

# EL MERCURIO *Inversiones*



**Tamara Flores**

Colaboradora El Mercurio Inversiones

Miércoles, 19 de agosto de 2020 | 20:42

## Las dudas que Enjoy debe despejar tras alejarse de la quiebra

Si bien la reorganización de los pasivos le da un respiro a la operadora de casinos, aún quedan tres interrogantes clave para su operación futura.

Los datos se cargaron a favor de Enjoy el pasado viernes, cuando la junta de acreedores decidió aprobar el plan de reorganización financiera presentado por la firma.

Se trata de un hito en la historia de la compañía, pues con esa decisión se jugaba su continuidad operacional y, en definitiva, su viabilidad. No obstante, aún quedan pasos por concretar y dudas por resolver, más allá de los puntos del acuerdo. "La empresa tiene dilemas que en el futuro próximo son complejos y que afectan sus estados financieros", dice Francisco Leiva, ex superintendente de Casinos de Juego.

A juicio de la exautoridad y otros observadores de la industria, hay tres puntos clave a los que Enjoy deberá hacer frente. **Por un lado, el tiempo en contra para ejecutar las licitaciones que comprometieron** en la adjudicación de 2018, en sus casinos de Coquimbo, Viña del Mar, Pucón y Puerto Varas.

"Por ley tienen un plazo de dos años y la Superintendencia, por razones fundadas, puede prorrogarla en un año más. Esas prórrogas ya se dieron", dice la ex autoridad. Con ello, el casino de Viña del Mar debiera estar en régimen en septiembre de este 2020 y Pucón y Puerto Varas en junio del próximo año (2021). "Efectivamente yo creo que ahí tienen un problema serio. Esto, porque la compañía espera una prórroga adicional, lo que es un supuesto

complejo porque requiere modificación de ley o del reglamento que permite a la superintendencia otorgar prórrogas autorizadas".

**Un segundo punto son "las ofertas temerarias"** que, según Leiva, realizó la compañía por los casinos municipales de Coquimbo, Viña y Pucón. "No son sostenibles en el tiempo", dice. De hecho, los altos postores de Enjoy por esos casinos generó controversia en su momento entre sus competidores.

Además de esa alta inversión, en su presentación a inversionistas del 3 de agosto, Enjoy reconoció un efecto negativo sobre el Ebitda de \$25.000 millones para 2023, "producto de los nuevos impuestos en Coquimbo, Viña y Pucón", dice el documento.

"Estamos hablando de casinos que ya están consolidados", agrega Leiva. "Se podría pensar que esa oferta económica se hace porque el casino todavía está en fase de crecimiento y por eso va a aumentar significativamente los ingresos, pero Coquimbo y Viña ya tienen ingresos relativamente estables y también sus costos, por lo tanto, por ahí tienen una segunda mochila financiera muy importante".

**El tercer punto clave tiene que ver con el nuevo proceso de licitación en curso**, que se inició el 28 de julio pasado. "De acuerdo a la ley, no puede concursar ninguna sociedad operadora que esté en estado de insolvencia", explica el ex superintendente del ramo. Esto se traduce en que, en la práctica "ninguna sociedad cuyo accionista sea Enjoy SA puede participar. Eso significa que Enjoy no podría repostular a mantener su casino de Antofagasta y tampoco podría postular a tener alguno de los permisos que están sujetos a renovación".

El escenario base de Enjoy contempla tanto la postergación de al menos 12 meses de las licencias municipales y del nuevo proceso de licitación, así como la venta y arriendo de Antofagasta en 2021.

## **MAS VOLATILIDAD EN LA ACCIÓN**

Tras el acuerdo alcanzado con los acreedores el viernes, la acción de Enjoy reflejó positivamente dicha decisión el lunes, saltando un 12,88%. El martes, el papel bajó -2,81%.

"Creemos que la acción debería seguir mostrando la volatilidad que hemos visto durante los últimos meses, influenciada por lo que vaya saliendo en las juntas que aún faltan", indica Sébastien Fresard, analista de renta variable de MBI Inversiones.

Cabe recordar que este jueves 20 de agosto vence el plazo para que la compañía recaude

recursos frescos entre sus acreedores por \$50.000 millones. El piso mínimo es de \$25.000 millones, que de no lograrse obligarían a la firma a declarar la liquidación (quiebra) voluntaria. Si el monto supera esa cifra pero no logra el máximo, se declara la operación exitosa, salvo que 4 de los 5 miembros de la Comisión de Acreedores estime lo contrario.

Por otro lado, agrega Fresard, lo que ocurra con los tenedores de bonos que reciben acciones podría influir en el precio de la acción. "Si ellos deciden vender, se va a generar una importante presión vendedora, sin embargo, esa eventual venta dependerá de cómo ellos evalúen las perspectivas de la empresa a futuro".

En cuanto a conveniencia de las las opciones de conversión para los acreedores valistas, con precios de canje, dependiendo del compromiso de financiamiento, de \$3,75, \$5 y \$15 (hoy transa a \$5,82), Fresard agrega que "la situación a la que se vio expuesta la compañía hizo que cada uno de los actores involucrados tuviera que sacrificar parte de sus intereses, el escenario fue bastante complejo, y ésta es una de las medidas a las que se tuvo que recurrir para volver a poner a flote a la empresa, sin que haya grandes ganadores en el acuerdo".

Fresard agrega que "la gran diferencia de precio entre uno y otro, se da porque quieren que exista el incentivo para participar de este financiamiento. Si el acreedor valista no participa de éste, será difícil recuperar su inversión, mientras que si lo hace, las probabilidades de recuperar aumentan bastante".

Sobre este punto, José Olivares, PhD en Finanzas y académico de la FEN U. de Chile, opina que "en toda reorganización hay transferencia de riquezas. Aquí los valistas perdieron. Convertir a \$15 la acción es una locura, cuando vale \$5 en el mercado".

Olivares es tajante y dice que no cree en el plan de reorganización de Enjoy. A su juicio, el foco en rentabilidad de activos actuales y generación de caja al que aspira la firma "no ocurrió antes y la pregunta es por qué tendría que ocurrir hoy o mañana, cuando hay elementos mucho más adversos que antes".

Dice que la firma ha reconocido públicamente que los casinos de San Antonio, Rinconada y Chiloé tienen un deterioro -que alcanzó los \$8.273 millones, reflejados en los resultados del primer trimestre- "que significa que los flujos que recibes no tienen relación con el valor que pagaste".

Por eso, la crítica de Olivares apunta a la rentabilidad de los activos, "por cuanto la experiencia de 2018 y 2019 reconoció deterioro en los casinos, sin pandemia. Y vienen las preguntas de

por qué la situación debiera cambiar si son los mismos operadores y los mismos activos". Desde su punto de vista, como está estructurado actualmente el acuerdo de reorganización, no es sustentable.

Otro foco de dudas que plantea el académico de la FEN es el conocimiento en el sector de quienes llegarán a tomar el control, una vez que se materialice la dilución de Advent y la familia Martínez al 10% y Euroamérica y Penta alcancen, en conjunto, el 40% de la firma. "Cabe preguntarse cuál es la experiencia que tienen en el segmento de casinos de juego", cuestiona Olivares.

Desde su perspectiva, considera que el futuro de Enjoy "no será muy distinto a lo que pasó con La Polar, que nunca levantó", por lo que no recomienda pensar en la firma como una posibilidad de inversión. "Lo peor que podría hacer alguien es entrar en la acción", señala.