



Jueves, 6 de abril de 2023 | 19:30

Las últimas fichas de Enjoy

La fusión con Dreams, el "salvavidas" financiero que le queda a la empresa, podría verse frustrado por las acusaciones de colusión que pesan sobre la ella.

Marcos Barrientos Dörner

Periodista de El Mercurio Inversiones

Financieramente hablando, a Enjoy ya le quedaban pocas fichas cuando los ejecutivos de la operadora de casinos y hoteles hicieron un *all in* impulsando su fusión con Dreams. El compromiso se plasmó a comienzos de 2022, en momentos en que las secuelas de la pandemia seguían siendo patentes en la industria de juegos. La operación anunciada, en ese contexto, abría el potencial de que ambos actores se quedaran con cerca del 75% de los ingresos del negocio en el país.

Y la empresa ya estaba contra el tiempo cuando estalló el **reciente y bullado caso de posible colusión** – que la firma niega–, y que deja a la decisiva operación en el precipicio. “Sólo se encuentran pendientes las autorizaciones regulatorias, por lo que el plazo para materializar la fusión vence el 13 de julio de 2023”, señaló Enjoy a comienzos de año a sus inversionistas. Las empresas “se encuentran activamente intercambiando información con la Fiscalía Nacional Económica para alcanzar un entendimiento de las medidas de mitigación que requeriría la fusión”, agregó la compañía en esa oportunidad.

Sin embargo, el pasado viernes, una investigación de Diario Financiero reveló que altos mandos de la industria de casinos se habrían coordinado de cara a las licitaciones de establecimientos de juego, y que para ello habrían contado con un grupo de WhatsApp. Uno que la firma asegura “corresponde a un grupo de discusión de materias gremiales”.

El 3 de febrero de 2022 se presentó ante la Fiscalía Nacional Económica (FNE) una denuncia anónima en contra de Marina del Sol, Dreams y Enjoy, **lo que derivó en una investigación por presunta colusión que tiene el potencial de remover por completo el tablero de la fusión.** "Ahora que surgió la arista de colusión el asunto se complica, porque ya no se trata de la Ley de protección a la libre competencia, sino que de prácticas de competencia desleal (colusión). O sea, no solo debe pronunciarse la FNE por la concentración de mercado, sino que hay acciones específicas previstas en la Ley de competencia desleal", dice Jaime Alcalde, abogado y profesor de derecho privado de la UC. "También es posible que las dos

sociedades involucradas simplemente no perseveren en la operación y dejen pasar el plazo, considerando esta nueva arista".

"Si son hallados culpables de colusión, se hace muy difícil que se lleve a cabo la fusión, ante lo cual las acciones de Enjoy perderán aún más su valor", dice Rodolfo Friz, director en Propela Inversiones. "Es una acción en la que no invertiría: la empresa podría perder gran parte del valor adquirido (o lo que le falta por perder). Es una inversión altamente especulativa en la que los riesgos son asimétricos", señala.

El posible caso de colusión por las licitaciones de casinos en el que se involucra a Enjoy podría terminar con una operación que, tras los masivos cierres de casinos asociados a la pandemia, prometía darle necesario oxígeno a esta compañía. El año pasado, la firma perdió -\$57.444 millones (tras registrar números rojos por -\$76.345 millones en 2021) y su holgura crediticia es abiertamente acotada.

"Enjoy tiene clasificación internacional de CCC+ y este rango de *rating* considera que el margen para desviaciones es mínimo, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses", dice Rodolfo Schmauk, director de corporaciones en Fitch Ratings. Dicha nota, a pocos pasos de la calificación "D" (*default*), da cuenta de un nivel muy alto de riesgo de impago en relación con otros emisores u obligaciones, según la definición de la propia firma. "En el caso de Enjoy, refleja una estructura de capital y flexibilidad financiera débiles, combinada con la volatilidad del flujo de caja operacional debido a la naturaleza discrecional de su negocio", dice Schmauk.

POSIBLE BÚSQUEDA DE CAPITAL

De no fructificar la fusión con Dreams, Enjoy se vería obligada a impulsar un aumento de capital o apelar a otra fórmula para allegar recursos de forma urgente, dicen en el mercado.

"Si no ocurre la fusión, Enjoy arriesga a tener que realizar un aumento de capital que podría ser cercano a US\$ 50 millones", dice Luis Flores, gerente general en STF Capital Corredores de Bolsa.

No sería la única consecuencia. "Si no se concreta la fusión, la acción podría caer a niveles de 0,25 veces el ratio bolsa libro (versus los actuales 0,51 veces), en un contexto en que el escenario macroeconómico no acompaña una recuperación sostenida en el Ebitda", dice Cristián Araya, gerente de estrategia en Sartor AGF. "La alternativa sería buscar la venta de la compañía".

La acción ha caído -4% desde que se divulgó la supuesta coordinación en la licitación con otros operadores de casinos. Pero el papel ha corregido -41% desde el 17 de febrero, en medio de las trabas que ha visto la negociación con las autoridades de libre competencia respecto a la fusión con Dreams.

Apuesta de riesgo

Evolución del precio de las acciones de Enjoy y del índice bursátil IPSA,
desde 2022

De comprobarse que la empresa atentó en contra de los principios de libre competencia, la fusión podría hundirse de distintas maneras, creen expertos. "Las prácticas de competencia desleal están reguladas en el Decreto Ley 211. Ahí también se señala que las operaciones de concentración (como una fusión) no pueden llevarse a cabo mientras no haya sentencia firme respecto del procedimiento correspondiente", dice Jaime Alcalde, abogado de la U. Católica. "Esto significa que, si la investigación sigue por el lado de la colusión, la operación tampoco puede concretarse mientras el asunto no esté resuelto. **Hay, entonces varias vías que llevan a pensar de que la fusión no seguirá adelante: 1) por la investigación de la FNE, 2) por una eventual acción por competencia desleal y 3) por propia decisión de las sociedades, por una cuestión de imagen ante el mercado**", afirma.

En cuanto a la fusión, "es necesario recordar que ya en junio del 2022 la Fiscalía Nacional Económica ejerció una atribución especial que le permite una segunda fase de revisión, ampliando inclusive el plazo legal al respecto", dice Carlos Fernández Villablanca, abogado corporativo de la U. Católica. "En esta oportunidad, la apertura de una arista penal puede llevar a la suspensión del procedimiento de fusión a efectos de que se determine el impacto que los posibles delitos puede haber tenido en el contexto de esta operación de concentración. También es una opción que esta situación lleve al regulador a acelerar la tramitación y avanzar de lleno hacia un escenario que no recomiende la fusión", indica Fernández. A su juicio, "las directrices debería conducir las la Fiscalía Nacional Económica (...) sin perjuicio de que posteriormente el Tribunal de Defensa de la Libre Competencia pueda pronunciarse sobre este asunto a propósito del proceso de fusión, o bien derechamente a través de un proceso especial".

JUEGO LIMITADO

Esto ocurre en un momento complejo para la compañía. En su reporte de resultados del cuarto trimestre, Enjoy informó que "la razón de liquidez registrada al 31 de diciembre de 2022 fue de 0,41 veces, siendo inferior a la registrada al 31 de diciembre de 2021 (0,71 veces), impactado principalmente por el pago efectuado de las ofertas económicas de los casinos de Viña del Mar y Coquimbo por el año 2022, y el devengamiento de las ofertas económicas por pagar de corto plazo de los casinos de Coquimbo, Pucón y Viña del Mar". En términos teóricos, lo deseable es que la razón de liquidez supere la cifra de 1, lo que quiere decir que el negocio tiene buena margen para absorber las deudas.

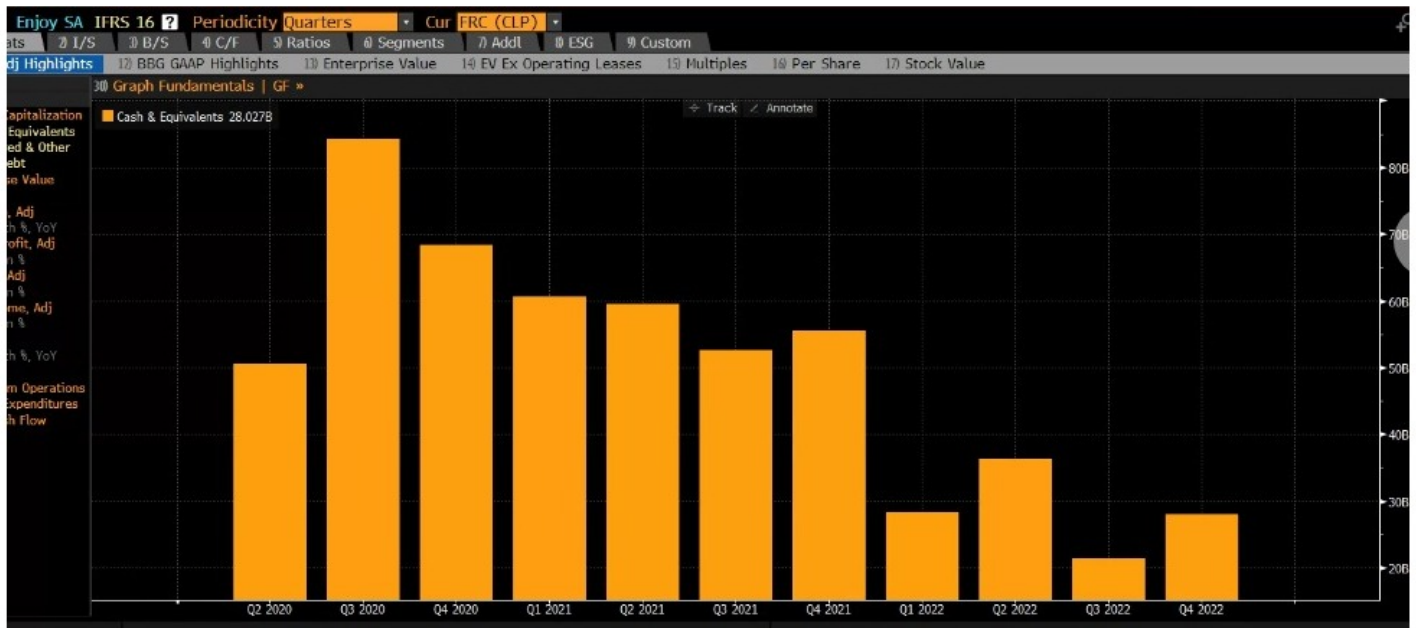
"Enjoy pagó muy caro por las licencias de casinos respecto al escenario pospandemia", dice Luis Flores, de STF Capital.

Bajo este cuadro, "la razón de endeudamiento experimentó un aumento al 31 de diciembre de 2022, alcanzando 4,98 veces, superior a las 2,77 veces que registró al 31 de diciembre de 2021", indicó la firma.

Y su caja y equivalentes al efectivo, si bien ha mostrado altibajos, ha disminuido en el último tiempo, pasando desde los \$84.251 millones del tercer trimestre del 2020 a los \$28.027 millones del cuarto trimestre del 2022.

La compañía, con todo, espera que la reactivación del mercado de juegos le permita percibir una mejora gradual de su flujo de caja. Pero, "a pesar de las mejoras recientes en los ingresos producto de que todos los casinos ya están en pleno funcionamiento desde octubre de 2022, las mejoras en la generación de flujo

Caja y equivalentes al efectivo



Fuente: Bloomberg

de caja serán graduales, considerando los costos asociados a las renovaciones de las licencias de operación desde 2021 y hasta 2024”, advierte Schmauk, de Fitch Ratings.

“La liquidez sigue presionada por los elevados requerimientos de capital y los pagos de las ofertas económicas”, dice otra de las grandes agencias internacionales, S&P Ratings, que igualmente tiene una calificación de CCC+ sobre la firma. Advierte que “las necesidades de capital de trabajo interanual para el pago de las ofertas económicas, junto con las altas necesidades de gastos de capital (capex) para las renovaciones de las licencias municipales, podrían presionar la liquidez de Enjoy y la empresa podría necesitar recaudar fondos adicionales para cumplir con sus obligaciones”. Cree, de todos modos, que la firma podría acceder a fuentes de financiamiento en un caso como ese.

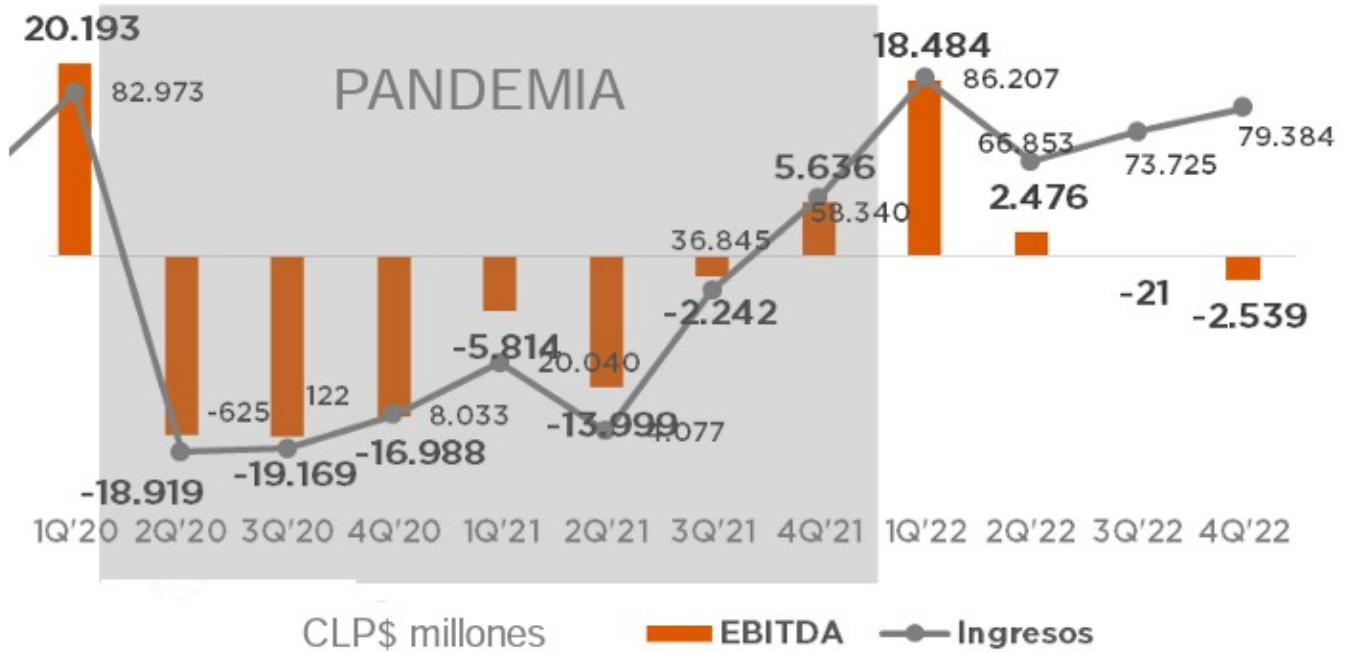
Podrían requerirse cambios en los resultados. El Ebitda, un seguido indicador de ganancias del negocio que resta factores cambiantes como impuestos, depreciaciones y amortizaciones, aún no da muestras de estabilidad. Pese a que en octubre pasado se eliminaron las medidas de confinamiento y limitación de aforos, en el cuarto trimestre del 2022 la compañía anotó un registro negativo de -\$2.539 millones en esta métrica.

Con todo, las clasificadoras de riesgo chilenas lucen menos pesimistas con Enjoy y, en algunos casos, han mejorado su *rating* crediticio.

En su última actualización, Humphreys elevó la clasificación de bonos de la compañía desde “BB+” a “BBB-”, mejorando además la tendencia a “Estable”.

Entre otras razones, la agencia local aludió al “fortalecimiento gradual de los flujos de la compañía, producto de la apertura total de sus operaciones en Chile y Uruguay”. A junio de 2022, “alcanzaba un

Evolución Resultado Consolidado por Trimestre



margen EBITDA de 19,0%, similar a lo exhibido en septiembre de 2019 (anterior a la crisis), cuando presentaba un margen de 20,9%”.

El 6 de febrero pasado, ICR ratificó su *rating* de B+ para Enjoy sustentado, principalmente, “en su actual fortaleza financiera (la que continuamos categorizando en un nivel ‘Bajo’ respecto a su *rating* del negocio), y en nuestra expectativa sobre el *performance* de las operaciones actuales en los próximos 12-18 meses, el que esperamos se mantenga relativamente alineado respecto a su rendimiento actual”.

En este contexto, sería clave que el flujo de caja libre de Enjoy sea más consistente, ya que éste ha reflejado importantes fluctuaciones a nivel trimestral. Por ejemplo, en último cuarto de 2022 fue positivo por \$10.942 millones, pero no así en el tercer trimestre (-\$2.285 millones), una volatilidad que también se ha observado en otros periodos.

“ALL IN” EN LA FUSIÓN

En medio del ruido, y de un creciente y desafiante mercado de apuestas *online*, las últimas fichas de la actual administración de Enjoy podrían estar puestas en la fusión con Dreams acordada a principios del 2022. En la actualidad, la propuesta está en una segunda fase de investigación por parte de la Fiscalía Nacional Económica (FNE), ante los riesgos de que la combinación reduzca sustancialmente la competencia. En principio, la investigación debiera concluir en la primera mitad de este año.

“De configurarse la operación, sería esperable que los beneficios operacionales y financieros sean capturados por Enjoy en desmedro de Dreams”, dicen en ICR Chile.

En Fitch Ratings creen que la transacción “podría dar lugar a una entidad con una estructura de capital más sólida, así como una mayor escala y diversificación geográfica”, asegura Rodolfo Schmauk. “La nueva

Flujo de caja libre



Fuente: Bloomberg

entidad tendría permisos para casi el 60% de los casinos y más del 75% de los ingresos de la industria del juego en Chile”, subraya.

Además, “los márgenes históricamente más altos de las operaciones de Dreams mejorarían la rentabilidad global de la nueva empresa, y podrían obtenerse sinergias en la cadena de suministro y otras áreas”, añade. “Sin embargo, la fusión está ahora supeditada a la desinversión de Rinconada, que podría tardar unos meses en materializarse. Una vez concluida la operación, Fitch evaluará el gobierno corporativo y la gestión financiera de la nueva empresa, así como la aprobación reglamentaria sobre ésta, antes de adoptar una acción de calificación”.

Pero de confirmarse un nuevo caso de colusión en el país, el proceso podría verse frustrado. “Una fusión que dejara a la nueva empresa con casi el 80% de cuota de mercado claramente beneficiaría a Enjoy”, dice Flores, de STF. “Si ese evento no se da, sumado a que sea acusada y comprobado el tema de la colusión, el efecto en el precio de la acción será relevante”.

La última gran carta de Enjoy está en juego. “De no concretarse la fusión, deberíamos ver una recuperación mucho más lenta de la empresa, baja confianza de los inversionistas y un escenario regulatorio, por decirlo suave, adverso”, dice el gerente de inversiones de una conocida gestora local, quien no está autorizado a revelar su nombre. “Veo muy poco probable que se concrete la fusión. En realidad, ya desde antes se veía difícil, ahora es extremadamente improbable”, añade.

Consultada por **El Mercurio Inversiones**, Enjoy no quiso referirse al tema. La semana pasada, y a través de un comunicado, la firma aseguró que ésta no ha “participado de ningún acuerdo colusorio con otros actores de la industria de casinos”.

Los próximos meses serán decisivos. La investigación por colusión “debería ser un factor de análisis en la fusión, e inclusive, podría gatillar que el *due diligence* (entre Enjoy y Dreams) se caiga”, dice Cristián Araya, gerente de estrategia en Sartor AGF.

¿Detectó un error? ¿Quiere comunicarse con el equipo de El Mercurio Inversiones? Contáctenos al correo

inversiones@mercurio.cl

Conozca los Términos y Condiciones de uso del portal www.elmercurio.com/inversiones haciendo clic **aquí**.

Para conocer los términos generales de uso de los sitios de El Mercurio haga clic **aquí**.