

## **Casinos Enjoy: ¿Qué decían sus Finanzas antes de la Reorganización?**

**José A. Olivares**

Profesor Asociado, Ph.D. in Finance, U. Texas - Austin

Director MBA Antofagasta

Facultad de Economía y Negocios, U.Chile

[jolivares@unegocios.cl](mailto:jolivares@unegocios.cl)

## Qué ha pasado en Casinos Enjoy?

El Directorio acuerda una Reorganización Judicial de las deudas el 23 de Abril.

¿**Reorganización**, Qué es ?

Es una herramienta legal para reestructurar pasivos, procurando la continuidad en el tiempo de la empresa viable, con miras a permanecer como unidad productiva en el tiempo, evitando así los perniciosos efectos de la liquidación.

**Razones:**

Por Covid-19, se decreta el cierre entre 16-20 marzo de los casinos. Caída en Ventas y Flujos de Caja.



## Situación Financiera - Enjoy

### Efectos:

Caída de la Clasificación de Riesgo a C (ICR) y D (Humphreys). No capacidad de pago de deudas.

**¿Es Covid-19 responsable de esto o Enjoy venía con problemas financieros? Charla.**

Usando información pública de Enjoy:

1. Rompimiento de Covenants – Flujos insuficientes
2. Exceso de deuda frente a sus flujos
3. Deterioro de Casinos Chiloé, San Antonio y Santiago – Calidad de los activos.

José A. Olivares - FEN - U.Chile

### UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA



Pérdida por cierre de operaciones y por deterioro activos Chiloé, San Antonio y Santiago.

El ratio DFN/EBITDA Aj. alcanzó 6,50x al cierre del primer trimestre 2019. En Junta de Tenedores de Bonos celebrada en diciembre de 2019 se acordó:

✓ Aumento temporal:

De mar 2020 a dic 2020: 6,5x

De mar 2021 a dic 2021: 5,5x

De mar 2022 a dic 2022: 5,0x

✓ De mar 2023 en adelante: 4,5x

## Situación Financiera - Enjoy

### ¿ Por qué una empresa desea Activos?

Generación de Ventas, Utilidades y Flujos Caja

### ¿Crecer en Activos (motor) y en Ventas es bueno?

Si y solo si, Las inversiones en Activos rentan mas allá de su costo oportunidad (Costo deuda), por decir. La calidad de los activos = EBIT.

### Qué es Enjoy?

### Activos = Pasivos + Patrimonio

<b>2012:</b>	<b>337</b>	<b>=</b>	<b>259</b>	<b>+</b>	<b>78</b>	
<b>2014:</b>	<b>591</b>	<b>=</b>	<b>439</b>	<b>+</b>	<b>152</b>	
<b>2017:</b>	<b>522</b>	<b>=</b>	<b>447</b>	<b>+</b>	<b>75</b>	<b>D/Pat = 6</b>
<b>2019:</b>	<b>672</b>	<b>=</b>	<b>521</b>	<b>+</b>	<b>150</b>	

José A. Olivares - FEN - U.Chile

### Acciones ordinarias

# Acciones

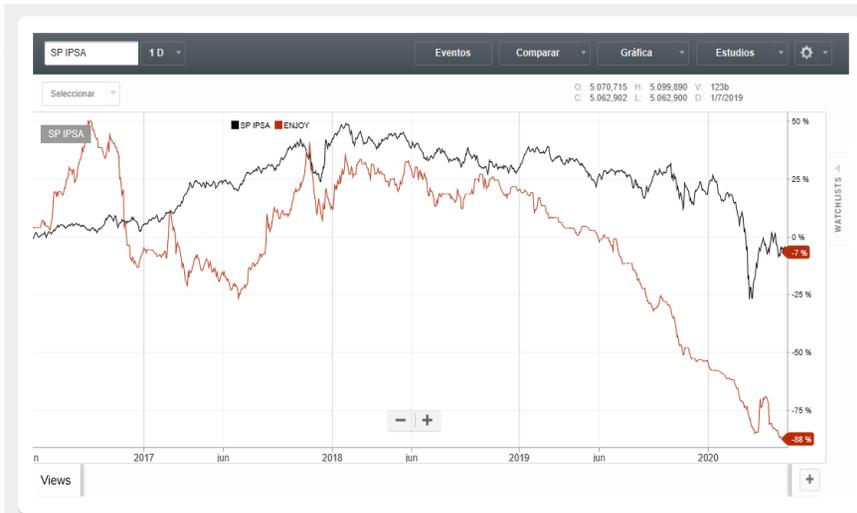
Market Cap

2019	mar-20
4.694.959.928	4.694.959.928
CLP\$ 102 MM	CLP\$ 40 MM

CLP\$ MM	mar-20
Deuda Bancos Corto Plazo	28.473
Deuda Bancos Largo Plazo	
Leasing	20.194
Efectos de Comercio	21.828
Boletas Garantía	581
Bono Local	142.958
Bono Internacional	170.287
<b>Total</b>	<b>384.321</b>

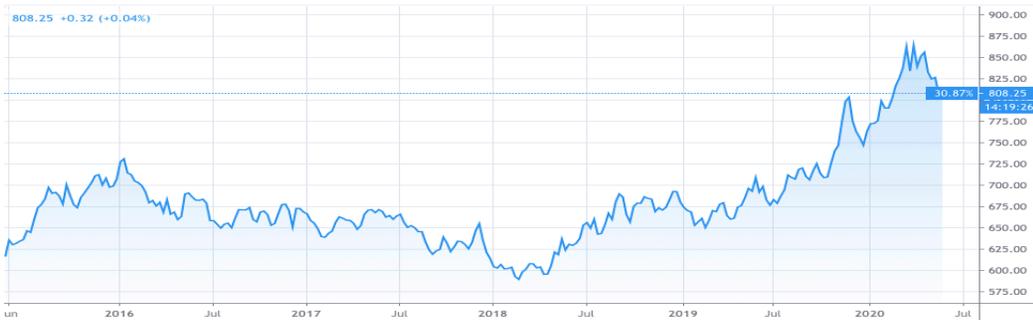


## Precio Acción Enjoy – IPSA y Precio del Dólar



### ¿ Precio Acción y Covid?

Enero 2019: 52,7 Junio 2019: 48,5  
**Sept 2019: 35,0 Dic 2019: 21,8**  
**Feb 2020: 14,3**



CLP\$ MM	mar-20
Deuda Bancos Corto Plazo	28.473
Deuda Bancos Largo Plazo	
Leasing	20.194
Efectos de Comercio	21.828
Boletas Garantía	581
Bono Local	142.958
Bono Internacional	170.287
<b>Total</b>	<b>384.321</b>

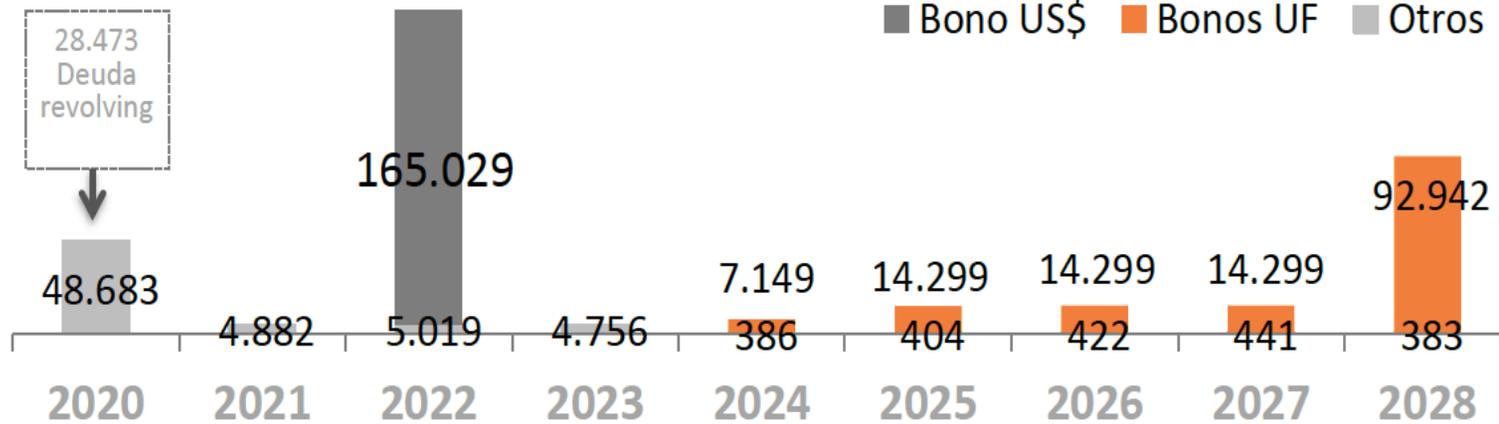
La mitad de la Deuda está USD

Qué espera ver en esta Charla?

## Vencimiento Deuda

### PERFIL DE VENCIMIENTOS

CLP\$MM



La Deuda está en USD y resto en UF. Los casinos reciben \$.

**¿Podrá pagar Enjoy el 2020 y 2022 ? – Por eso la Reorganización**

El tema es: ¿Cómo y por qué llegaron a eso? Ni Octubre 2019 ni Covid-19.

. En Junta de Bonos 1º Trimestre 2019 nuevo Acuerdo de Covenants.

. Caída Precio de la Acción antes de Septiembre 2019 lo indica.

## Cómo Enjoy llegó a esto?

Actualizado

### Enjoy revela plan para ser top ten mundial en industria del juego y la entretención

Y líder en América Latina.

Por: Diario Financiero Online | Publicado: Viernes 23 de agosto de 2013 a las 13:20 hrs.



### ¿ Qué Implica esto ?

#### A. Invertir

- Riesgo Operacional
- ¿Los casinos son iguales?

#### B. Levantar Financiamiento

- Riesgo Financiero
- Restricciones (Covenants)

Qué es Enjoy?	Activos = Pasivos + Patrimonio
2012:	337 = 259 + 78
2014:	591 = 439 + 152
2017:	522 = 447 + 75 D/Pat = 6
2019:	672 = 521 + 150

- . Conrad 1 y Conrad 2: Mala Rotación de Activos. (Ventas/ Activos), Malos ROA (EBIT/Activo)
- . Emisión de Deuda a USD + 10,5%. ¿Activos rentan +10,5%?: Nunca: ROA < 6%.
- . Exceso de Valores pagados por Compras: Baluma (Conrad) + Deterioro Chile
- . EBIT negativos y Alza del dólar en Gastos Financieros.

## Mercado de Casinos - CHILE

### Win Total Industria - Últimos 12 Meses a Dic

En millones de \$	2019	2018	Variación
<b>Industria</b>	470.160	482.043	↓ -2,5%

### Participación de Mercado - Últimos 12 Meses a Dic

	2019	2018	Variación
Sun Dreams	38,8%	37,6%	↑ 3,3%
Enjoy	38,9%	39,1%	→ -0,5%
Marina del Sol	13,6%	13,0%	↑ 4,3%

Fuente: elaborado según el Boletín SCJ de diciembre 2019

Nota: Industria considera los casinos que reportan a la Superintendencia de Casinos de Juego y casinos municipales.



	31-12-2019 MM\$	31-12-2018 MM\$
Ingresos de actividades ordinarias	264.086	275.005
Costo de ventas	(223.725)	(216.952)
<b>Ganancia bruta</b>	<b>40.361</b>	<b>58.053</b>
Gasto de administración	(32.154)	(28.257)
Otros gastos por función	(2.156)	(4.082)
Otras ganancias (pérdidas)	441	(3.237)
<b>Ganancias (pérdidas) de actividades operacionales</b>	<b>6.492</b>	<b>22.477</b>
Ingresos financieros	843	514
Costos financieros	(29.119)	(45.132)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación		
	504	503
Diferencias de cambio	(4.048)	(2.164)
Resultados por unidades de reajuste	(3.665)	(1.958)
<b>Ganancia (pérdida), antes de impuestos</b>	<b>(28.993)</b>	<b>(25.760)</b>
Gasto por impuestos a las ganancias, operaciones continuadas	1.086	2.220
<b>Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas</b>	<b>(27.907)</b>	<b>(23.540)</b>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	(19)	(862)
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>(27.926)</b>	<b>(24.402)</b>
Ganancia (pérdida), atribuible a		
<b>Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>(27.707)</b>	<b>(25.021)</b>
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	(219)	619
<b>Ganancia (pérdida)</b>	<b>(27.926)</b>	<b>(24.402)</b>

cifras en millones de \$

	2019	2018
<b>Ingresos</b>	<b>234.834</b>	<b>215.941</b>
Costos Operacionales	-139.571	-120.351
<b>Margen Bruto</b>	<b>95.263</b>	<b>95.591</b>
Gastos de Administración	-60.727	-56.004
<b>Resultado Operacional</b>	<b>34.536</b>	<b>39.587</b>
Depreciación & Amortización	-30.603	-27.188
<b>EBITDA</b>	<b>65.139</b>	<b>66.775</b>
Resultado No Operacional	-13.296	-7.908
Impuesto a las ganancias	-9.493	-9.423
<b>Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas</b>	<b>11.747</b>	<b>22.255</b>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	382	-9.911
<b>Ganancia</b>	<b>12.128</b>	<b>12.345</b>

## Comparación – Casinos 2018 y 2019

- . Ventas Similares
- . EBIT Dreams > EBIT Enjoy ( 5x)
- . Margen/Ventas: Dreams 41% - Enjoy 15%
- . EBIT/Ventas: Dreams 15% - Enjoy 2%
- . Ganancia: Dreams \$ 12 – Enjoy \$(27)



ACTUALIDAD

# Enjoy revela plan para ser top ten mundial en industria del juego y la entretención

Y líder en América Latina.

Por: Diario Financiero Online | Publicado: Viernes 23 de agosto de 2013 a las 13:20 hrs.



Jose A. Olivares - FEN - Sistema



## ¿ Qué Implica esto ?

### A. Invertir

- Riesgo Operacional
- ¿Los casinos son iguales?

### B. Levantar Financiamiento

- Riesgo Financiero
- Restricciones (Covenants)

## ¿ Conducta Gestión Financiera? : Agresiva – Comprar con Deuda



### Asignan tendencia “negativa” a Enjoy por incumplimiento de covenant

Por: | Publicado: Lunes 20 de febrero de 2012 a las 05:00 hrs.

Mercados

### Fitch baja nota a deuda de Enjoy por caída en liquidez

Pérdida de financiamiento de AFP fue otro factor.

Por: | Publicado: Viernes 23 de marzo de 2012 a las 05:00 hrs.

### Fitch recorta clasificaciones de Enjoy por alto nivel de endeudamiento

De esta forma, la agencia bajó la categoría de la empresa desde "BBB" a "BBB(-)".

Por: Diario Financiero Online | Publicado: Lunes 16 de septiembre de 2013 a las 05:00 hrs.

### Enjoy cierra alianza con gigante Caesars y tomará control del casino Conrad

El punto principal del acuerdo es la compra del 45% del casino de Punta del Este por el operador chileno en US\$ 139,5 millones.

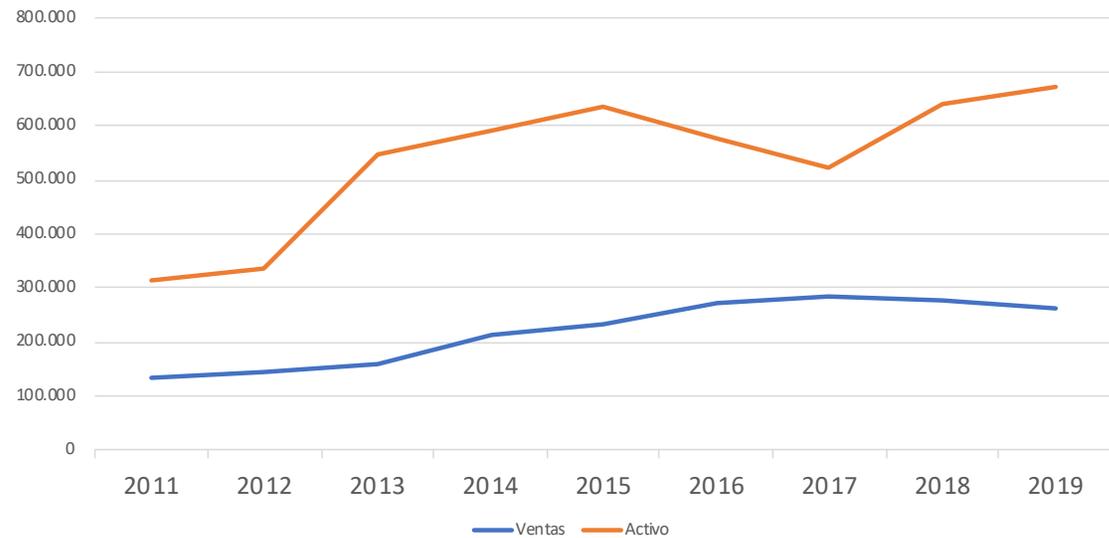
Por: | Publicado: Martes 13 de noviembre de 2012 a las 05:00 hrs.

¿Fue Buena Inversión  
Casino Conrad - Uruguay?



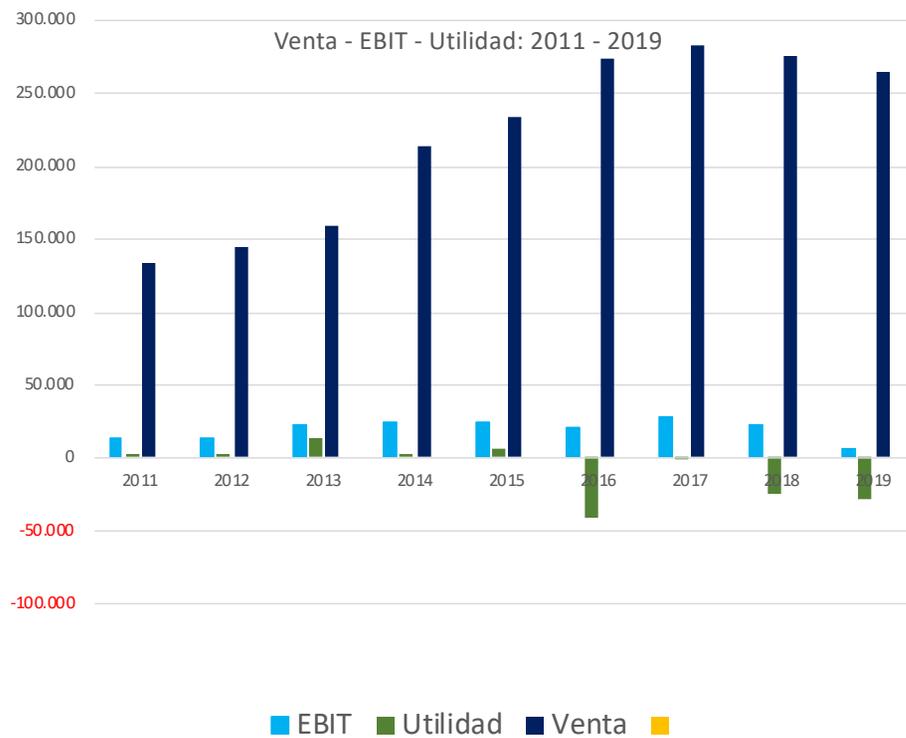
¿Debería permitirse  
inversiones en Uruguay?

Activos y Ventas 2011 - 2019

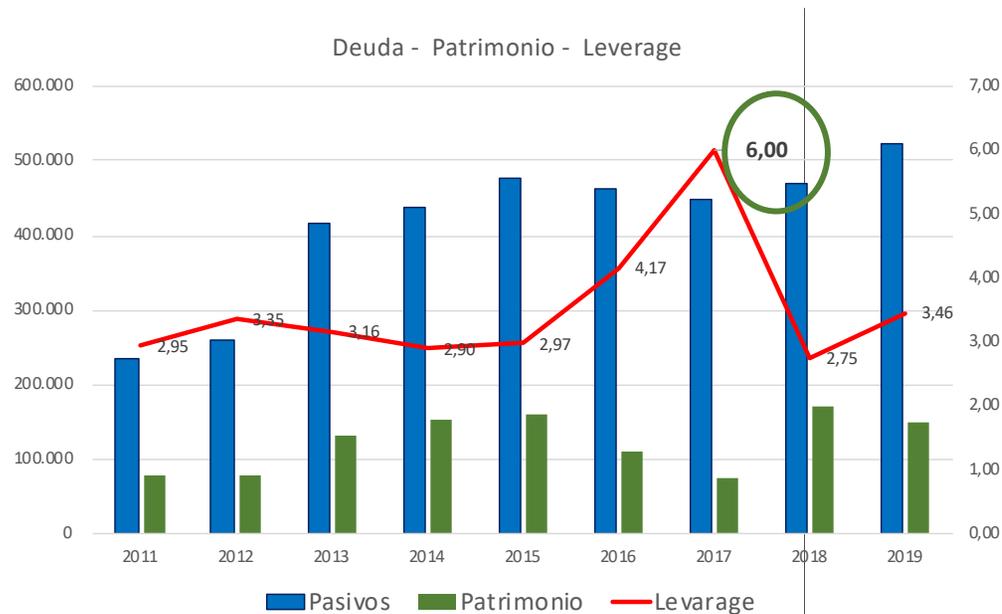


	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Activos</b>	313.484	<b>337.430</b>	548.562	591.114	635.268	574.672	<b>522.187</b>	640.667	672.131
<b>Pasivos</b>	234.046	259.936	416.791	439.405	475.165	463.461	447.608	469.648	521.402
<b>Patrimonio</b>	79.449	79.438	77.494	131.771	151.710	160.103	111.210	<b>74.579</b>	171.019
<b>Aumento Activos</b>		23.945	<b>211.132</b>	42.552	44.153	(60.596)	(52.485)	<b>118.481</b>	31.464
			<b>Conrad 1</b>					<b>Conrad 2</b>	

¿Fue Buena Inversión  
Casino Conrad -  
Uruguay?



## Leverage – Endeudamiento = Deuda / Patrimonio



- . Peak del Leverage 2017. Alarma de Acreedores. **D/P = 6,0**
- . Aumento de Capital obligatorio. Quiebre Covenants.
- . Nivel de Deuda Excesivo.

Deuda/Patrimonio (D/P) : **Cómo bajar desde 6,0 ?**

Activos = Pasivos + Patrimonio

+ Patrimonio = + Activo ... Cae D/P  
 + Patrimonio – Pasivos = 0 ... Cae D/P

### Ley Casino 19.995

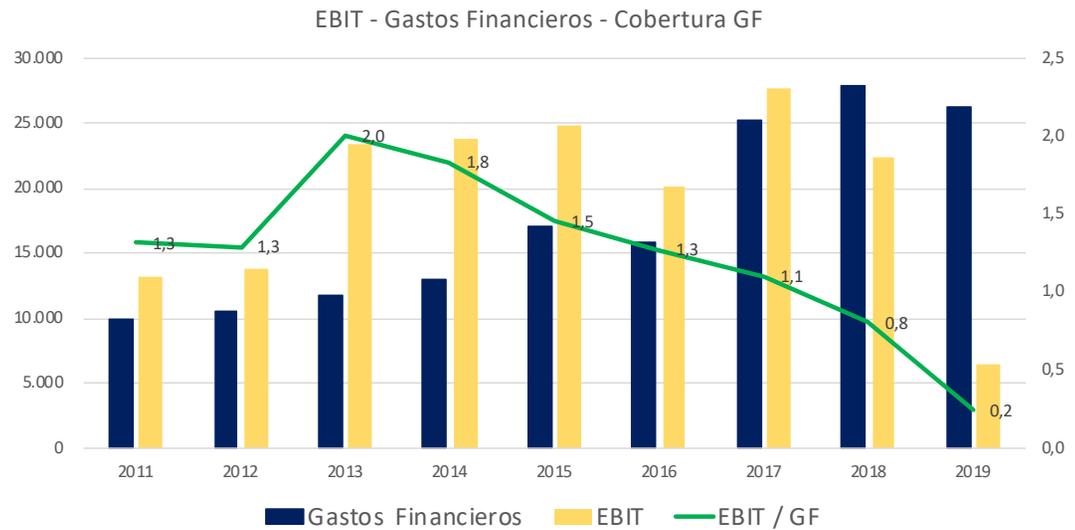
#### Art.20:

En todo caso, **al menos un 40% del financiamiento del respectivo casino de juegos debe estar constituido por c) aporte de la propia sociedad;**

Activos	= 100	
Deuda	= 60.	D/P=6/4
Patrimonio	= 40.	D/P = 1,5

## Leverage – Cobertura de Gastos Financieros – Circular 32 SCJ

- Cobertura de gastos Financieros =
- . EBIT / Gastos Financieros
  - . Utilidad Operacional / Gastos Financieros
  - . 4 / 1
  - . Enjoy: 2,0 máximo



- . **Se desploma** Cobertura Gastos Financieros 2013-2019
- . Producto de Caída Ganancia Bruta y Aumento Gastos Financiero
- . Gastos Financieros se disparan 2016.
- . **Qué significa eso?** No capacidad de pago intereses.

## ¿Enjoy 2019? – CEI 49

### EVOLUCIÓN DEL COMPROMISO FINANCIERO DE LA COMPAÑÍA

Nº de veces		DIC 2018	MAR 2019	JUN 2019	SEP 2019
Obligaciones Financieras Consolidadas Netas / EBITDA	RATIO	4,31	4,42	4,74	4,94
	LIMITE:	4,5	4,5	5,5	5,5

FUENTE: HUMPHREYS.

Según explica la analista senior de Humphreys, Paula Acuña, el ratio de la deuda financiera neta sobre el Ebitda -actualizado a septiembre de 2019- se encuentra en 4,94 veces, por lo que aún está dentro de los parámetros establecidos. "Si bien aún mantienen holgura, dicho ratio es más alto que lo que tenían antes, de 4,74 veces. Y si no hubieran hecho el aumento meses atrás, lo estarían incumpliendo", dice.

. Ratio muy cerca del Límite.

**Se debió modificar el 1 trimestre 2019 para que Enjoy no**

**incumpliera** los covenants de los Bonos.

. Junio reunión con Bonistas para aprobar y se extiende el ratio de Deuda desde **4,5 a 5,5**. Exceso de deuda.

## ¿Enjoy 2019? – CEI 49 – Clasificador de Riesgo

Estado de Resultados IFRS						
MM \$	2014	2015	2016	2017	2018	Ene-Mar 2019
Ingresos totales	214.627	233.238	273.564	283.677	275.005	83.452
Costo de ventas	-168.505	-181.968	-215.457	-223.575	-216.952	-58.607
Margen Bruto	46.122	51.270	58.107	60.101	58.053	21.845
Gastos de administración	-24.066	-26.962	-29.427	-27.753	-28.257	-7.771
Costos financieros	-16.781	-17.614	-16.899	-32.985	-45.132	-6.644
Ganancia (pérdida)	4.946	9.928	-36.565	4.098	-24.402	7.916
EBITDA	53.282	58.615	61.870	62.118	58.469	22.018

Balance General IFRS						
MM \$	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	mar-19
Activos Corrientes	77.716	88.577	94.934	89.223	152.118	147.466
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	20.942	33.018	41.590	30.344	84.410	79.981
Activos No Corrientes	513.398	546.691	479.612	432.963	488.549	487.093
<b>Total Activos</b>	<b>591.114</b>	<b>635.268</b>	<b>574.546</b>	<b>522.187</b>	<b>640.667</b>	<b>634.559</b>
Pasivos Corrientes	115.875	136.918	277.176	124.549	138.087	143.739
Pasivos No Corrientes	323.530	338.247	185.616	323.059	331.561	315.581
Patrimonio total	151.710	160.103	111.754	74.579	171.019	175.240
<b>Patrimonio y Pasivos</b>	<b>591.114</b>	<b>635.268</b>	<b>574.546</b>	<b>522.187</b>	<b>640.667</b>	<b>634.559</b>
Deuda Financiera	226.636	213.634	225.991	345.331	336.424	333.894

- . Ratio muy cerca del Límite.  
Se debió modificar el 1trimestre 2019 para que incumpliera Enjoy las condiciones de los Bonos.
- . Junio reunión con Bonistas para aprobar y se extiende el ratio de Deuda desde 4,5 a 5,5. Exceso de deuda.

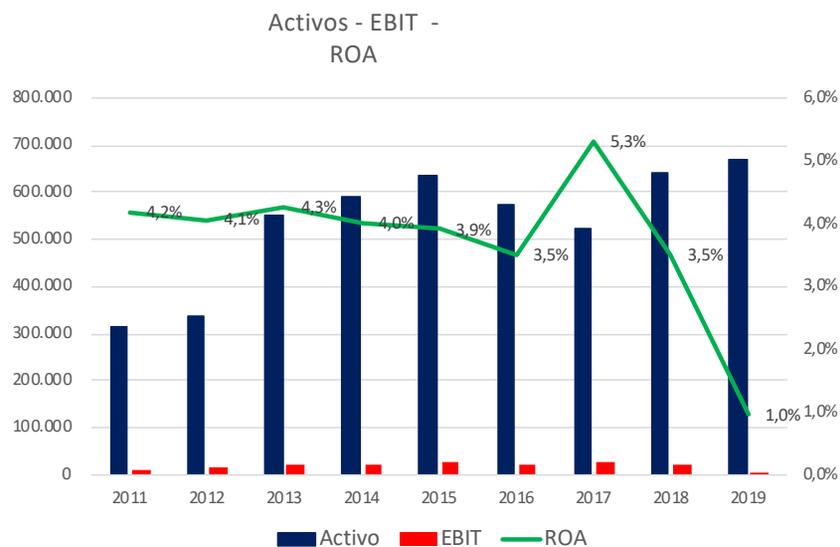
## Leverage – Cobertura de Gastos Financieros

- . EBIT / GF > 2,5 en mercado capitales. **2018 qué pasó??**
- . Deuda Financiera se duplica en 5 años. 2012 – 2017 (Conrad)

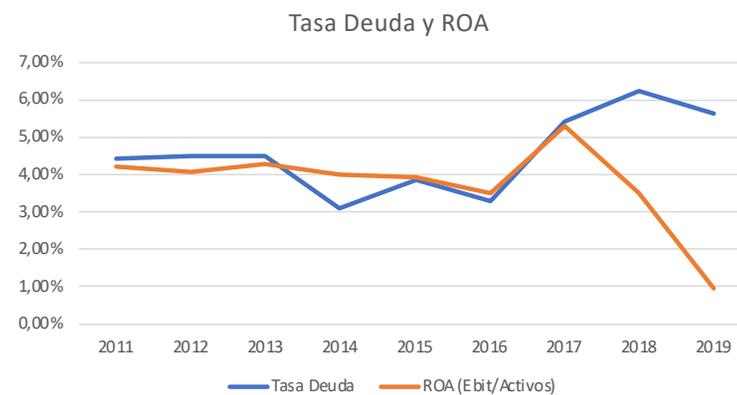
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	13.136	13.719	23.411	23.779	24.860	20.146	27.711	22.478	6.492
Gastos Financieros	10.005	10.605	11.679	12.947	17.054	15.830	25.177	27.943	26.343
EBIT - Gastos Financieros	3.131	3.114	11.731	10.832	7.806	4.316	2.534	(5.466)	(19.851)
EBIT / GF	1,3	1,3	2,0	1,8	1,5	1,3	1,1	0,8	0,2

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda Financiera	187.742	187.404	213.689	226.636	213.634	225.991	345.331	336.424	350.687
EBIT - Gastos Financieros	3.131	3.114	11.731	10.832	7.806	4.316	2.534	(5.466)	(19.851)
Plazo Pago	60	60	18	21	27	52	136	N/A	N/A
Flujo Caja Operacional	(6.416)	31.073	32.066	17.587	27.716	27.356	39.522	42.422	48.230
Plazo Pago	N/A	6	7	13	8	8	9	8	7
EBITDA	32.064	33.555	23.319	53.282	58.615	61.870	62.118	58.469	49.468
Plazo Pago	6	6	9	4	4	4	6	6	7

## Rentabilidad de los Activos – ROA (EBIT/Activos)



- ROA (en verde) < 6%. Costo de la deuda > ROA !!
- Gastos Financieros (%) > Retorno de Activos 2017 - 2019



	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Tasa Deuda</b>	4,40%	4,53%	4,49%	3,11%	3,88%	3,33%	5,43%	6,24%	5,61%
<b>ROA (Ebit/Activos)</b>	4,2%	4,1%	4,3%	4,0%	3,9%	3,5%	5,3%	3,5%	1,0%

## Evolución Tipo de Cambio – Enjoy emite Bonos USD 300 mill en 2017



**Enjoy colocará bono por US\$ 300 millones para ejercer opción por Conrad y ficha a agentes colocadores**

Trascendió que además de los casi US\$ 190 millones que necesita para el recinto en Jraguay, refinanciará pasivos de corto plazo.

Por: Jéssica Esturillo O. | Publicado: Jueves 13 de abril de 2017 a las 04:00 hrs.

**Enjoy coloca bono por unos US\$ 120 millones para prepagar deuda**

La entidad comunicó a la CMF que el bono tiene vencimiento el 1 de octubre de 2028 y su pago se hará en un único cupón a una tasa de 3,9%.

Por: Felioe Brion | Publicado: Miércoles 21 de noviembre de 2018 a las 16:07 hrs.

## RESUMEN - ENJOY



### **Reorganización, POR QUÉ?**

- . Rentabilidad Activos < Costo de la Deuda.
- . Malas Rotaciones de Activos por compras de Uruguay, San Antonio, Chiloé.
- . Gastos Financieros > EBIT. Pérdidas Operacionales.
- . Deuda en USD y con tipo de cambio en alza desde 2017. Exposición Cambiaria.
- . Exceso de Deuda. Leverage trepó a 6:1.
- . Junta de Tenedores del Bonos 2019 para expandir covenants, sino aceleración.
- . Flujos Operacionales del negocio escasos.
- . Desplome bursátil (2019) de la acción en 72%.

### ¿ Circulares ?

- . SBIF fija parámetros o índices a los bancos (licencia).
- . Sirve entregar los EEFF a SCJ ?
- . Hubo análisis financiero en SCJ del Mercado y de cada Casino ?
- . Cuándo leverage sube a 6/1, qué hace la SCJ con esa cifra ?
- . Los Bonos tienen sus covenants. ¿ La SCJ tiene sus covenants a los licenciados?
- . Desplome bursátil (2019) y Caídas de la Utilidad Operacional : Qué hace SCJ?
- . ¿Qué rol juega la SCJ en la Reorganización? ¿ Cualquiera puede comprar Enjoy?