



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Clasificación de un nuevo
Instrumento**

Analistas
Carlos García B.
Luis Felipe Illanes Z.
Tel. (56) 22433 5200
carlos.garcia@humphreys.cl

Enjoy S.A.

Octubre 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de efectos de comercio Tendencia	BBB/Nivel 2 En Observación
Otros instrumentos: Acciones Líneas de bonos y bonos Línea de efectos de comercio Tendencia	Primera Clase Nivel 3 BBB BBB/Nivel 2 En Observación
EEFF base	30 de junio de 2016

Características de la línea efectos de comercio en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	\$ 30.000 millones
Moneda de emisión	UF o pesos
Uso de fondos	El uso de los fondos provenientes de la colocación de los efectos de comercio emitidos con cargo a la línea se destinará al refinanciamiento de pasivos.
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> i) Deuda financiera consolidada neta dividida por Patrimonio, no superior a 2 veces. ii) Deuda financiera consolidada neta dividida por Ebitda, no superior a 4 veces. iii) Activos libres de gravámenes equivalentes a lo menos a 1,5 veces al saldo insoluto de la deuda financiera consolidada sin garantías.
Prepago	No contempla
Garantías	No contempla

Estado de Resultados IFRS								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Jun-15	Jun-16
Ingresos totales	102.375	132.961	144.413	158.652	214.627	233.238	116.794	144.463
Costo de ventas	-90.002	-107.285	-118.088	-140.179	-168.505	-181.968	-91.236	-112.258
Margen bruto	12.373	25.676	26.325	18.473	46.122	51.270	25.558	32.205
Gastos de administración	-12.000	-12.494	-12.875	-19.803	-24.066	-26.962	-12.083	-16.774
Costos financieros	-7.579	-10.005	-13.067	-14.644	-16.781	-17.614	-9.257	-8.205
Ganancia (pérdida)	7.531	865	2.000	13.141	4.946	9.928	2.763	4.636
EBITDA	20.326	32.064	33.555	23.319	53.282	58.615	29.767	33.153

Estado de Situación Financiera IFRS

MM \$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	jun-16
Activos corrientes	41.517	28.947	54.343	70.186	77.716	88.577	73.317
Efectivo y equivalentes al ef.	5.681	6.099	25.398	21.333	20.942	33.018	24.414
Activos no corrientes	264.888	284.537	283.087	478.376	513.398	546.691	519.390
Total activos	306.405	313.484	337.430	548.562	591.114	635.268	592.707
Pasivos corrientes	45.875	59.190	96.454	143.828	115.875	136.918	126.558
Pasivos no corrientes	181.081	174.856	163.482	272.962	323.530	338.247	317.570
Patrimonio total	79.449	79.438	77.494	131.771	151.710	160.103	148.580
Patrimonio y pasivos, total	306.405	313.484	337.430	548.562	591.114	635.268	592.707
Deuda financiera	180.628	182.026	187.404	213.689	226.636	213.634	214.382

Opinión

Fundamento de la clasificación

Enjoy S.A. (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).

Según datos a diciembre de 2015, la empresa generó ingresos por unos US\$ 335 millones y un EBITDA cercano a US\$ 84 millones. La deuda financiera a igual período alcanzaba los US\$ 301 millones.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de una línea de efectos de comercio por parte de **Enjoy**, a 10 años por un monto máximo de colocación de \$30 mil millones. El uso de los fondos provenientes de la colocación de los efectos de comercio emitidos con cargo a la línea se destinará al refinanciamiento de pasivos.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de la línea de efectos de comercio en "Categoría BBB/Nivel 2", 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 similares a un proyecto de infraestructura, en el que se efectúa una fuerte inversión inicial que permite soportar un elevado incremento en el nivel de ingresos con gastos relativamente estables en el período de explotación del proyecto. La sociedad ha exhibido un margen EBITDA que ha oscilado entre 20% y 25%, medido sobre la base de los estados financieros terminados a diciembre en los últimos cinco años.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el comportamiento de la demanda dentro de un entorno estable (*ceteris paribus*), tanto por el ritmo de crecimiento experimentado en el pasado como por las expectativas de incremento a futuro, descontado el efecto de la implementación de la Ley de

Tabaco y Alcoholes en 2013, y que implica un cambio en aquellos factores circundantes con mayor estabilidad en el tiempo. Se valora, asimismo, la diversificación geográfica de los casinos, en efecto, la compañía está presente en varias ciudades: Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Colchagua, Rinconada de Los Andes, Mendoza, Castro, y, adicionalmente, a partir de junio de 2013 consolidan las operaciones del casino Conrad en Punta del Este, Uruguay, y posteriormente en 2016 operaciones en San Andrés, Colombia, lo cual ha permitido desconcentrar geográficamente en forma creciente su generación de flujos.

Por otro lado, la clasificación incorpora el hecho de que la industria del juego en Chile, previo al efecto transitorio de la Ley del Tabaco y Alcoholes, había presentado buenos niveles de crecimiento, generando 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. Asimismo, la evaluación considera el hecho que la legislación limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia.

Desde otra perspectiva, el principal factor que afecta la clasificación de los títulos de deuda dice relación con el hecho de que parte importante de los flujos actuales del emisor, de acuerdo al proyecto de ley actualmente en el Congreso, podrían verse afectados significativamente en 2018 (riesgo de pérdida de concesiones municipales). 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, el actual calendario de vencimientos es compatible con la capacidad de generación de flujos de la empresa. Además, la postergación de la nueva licitación, programada inicialmente para 2015, refleja que una actividad regulada siempre está expuesta a cambios en las normas o a la aplicación de las mismas, al margen que esta extensión del plazo beneficio al emisor. Según dato a junio de 2016, el 34% de los ingresos y el 35% del EBITDA del emisor provienen de las concesiones de casinos municipales. Por otra parte, la clasificación se ve afectada porque **Enjoy** participa del 45% de la propiedad de Conrad, consolidando la totalidad de su EBITDA, pero, en los hechos, accedería, en caso de requerirlo, a los dividendos de dicha sociedad y no la totalidad de su EBITDA. Se reconoce, no obstante, que a partir de junio de 2016, y por un plazo de dos años, existe la posibilidad de que la emisora adquiera la totalidad de la propiedad de Conrad, en cuyo caso dispondrá de la totalidad de las ganancias generadas por ese casino, descontados los impuestos en caso de repatriarse los dividendos.

La tendencia de la clasificación "*En Observación*", obedece a que la clasificadora ha comenzado a evaluar el impacto que tendría en la situación financiera de la sociedad el control del 100% de la propiedad del casino Conrad en Punta del Este, Uruguay. Actualmente el emisor posee el 45% de las acciones del casino uruguayo y mantiene una opción de compra por el saldo restante (*Call Option*). El efecto final en la capacidad de pago de la compañía –positivo, neutro o negativo– dependerá de la forma en que se financie la probable operación (fuentes utilizadas, oportunidad de las mismas y perfil de pago de los créditos).

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevada generación de EBITDA en relación a su ingreso.
- Legislación que regula la oferta.

Fortalezas complementarias

- Demanda creciente.
- Flujos relativamente diversificados geográficamente.

Fortalezas de apoyo

- Experiencia de grupo controlador.
- Operación en diversos países.

Riesgos considerados

- Potencial pérdida de concesiones de los casinos municipales (probabilidad no menor, incorporada en el análisis y de alto impacto en caso de materializarse).
- Riesgo regulatorio (impacto poco predecible).
- Elevado endeudamiento relativo respecto de la industria.

Hechos recientes

Resultados 2015

En los doce meses de 2015, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 233.238 millones, lo que implica un alza de 8,7% respecto a igual período del año anterior, principalmente producto de los mejores resultados de las diversas unidades de negocio de la emisora.

El costo de explotación del período pasó de \$ 168.505 millones en 2014, a \$ 181.968 millones a diciembre 2015, incrementándose un 8,0%, registro inferior a la expansión de los ingresos, debido a mejoras en la gestión de las diferentes unidades. Los gastos de administración, por su parte, aumentaron un 12,0% hasta \$ 26.962 millones. Aun cuando la ganancia bruta se incrementó en casi 11,2%, el resultado operacional subió 4,5%, desde \$ 23.779 millones en 2014 a \$ 24.860 millones en 2015, influenciado principalmente por el menor registro de la cuenta "Otras Ganancias" en comparación con el año anterior.

El EBITDA del período fue de \$ 58.615 millones, lo que significa un incremento de más de 10% respecto de diciembre de 2014, cuando alcanzó los \$ 53.282 millones. El resultado del ejercicio, por su parte, presentó un aumento de 100,7%, pasando desde \$ 4.946 millones en 2014 a \$ 9.928 millones en diciembre de 2015, influido principalmente por el aumento exhibido por las unidades de reajuste y la variación de la opción *call* por el casino Conrad (diferencias de cambio). Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 160.103 millones y una deuda financiera de \$213.634 millones, un 9,3% inferior a la deuda de diciembre 2014.

Resultados primer semestre 2016

Durante el primer semestre de 2016 los ingresos consolidados de la emisora alcanzaron \$144.463, lo que representa un aumento nominal de 23,7% respecto al mismo semestre el año anterior. Del mismo modo, la ganancia creció desde \$ 2.763 millones a \$4.636 millones, lo que representa un incremento de 67,8%, influido principalmente por el aumento en los ingresos por impuestos al utilizar la tasa efectiva y en menor medida al alza en la ganancia bruta (aumento de ingresos de máquinas de azar y de mesas de juegos).

Definición categorías de riesgo

Categoría BBB (títulos de deuda de largo plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital 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.

Categoría Nivel 2 (títulos de deuda de corto plazo)

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.

Tendencia En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en www.humphreys.cl

"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."