



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Clasificación nueva

A n a l i s t a

Gonzalo Neculmán G.

Tel. 56 – 2 – 433 52 00

gonzalo.neculman@humphreys.cl

Enjoy S.A.

Enero 2012

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia	BBB+ En Observación
EEFF base	30 de septiembre 2011

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos Serie A Serie B Serie D Línea de bonos Serie C Serie E	Nº 637 de 17.06.10 Primera emisión Primera emisión Segunda emisión Nº 638 de 17.06.10 Primera emisión Segunda emisión

Características bonos colocados en Chile					
Serie	Moneda	Monto Inscrito (M UF)	Tasa Interés Anual (%)	Valor Nominal Vigente (M UF)	Plazo (Años)
A	UF	3.000	4,00	1.000	5
D	\$	42.630.000	7,00	21.300.000	5
C	UF	3.000	4,75	2.000	14
E	UF	1.000	4,25	1.000	14

EEER IFRS M\$	Sep -11	Sep -10
Ingresos de actividades ordinarias	98.261.596	74.979.276
Costo de ventas	-78.198.904	-64.603.931
Gasto de administracion	-10.291.676	-8.358.563
Costos financieros	-7.143.098	-5.430.746
Ganancia	-633.891	6.920.081

Balance General, IFRS M\$	Sep -11	Dic-10
Activos Corrientes	28.826.879	42.154.003
Activos No Corrientes	286.899.770	264.470.335
Total Activos	315.726.649	306.624.338
Pasivos Corrientes	58.035.761	46.091.985
Pasivos No Corrientes	235.324.222	227.175.830
Patrimonio	80.402.427	79.448.508

Opinión

Fundamento de la clasificación

Enjoy S.A. (en adelante **Enjoy**) es una empresa del rubro de la entretenición, especializada en la administración de casinos y en aquellas actividades subyacentes al negocio central, como hotelería, servicios gastronómicos y eventos. Los comienzos de la sociedad se remontan a 1975, con la adjudicación de la concesión del casino de Viña de Mar (en 1994 abrió en Coquimbo una segunda operación). A la fecha, la compañía posee siete casinos, 835 habitaciones de hotel y más de 45 Restaurantes y bares, cinco centros de convenciones y cuatro *spa*, entre otros servicios. A esto sumará en mayo próximo su octava operación, en la ciudad de Casto, Chiloé.

Según datos a septiembre de 2011, la empresa generó ingresos por unos US\$ 188 millones y un EBITDA cercano a US\$ 46 millones. Sin embargo, considerando las inversiones realizadas durante los últimos períodos, es dable esperar un crecimiento importante en sus ingresos futuros y en su generación de caja. La deuda financiera existente a septiembre del año 2011 alcanzaba los US\$ 356 millones.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de los bonos en “Categoría BBB+”, destacan las características propias del negocio, por su capacidad para generar flujos una vez consolidadas sus unidades operativas. En este sentido, el desarrollo comercial tiene ciertas características de un proyecto de infraestructura, donde se efectúa una fuerte inversión inicial que permite soportar un elevado incremento en el nivel de ingresos con gastos relativamente estables en el periodo de explotación del proyecto.

Dentro de los elementos de la evaluación se consideró que, dado que los casinos de juego son un negocio esencialmente estadístico, existe un alto control de la relación entre ingresos y costos de explotación generados. Paralelamente, la evaluación incorpora la menor exposición de los ingresos de la empresa al funcionamiento de determinados casinos (producto de la presencia en diversas zonas geográficas). Además, es importante señalar que si bien el nivel de ingresos de la sociedad se sustenta básicamente en el juego, el modelo de negocio de **Enjoy** incorpora una oferta de entretenición amplia.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el comportamiento de la demanda, tanto por el ritmo de crecimiento experimentado en el pasado como por las expectativas de incremento a futuro. También se reconoce la capacidad de **Enjoy** para captar la mayor demanda que se debiera generar, dado su fuerte *know how* en el contexto local y la amplitud del servicio ofrecido. Se valora, asimismo, que la ley que regula el funcionamiento de los casinos limita la competencia al exigir una distancia mínima de 70 kilómetros para los establecimientos del rubro. Además, se incorpora las favorables proyecciones de crecimiento del Casino Rinconada.

Por otro lado, la clasificación incorpora el hecho que la industria del juego en Chile ha presentado buenos niveles de crecimiento, generando cada vez una mayor demanda por la asistencia a casinos, lo que en el caso particular de **Enjoy** se ve reforzado por la extensa trayectoria del grupo controlador en la industria de entretenimiento.

Desde otra perspectiva, el principal factor que reduce la clasificación de los títulos de deuda dice relación con el hecho de que parte importante de los flujos actuales del emisor podrían variar significativamente en 2015, fecha en la que cesan tres de las licencias de operación vigentes. Así, aun reconociendo la viabilidad de la empresa en el largo plazo, es relevante el hecho de que existe una incertidumbre en relación con la holgura de los excedentes netos que la empresa pueda generar en el largo plazo, los cuales, en definitiva, determinan el valor económico de la empresa y representan los niveles de protección que influyen en la mayor o menor capacidad de pago de la compañía. Con todo, es importante señalar que la empresa a la fecha ha estructurado el pago de su deuda financiera de tal forma de disminuir los riesgos producto de un cese de las operaciones antes señaladas; es así como desde el año 2016, la amortización a pagar de su deuda financiera se reduce significativamente (pagos no superiores a los \$ 15.600 millones anuales incluyendo intereses).

Otro elemento que restringe la clasificación es el elevado endeudamiento¹ de la compañía, evidente en su relación “deuda financiera neta EBITDA” de 6,6 veces –medida como año móvil a septiembre de 2011-, a lo cual se suma la existencia de vencimientos de pasivos para los próximos años (2013 y 2014) que superan la generación de caja que actualmente exhibe el emisor y, por lo tanto, llevan a la necesidad de que se cumplan las proyecciones de la empresa en cuanto al crecimiento de sus ingresos, aumentando el riesgo de la entidad ante cualquier evento que afecte el normal desarrollo de sus casinos, en especial el de “Enjoy Santiago”. Con todo, se estima que si fuere necesario la empresa tendría acceso a refinanciamiento de pasivos.

Adicionalmente, el proceso de evaluación también ponderó que la Región Metropolitana (o parte importante de ella), fuente de la principal demanda para el casino “Enjoy Santiago”, es susceptible de una competencia comparativamente más intensa (Monticello). Independiente del tamaño del mercado en relación con la oferta (sin comparación en otros puntos del país) y de la distancia entre las diferentes zonas de Santiago y los centros de juegos, atraer a los consumidores puede llevar a un incremento de costos y, por ende, a una generación de flujos inferior a lo que se ha estimado. Asimismo, no se debe descartar que la nueva concesión que podría eventualmente hacerse cargo de Viña del Mar destine más esfuerzos comerciales para captar parte de esta demanda. Si bien todo ello no implicaría la inviabilidad de “Enjoy Santiago”, sus efectos sobre los excedentes de **Enjoy** podrían no ser despreciables, considerando lo relevante de este casino.

En síntesis, a juicio de **Humphreys** (incluso bajo supuestos conservadores que incluyen el crecimiento proyectado en los niveles de ingreso de la compañía), los excedentes operacionales de **Enjoy** serían suficientes para dar cumplimiento a sus obligaciones financieras o, en su defecto, para refinanciarlas si fuere necesario.

La tendencia “*En Observación*” de la categoría de riesgo se otorga principalmente por el eventual incumplimiento por parte de la empresa a un *covenant* asociado al contrato de emisión de bonos, el cual con los estados financieros a diciembre de 2011 aparecería por sobre el máximo exigido, sin perjuicio que la administración de la empresa estime que dado los plazos establecidos en el mismo contrato, en la práctica, no se produciría un evento de aceleración de la deuda. Además de lo anterior, la clasificadora tendrá que monitorear en los hechos, y no sólo a través de proyecciones, la capacidad del emisor de generar flujos, en particular en “Enjoy Santiago”.

A futuro, la clasificación podría ser revisada en la medida que el eventual incumplimiento de *covenants*, de ocurrir, se resuelva de forma a lo menos equivalente a las prácticas que se pueden observar en el mercado de valores y que las proyecciones de EBITDA del emisor para los próximos doce a 24 meses oscile entre los \$40.000 millones y \$ 48.000 millones. Variaciones muy significativas del EBITDA en relación con las cifras señaladas podrían llevar, según corresponda, a una disminución o un aumento en la categoría de riesgo asignada, bajo el supuesto que un eventual incumplimiento de los indicadores exigidos por el contrato de bonos sea adecuadamente solucionado.

Definición de categoría de riesgo

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.

El signo “+” corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Resultados a septiembre de 2011

De acuerdo con la última información disponible -a septiembre de 2011-, la empresa generó ingresos de actividades ordinarias por \$ 98.261 millones; lo que, en relación a los resultados a la misma fecha del año anterior, representa un incremento de 31%. En el mismo período los costos de ventas alcanzaron un monto de \$ 78.198 millones, mientras que a septiembre de 2010 éstos fueron de \$ 64.603 millones, lo que implica un aumento de 21%.

Durante los primeros nueve meses de 2011 el gasto de administración sumó \$ 10.291 millones, mostrando un aumento de 23% respecto al mismo periodo de 2010. Por su parte, la ganancia bruta ascendió a \$ 20.062 millones, representando un aumento real de 93% respecto de septiembre del ejercicio anterior. Con todo, a septiembre de 2011 la empresa anotó una pérdida de \$ 633 millones, lo que se compara negativamente con las ganancias alcanzadas a septiembre de 2010, de \$ 6.920 millones las cuales se generaron principalmente por otras ganancias extraordinarias resultantes de la adquisición de Casino Rinconada.

A septiembre del año 2011, la sociedad tenía activos por \$ 315.726 millones, con un total de deuda financiera de \$ 186.103 millones (incluyendo *leasing*) y un nivel de patrimonio de \$ 80.402 millones.

Antecedentes generales

Descripción del negocio

Enjoy S.A. es una sociedad cuyos orígenes se remontan a 1975, con la adjudicación del casino de Viña del Mar. Con el transcurso de los años, la empresa se transformó en el principal operador del rubro en Chile, con una oferta integral que incluye siete casinos, 835 habitaciones de hotel y más de 45 restaurantes y bares, cinco centros de convenciones y cuatro *spa*, entre otros servicios. A esto sumará en mayo próximo su octava operación, en la ciudad de Castro, Chiloé.

Actualmente, la sociedad cuenta con más de 220.000 metros cuadrados para el desarrollo de sus actividades, con presencia en las ciudades de Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar y Pucón, Colchagua, Rinconada de Los Andes (en las cercanías de Santiago y Mendoza (Argentina)). A lo que se sumará en mayo 2012 Castro, Chiloé.

A continuación se presenta la infraestructura operativa de la empresa a noviembre del año 2011:

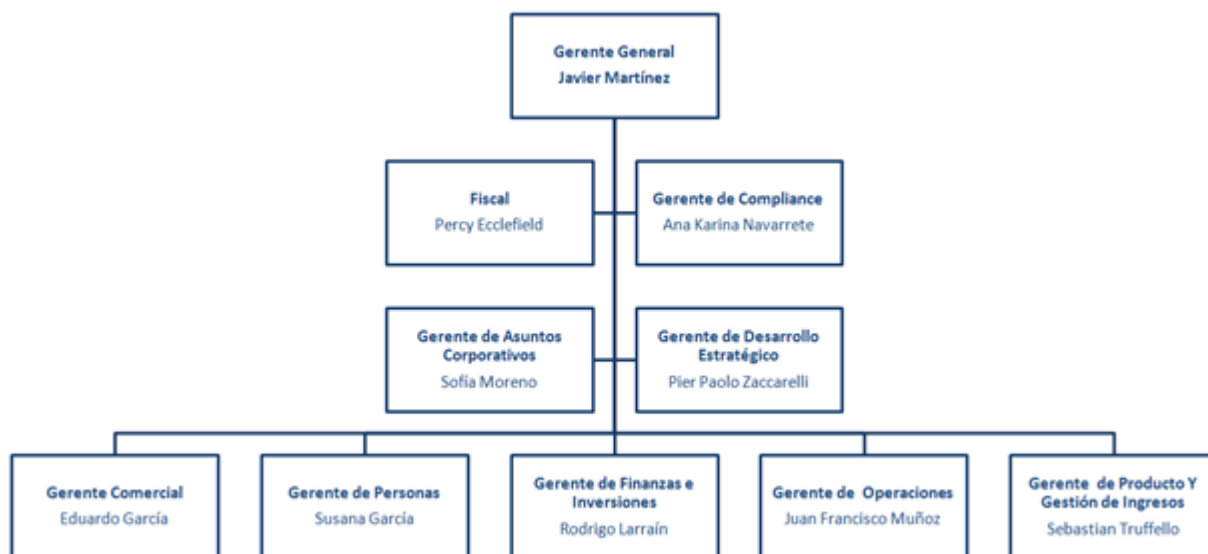
Unidad	TOTAL
Máquinas de Azar	5.576
Mesas de Juego	269
Posiciones de Bingo	929
Habitaciones	714
Departamentos	121

Propiedad y administración

La propiedad de la sociedad es controlada por la familia Martínez Seguí, fundadora de la empresa. **Enjoy** se listó en bolsa el año 2009. A continuación se presenta la distribución accionaria de la compañía:

Nombre	% de Propiedad
Inv. E Inmobiliaria Almonacid Ltda.	53,61%
Inv. Cumbres S.A.	12,89%
Fondo de inversión Larraín Vial Beagle	5,32%
Compass Small Cap Chile F. I.	4,63%
Zaccarelli Dasce Pierpaolo	3,55%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	2,51%
Siglo XXI fondo de Inversión	2,36%
Larraín Vual S.A. Corredora de Bolsa	2,07%
IM trust S.A. Corredora de Bolsa	1,25%
Celfin Small Cap Chile F.I.	1,01%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	0,96%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	0,88%

La sociedad es administrada por el señor Javier Martínez Seguí, parte de la familia controladora. En el siguiente organigrama se presenta la estructura administrativa de **Enjoy**:



Industria

Como resultado de la promulgación de la Ley N° 19.995 de 2005, la industria de casinos en Chile experimentó un significativo crecimiento, lo que hasta la fecha se ha traducido en niveles de inversión superior a los US\$ 1.000 millones. En paralelo a las siete concesiones municipales de casinos se agregan dieciocho establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

En el cuadro siguiente se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

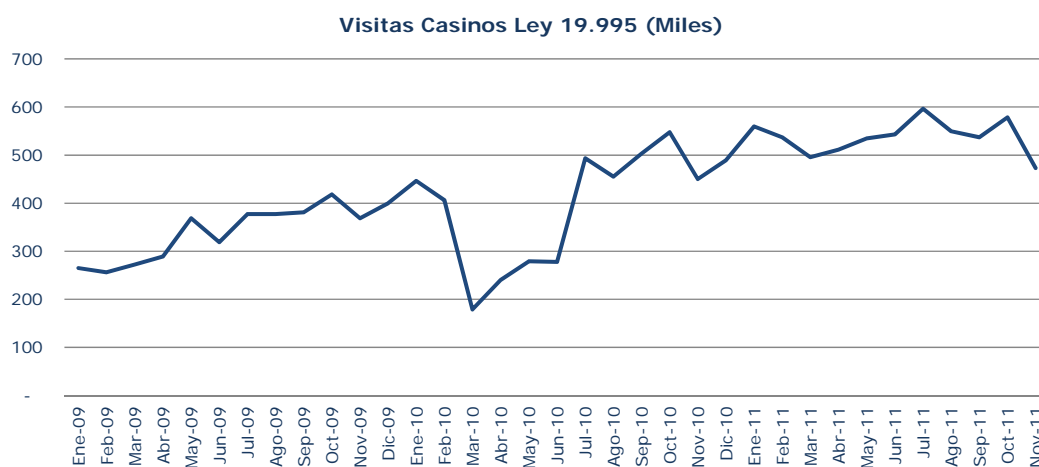
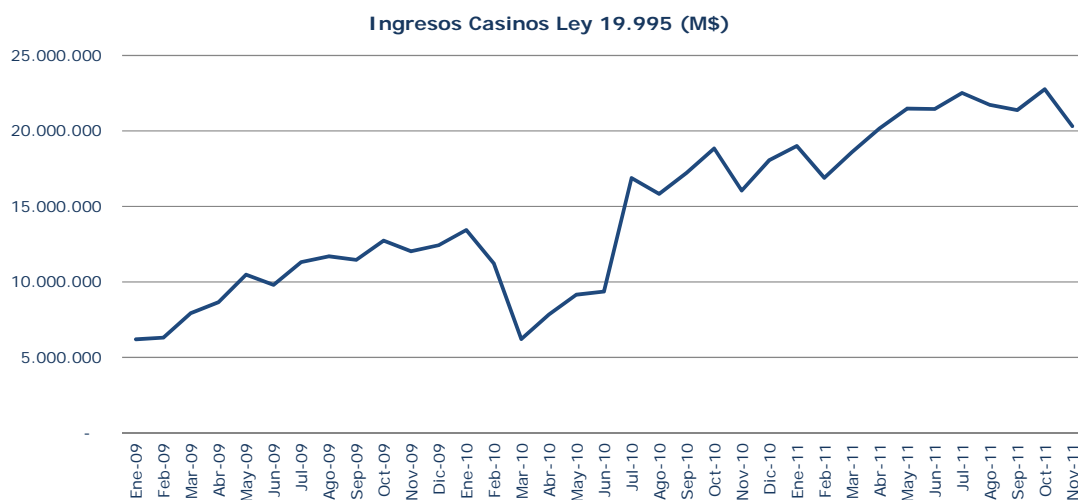
Municipales		
Arica	Viña del Mar*	Puerto Natales
Iquique	Pucon*	
Coquimbo*	Puerto Varas	

Ley 19.995			
Antofagasta*	Mostazal	Los Ángeles	Coyhaique
Calama	Santa Cruz*	Temuco	Ovalle
Copiapo	Talca	Valdivia	Castro*
Rinconada*	Chillán	Osorno	
San Antonio	Talcahuano	Punta Arenas	

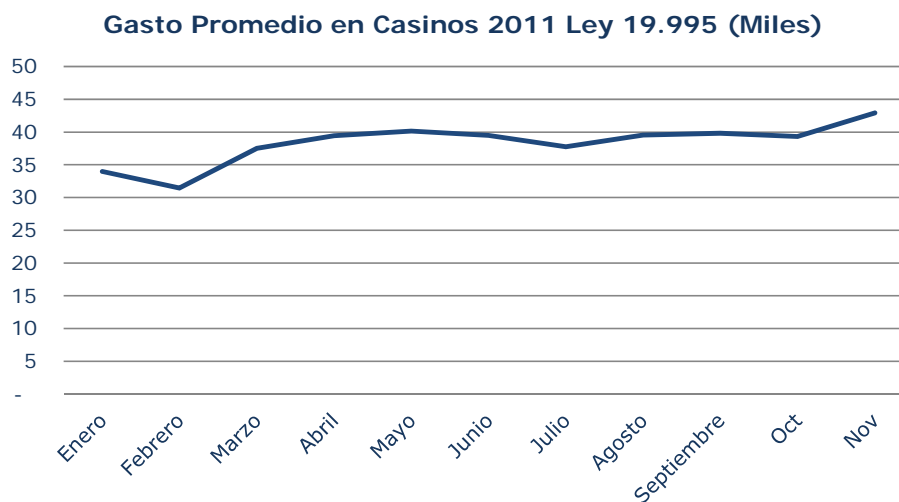
***Propiedad de Enjoy**

La constitución de nuevos casinos –aumento de la oferta- ha incidido en un crecimiento en los gastos de la población en este tipo de consumo. Según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a noviembre de 2011, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a US\$ 433 millones aproximadamente.

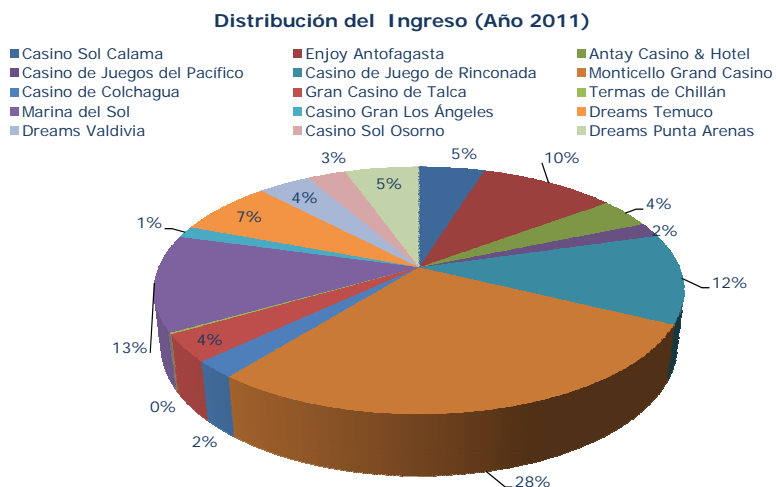
También se puede observar un incremento de la concurrencia de consumidores,. En 2009 se registraron 4.092.649 visitas, mientras que a noviembre de 2011 ya se acumulaban un total de 5.916.921. La tendencia creciente, tanto en el número de visitas como de ingresos bruto, se ve interrumpida el mes de marzo de 2010, situación que se explica por el cese temporal de operaciones de algunos casino por efecto del terremoto del 27 de febrero de dicho año.



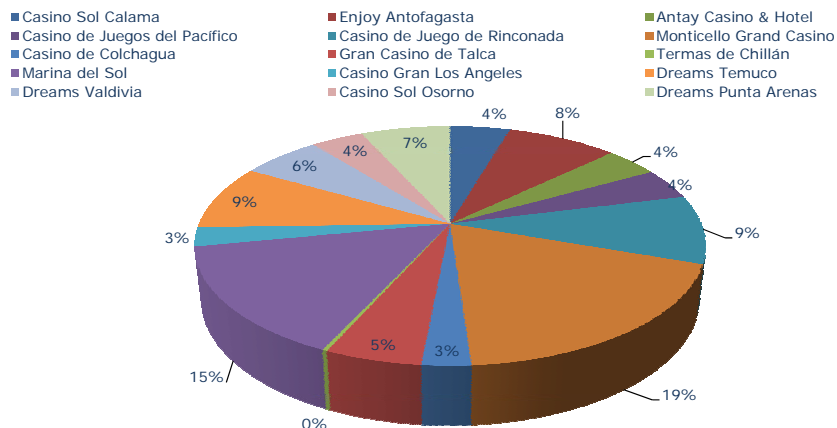
En cuanto al gasto promedio por visita, se observa una tendencia al alza durante 2011, pasando de un gasto cercano a \$ 34.000 en enero a casi \$ 43.000 en noviembre del mismo año (crecimiento de 26%).



Adicionalmente, los gráficos que siguen muestran la participación de los casinos amparados bajo la Ley 19.995 en los ingresos generados durante 2011 y los visitantes registrados en el mismo período.



Distribución del número de Visitas (Año 2011)

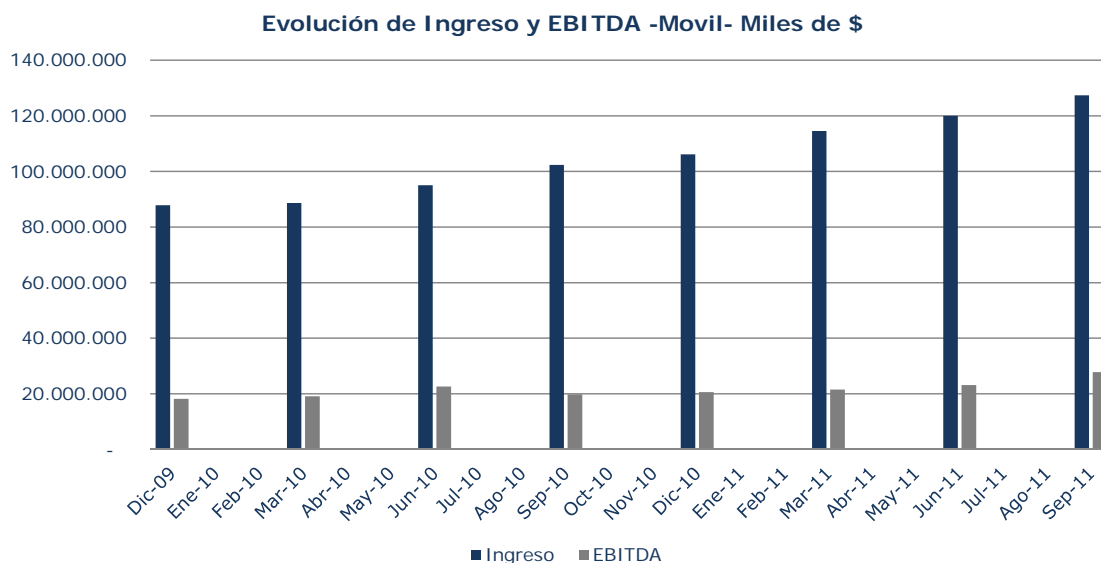


Análisis financiero

Evolución ingresos

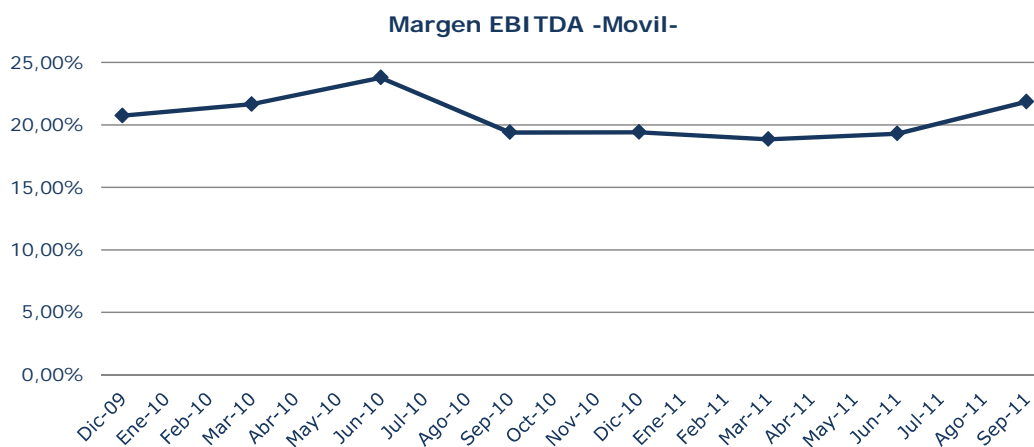
Durante los últimos tres años se puede observar un aumento sostenido en el nivel de ingresos de la compañía; no obstante, a raíz del plan de inversión de la compañía, el EBITDA ha estado relativamente estancado, lo que ha significado una caída de la relación EBITDA sobre ingreso, situación que comenzó a revertirse durante 2011.

Efectivamente, durante los últimos tres años **Enjoy** ha realizado cuantiosas inversiones que han implicado un incremento importante de su capacidad instalada y por ende en los gastos asociados al mantenimiento de dicha capacidad. Además, se debe considerar que durante la ejecución de obras suele incurrirse en gastos de puesta en marcha que no necesariamente son "activables" y que tienen el carácter de no recurrentes.



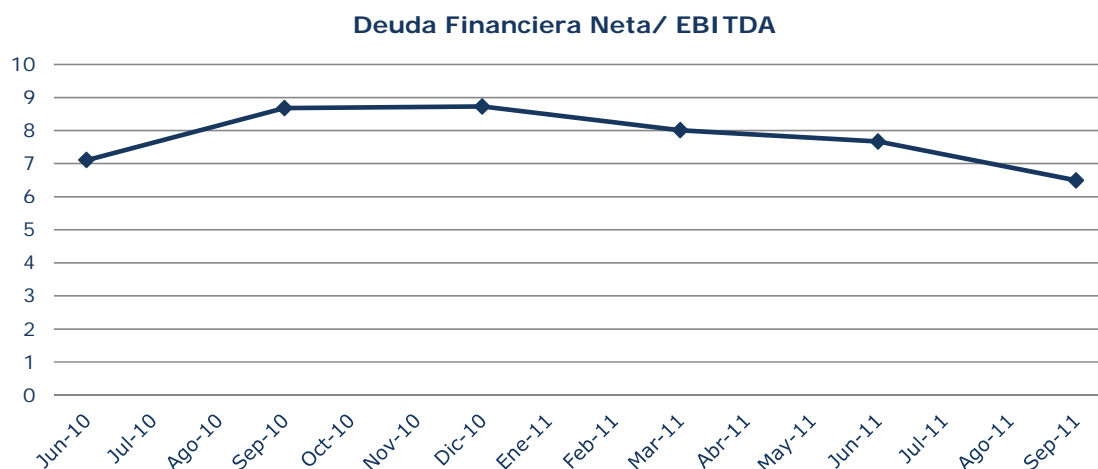
Asimismo, considerando que el Casino Rinconada aún no lleva un año completo de operación (al 100%), es esperable –dada la importancia de una unidad de negocio que estará orientada principalmente a la Región Metropolitana)- que los ingresos experimenten un crecimiento significativo y que suceda lo mismo con el EBITDA.

Actualmente el EBITDA sobre ingreso se sitúa cerca del 22%, pero en el futuro este porcentaje (según la información entregada por el emisor) debiera tender hacia el 30%.



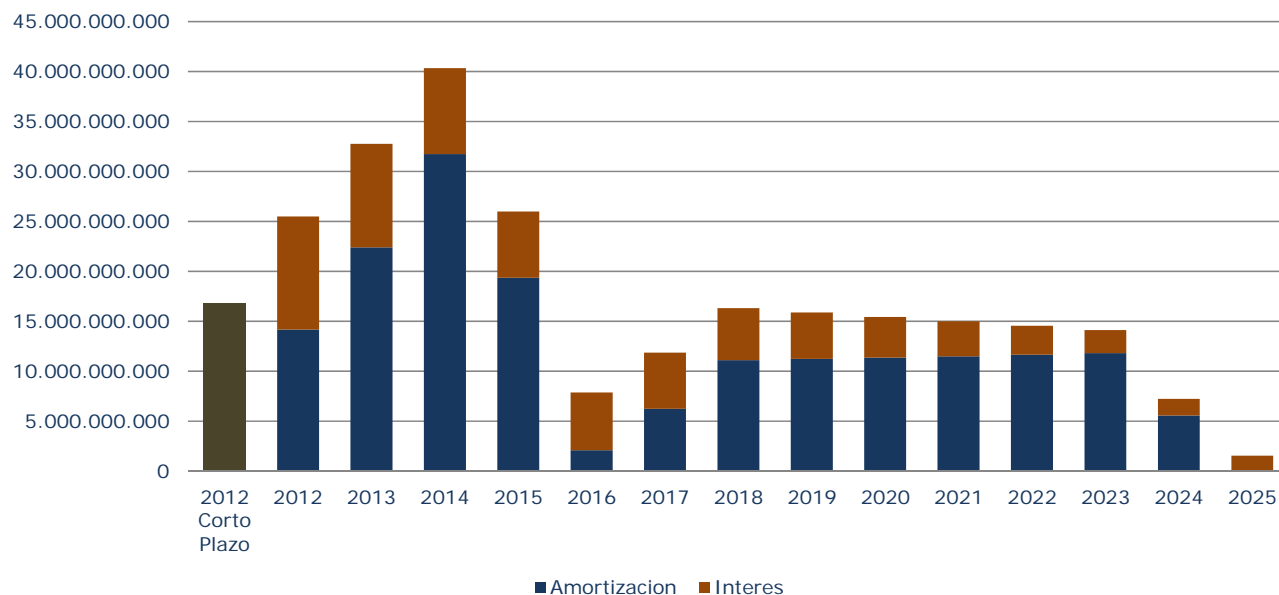
Endeudamiento

Producto del plan de inversión de la compañía antes mencionado, **Enjoy** experimentó un fuerte incremento en su nivel de endeudamiento, tanto a través de préstamos bancarios como de operaciones de *leasing*. Sin embargo, puesto que los principales proyectos de 2011 fueron finalizados, el nivel de deuda ha ido disminuyendo.



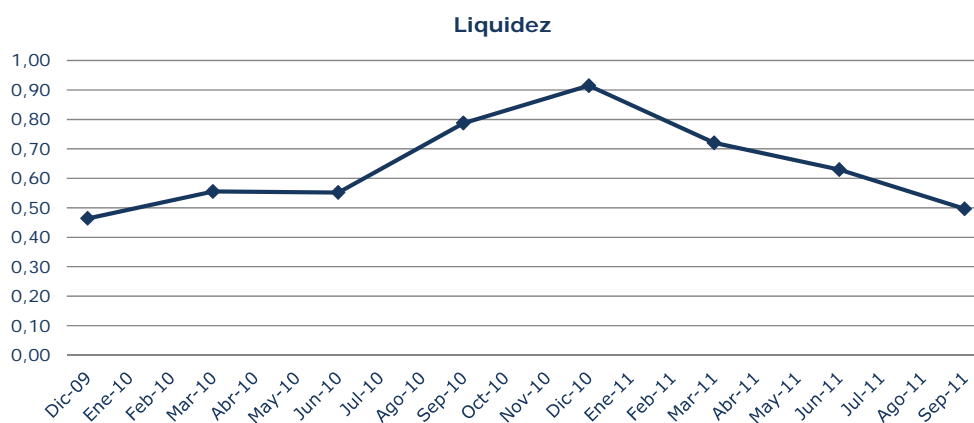
Considerando el tamaño de los pasivos de la empresa y su generación actual de flujos, se deduce que el pago de las obligaciones está supeditado a que se cumplan las proyecciones de crecimiento esperado para la compañía, tanto para ingreso como para EBITDA. En general, el perfil de pago de los pasivos está acorde con la capacidad de generación de flujos de **Enjoy**, sujeto al cumplimiento de las proyecciones de crecimiento de EBITDA.

Perfil de la Deuda



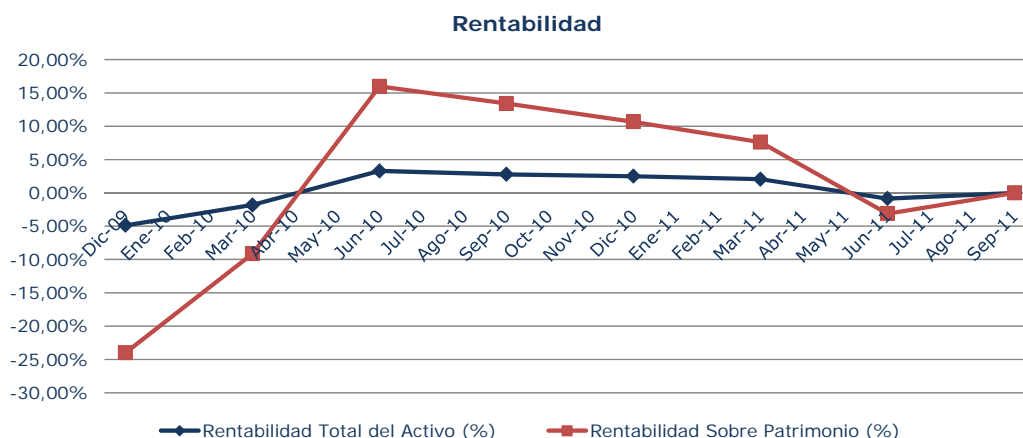
Liquidez

Históricamente la empresa se ha caracterizado por presentar una baja liquidez; la que, medida como la relación entre activo circulante y pasivo de corto plazo, se han mantenido bajo 1.



Rentabilidad

En los últimos años, la rentabilidad de la compañía, tanto de sus activos como de su patrimonio, ha presentado una alta volatilidad. El fuerte descenso de 2008 se debió a las importantes inversiones en proyectos que no estaban plenamente operativos. Por otra parte, dado que actualmente el casino de Rinconada aún no se encuentra en plena actividad, no aporta rentabilidad suficiente a la operación del casino (situación que explica la baja rentabilidad del año 2011), lo cual hace caer la rentabilidad del grupo. Esta situación debería revertirse en los próximos periodos.



“La opinión de las entidades clasificadoras 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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”