

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Bonos	BBB+	Primera Clasificación (nuevo instrumento)	Estable	Primera Clasificación (nuevo instrumento)	General de empresas; Metodología de clasificación de casinos de juego

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **clasifica en categoría BBB+ con tendencia estable**, la nueva línea de bonos (en proceso de inscripción) de ENJOY S.A. (en adelante ENJOY, la compañía o la empresa).

La clasificación se sustenta en la regulación/competencia, ubicación, características y diversificación de los activos, eficiencia operacional, situación financiera y en el impacto que esta nueva emisión tendría en la situación financiera de ENJOY. Al respecto:

- **Regulación / competencia:** En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia, lo que quedó demostrado, además, en el último proceso de licitación de operaciones municipales, que no alteró los incumbentes actuales.
- **Ubicación y diversificación geográfica:** ENJOY está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Desarrolla sus operaciones principalmente en Chile y Uruguay, minoritariamente en Argentina e indirectamente llega a Brasil y al resto de la Región (a través de su operación uruguaya). En Chile los próximos años incrementará su participación de mercado conforme comience a operar su nueva licencia municipal adjudicada (Puerto Varas) y se materialice la operación de compra de las plazas de San Antonio y Los Ángeles.
- **Características de los activos:** La empresa cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o con incorporación suficiente de Capex, con el fin de mantener estándares de muy alta calidad, lo que se potenciaría los próximos años mediante sus proyectos de inversión sobre las licencias municipales y un plan de creación de valor sobre la totalidad de la empresa.
- **Eficiencia operacional:** ENJOY posee márgenes moderados respecto a sus competidores y al tipo de casinos que opera. Respecto a los niveles de ganancias por máquina, la compañía en promedio ha incrementado estos niveles paulatinamente, manteniendo un moderado retorno del capital.
- **Riesgo financiero:** A junio de 2018, ENJOY cerró el semestre con un stock de deuda financiera de \$271.562 millones, lo que representa una disminución de 21,4% respecto al mismo período del año anterior, producto del aumento de capital materializado en enero de

este año, que impactó positivamente en la clasificación de riesgo de ENJOY ([comunicado cambio de clasificación, enero 2018](#)) dado el uso de los fondos, destinado para prepago de pasivos que permitió quitarle presión a los indicadores de deuda de la empresa.

Dado que durante este año se entregaron los resultados de las adjudicaciones municipales, se clarificaron dos incertidumbres relevantes para ENJOY: (i) el capex necesario para los siguientes tres años y; (ii) el flujo de EBITDA que mantendrá/perderá, dada la oferta económica adjudicada.

Respecto al capex necesario para los proyectos, la compañía requeriría US\$ 120 millones aproximadamente, a desembolsarse los próximos tres años (destinado a dar cumplimiento a los planes de inversión comprometidos).

En relación al impacto que tendrían estas nuevas tasas impositivas en los casinos municipales dada la oferta económica presentada por ENJOY por cada plaza, las estimaciones de la compañía indican que los márgenes disminuirían considerablemente en Coquimbo, y en menor medida en Viña y Pucón luego de la entrada en vigencia del nuevo proceso impositivo. Además, la empresa está en proceso de desarrollo de un plan de creación de valor con focos estratégicos que permitan en su conjunto, ser un aporte extra al EBITDA consolidado. Este plan comenzó en diciembre de 2017 y a la fecha se encuentra en fase de implementación de algunas de sus iniciativas.

- **Impacto de la nueva emisión de bonos:** La compañía está en proceso de inscripción de una línea de bonos por UF 5.000.000 a 15 años. La clasificación asignada por esta clasificadora a la línea de bonos estipula que, si la compañía incorporara cerca de 30% del monto total de la línea como deuda adicional, el rating asignado a la solvencia y bonos no necesariamente se impactaría a la baja, dado que, según las estimaciones de ICR, los indicadores de deuda no se verían alterados significativamente respecto a los niveles actuales producto de los planes de inversión y de creación de valor que tiene en marcha ENJOY.

Conforme estos focos sean lo suficientemente robustos para justificar una recuperación de los márgenes y EBITDA de la empresa, la clasificación no se vería impactada a la baja. En caso contrario, esto es, que las iniciativas generen un flujo muy inferior a lo proyectado por ICR, el rating de la empresa podría ser modificado negativamente.

Definición de Categorías

SOLVENCIA/BONOS

CATEGORÍA BBB

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

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría BBB.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA Y BONOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Feb-12	A-	Negativa	Cambio de tendencia
08-abr-13	BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
31-may-13	BBB+	Estable	Reseña anual
05-dic-13	BBB	En Observación	Cambio de clasificación y tendencia
17-abr-14	BBB	Estable	Cambio de tendencia
30-may-14	BBB	Estable	Reseña anual
12-jun-14	BBB	Estable	Nuevo instrumento
29-may-15	BBB	Estable	Reseña anual
31-mar-16	BBB	Estable	Reseña anual
28-nov-16	BBB	En Observación	Cambio de tendencia
31-mar-17	BBB	En Observación	Reseña anual
18-may-17	BBB	Estable	Cambio de tendencia
31-ago-17	BBB	Positiva	Cambio de tendencia
26-ene-18	BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
21-mar-18	BBB+	Estable	Reseña anual
05-sep-18	BBB+	Estable	Nuevo instrumento

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Comisión para el Mercado Financiero, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.