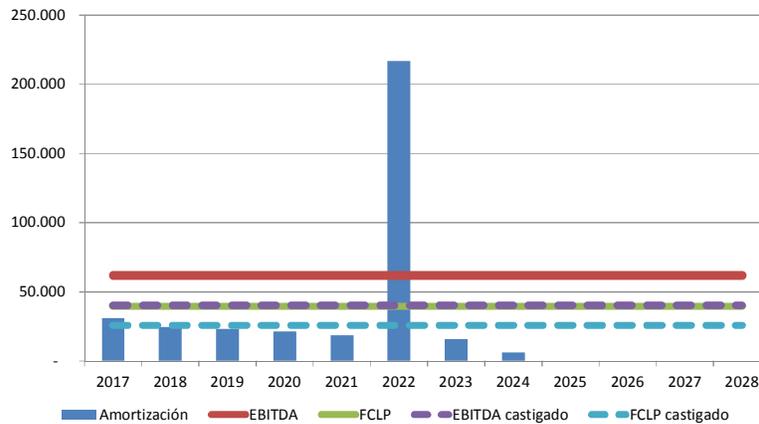


Ilustración 2  
**Perfil de Vencimientos Deuda Financiera posterior a la emisión del bono internacional (\$MM)**



Según datos a diciembre de 2016, la empresa generó ingresos por unos US\$ 409 millones y un EBITDA cercano a US\$ 92 millones. La deuda financiera totalizó US\$ 338 millones.

**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 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.

**Resumen instrumentos clasificados:**

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Acciones	ENJOY	Primera Clase Nivel 3
Líneas de bonos		BBB-

Bonos	BENJO-F	BBB-
Bonos	BENJO-C	BBB-
Bonos	BENJO-E	BBB-
Líneas de efectos de comercio		Nivel 3/BBB-

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B. / Luis Felipe Illanes Z.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: [luisfelipe.illanes@humphreys.cl](mailto:luisfelipe.illanes@humphreys.cl) / [carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)



<http://twitter.com/HumphreysChile>

*Clasificadora de Riesgo Humphreys*

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

E-mail: [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl) con el asunto "eliminar de la lista".