

Comunicado Cambio de Tendencia (estados financieros diciembre 2016)

Enjoy S.A.

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	Confirmación	Estable	Modificación	General de empresas; Industria de casinos de juego;
Efectos de comercio	N2/BBB	Confirmación	Estable	Modificación	Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y largo plazo

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **modifica desde “En Observación” a “Estable** la tendencia asignada a la solvencia, bonos y efectos de comercio de ENJOY S.A. **La clasificación de bonos/solvencia, en tanto, se ratifica en categoría BBB y los efectos de comercio en categoría N2/BBB.**

El cambio de tendencia se relaciona con el proceso de reestructuración financiera recientemente concretado por ENJOY, operación que le quita presión al calendario de amortización de los próximos tres años, le permite adquirir el 55% de participación de Conrad, percibir el flujo por el 100% de la participación de Punta del Este y quedar en una posición menos desfavorable para hacer frente al proceso de licitación de licencias municipales. Al respecto:

- **Estructura de refinanciamiento:** En opinión de ICR, las principales características del bono internacional recientemente colocado por ENJOY se encuentran dentro de lo esperado por esta clasificadora y ha sido ampliamente anunciado por la compañía. Si bien esta reestructuración no mejora la solvencia de la empresa dado que se mantiene un alto nivel de apalancamiento, sí restringe la toma de deuda adicional (salvo ciertas excepciones, como la inyección de deuda para hacer frente al proceso de licitación de licencias municipales), lo que podría permitir ir desapalancando paulatinamente a la compañía, con la expectativa de obtener mejores condiciones de refinanciamiento de este bono cuando se abra la opción de prepago.

Adicionalmente, la estructura de bonos locales e internacional (y el objetivo expuesto por la administración de ENJOY) establecen efectivamente la obligación de pagar deuda con cualquier flujo extraordinario que perciba la empresa, como la venta de activos prescindibles, aumento de capital o pérdida de las licencias municipales de Pucón o Coquimbo (lo que implicaría un prepago parcial del bono internacional ya sea con la liquidación de los activos o mediante aumento de capital).

- **Perfil de amortización:** Dado el objetivo del bono internacional, esto es, 100% refinanciamiento, el stock de deuda de la compañía no se vería alterado, quedando igualmente endeudada, pero con una estructura de obligaciones compuesta por bonos locales, leasing financiero, bancos y bono internacional, cuyas obligaciones estructuradas de los próximos tres años disminuirían en cerca de \$75.000 millones, \$27.000 millones y \$13.000 millones, para los años 2017, 2018 y 2019, respectivamente.

Lo anterior significa que, luego de pagar con esta emisión la obligación con Caesars, el crédito sindicado, los efectos de comercio, el FIP y ciertas deudas bancarias, la compañía pasaría de estar en una posición de liquidez muy ajustada a cubrir sus obligaciones del año 2017 con mayor holgura.

Los indicadores de deuda de ENJOY no se verían afectados respecto al cierre de diciembre 2016, período en el cual el ratio de deuda financiera neta ajustada sobre EBITDA cerró en 5,16 veces. Este indicador ajustado, refleja las obligaciones que la compañía mantenía por concepto de deuda financiera y de deuda relacionada (obligación por la opción sobre Caesars, principalmente). En términos de ratios, ICR normalmente ajusta la deuda financiera, incluyendo todas las demás obligaciones exigibles de las compañías. Lo anterior significa que esta opción sobre Conrad ha estado permanentemente incorporada en los modelos de clasificación de riesgo de ICR, asumiéndola como una deuda cierta.

En términos de cobertura de gastos financieros, si bien en los próximos períodos se verá reflejado en los estados financieros un alza en el costo financiero producto de esta emisión a una tasa de 10,5%, el efecto es menor en comparación con los gastos financieros que habría enfrentado al financiar la operación contrayendo la obligación directamente con Caesars.

En términos de endeudamiento total, si bien a diciembre de 2016 el indicador se incrementó por sobre los niveles históricos de la compañía, el efecto corresponde principalmente a la pérdida del año producto del ejercicio de la opción PUT, dando de baja, por tanto, la opción CALL. Lo anterior, en términos de liquidez evita que la compañía reparta dividendos los próximos períodos y se complementa con la estructura de los contratos de bonos (locales e internacionales) que restringen el pago de dividendos por sobre el mínimo legal.

- **Adquisición de Conrad:** La adquisición del 55% de Conrad se encuentra dentro de lo esperado por ICR, dado que ha sido ampliamente anunciado por ENJOY desde la adquisición del 45% de participación inicial que le permitió consolidar contablemente la operación. Lo anterior significa que esta opción ha sido considerada como un input de la clasificación de riesgo de la compañía y calificada como una obligación cierta que debía asumir ENJOY.

El mecanismo de compra que tuvo el activo desde sus orígenes, implicó apalancar significativamente a ENJOY sin la inyección de capital, deteriorando de manera relevante la liquidez de la compañía en una etapa cercana a la licitación de las licencias municipales, lo que contribuyó a incrementar su riesgo de refinanciamiento y que implicó que en noviembre de 2016 ICR modificara la tendencia de la clasificación desde Estable a En Observación.

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.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 2 o N2

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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN EFECTOS DE COMERCIO			
Fecha	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
May-15	N2/BBB	Estable	Clasificación primera línea
Mar-16	N2/BBB	Estable	Reseña anual
Jul-16	N2/BBB	Estable	Clasificación segunda línea
Oct-16	N2/BBB	Estable	Clasificación tercera línea
Nov-16	N2/BBB	En Observación	Cambio de tendencia
Mar-17	N2/BBB	En Observación	Reseña anual
May-17	N2/BBB	Estable	Cambio de tendencia

En términos de flujos, Punta del Este es el principal generador de EBITDA para ENJOY, por tanto, corresponde al mitigador natural de la empresa ante la pérdida de alguna licencia municipal, proceso para el cual la compañía se encuentra en una posición menos desfavorable luego de la reestructuración financiera, que le permite inyectar deuda específica para llevar a cabo el proceso municipal.

Para ICR, este proceso de reestructuración financiera es relevante no sólo por la mejora de la liquidez de la compañía, sino porque en la medida que la compañía se enfoque hacia el desapalancamiento, le permitirá estar en una mejor posición ante alguna pérdida de licencia, lo que es de suma importancia no sólo porque la no renovación de las licencias de Pucón y Coquimbo generaría un prepago parcial del bono internacional equivalente a la valorización de estos activos, sino porque la compañía tiene covenants establecidos en los bonos locales que se verían desfavorecidos ante la pérdida de las licencias.

Luego de este cierre financiero y del proceso de prepago de la deuda correspondiente, esta clasificadora espera que los próximos períodos la compañía comience con su estrategia de amortización de deuda con flujos propios, sobre todo considerando que percibiría el 100% del EBITDA de Conrad. En caso contrario, se podría provocar un cambio en la clasificación asignada a esta empresa si ENJOY volviera a incorporar deuda significativa y/o descalzada con su generación de flujos operacionales.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA / BONOS			
Fecha	Bonos	Tendencia	Motivo
Feb-12	A-	Negativa	Cambio de tendencia
Abr-13	BBB+	Estable	Cambio de clasificación y tendencia
May-13	BBB+	Estable	Reseña anual
Dic-13	BBB	En Observación	Cambio de clasificación y tendencia
Abr-14	BBB	Estable	Cambio de tendencia
May-13	BBB	Estable	Reseña anual
Jun-14	BBB	Estable	Nuevo instrumento
May-15	BBB	Estable	Reseña anual
Mar-16	BBB	Estable	Reseña anual
Nov-16	BBB	En Observación	Cambio de tendencia
Mar-17	BBB	En Observación	Reseña anual
May-17	BBB	Estable	Cambio de tendencia

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 Superintendencia de Valores y Seguros, 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.