



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual y Cambio de Clasificación

Analistas

Gonzalo Neculmán G.

Verónica Vargas M.

Tel. (56-2) 24 335 200

veronica.vargas@humphreys.cl

Enjoy S.A.

Mayo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de Bonos Tendencia EEFF base	BBB¹ Estable 31 de marzo 2013 ²

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos 10 años Serie A Serie B Serie D	Nº 637 de 17.06.10 Primera emisión Primera emisión Segunda emisión
Línea de bonos 30 años Serie C Serie E	Nº 638 de 17.06.10 Primera emisión Segunda emisión

Estado de Resultados IFRS					
MM \$	2009	2010	2011	2012	mar-13
Ingresos totales	83.254	102.375	132.961	152.838	39.349
Costo de ventas	-71.650	-90.002	-107.285	-124.121	-31.306
Margen Bruto	11.604	12.373	25.676	28.717	8.043
Gastos de administración	-9.025	-12.000	-12.494	-13.593	-3.091
Costos financieros	-11.948	-7.579	-10.005	-13.423	-3.356
Ganancia (pérdida)	-5.564	7.531	865	2.000	1.334
EBITDA	17.252	20.326	32.064	36.021	9.985

Balance General IFRS					
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-mar-13
Activos Corrientes	23.484	41.517	28.947	56.665	71.119
Efectivo y Equivalentes al Efectivo	4.404	5.681	6.099	25.967	41.598
Activos No Corrientes	207.442	264.888	284.537	284.876	279.678
Total Activos	230.925	306.405	313.484	341.541	350.796
Pasivos Corrientes	50.624	45.875	59.190	97.946	86.472
Pasivos No Corrientes	133.846	181.081	174.856	166.101	149.760
Patrimonio total	46.455	79.449	79.438	77.494	114.564
Patrimonio y Pasivos, Total	230.925	306.405	313.484	341.541	350.796
Deuda Financiera	141.030	180.628	182.026	189.384	193.120

¹ Clasificación anterior: BBB+.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2012. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2013 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de **Humphreys** está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

Opinión

Fundamento de la clasificación

Enjoy S.A. (Enjoy) es una empresa del rubro de la entretención, 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 2012, la empresa generó ingresos por unos US\$ 318 millones y un EBITDA cercano a US\$ 75 millones. La deuda financiera a igual período alcanzaba los US\$ 395 millones.

El cambio de clasificación de los bonos emitidos por **Enjoy**, desde "*Categoría BBB+*" a "*Categoría BBB*" responde al hecho de que flujos generados por la compañía han tenido un crecimiento inferior al previsto por **Humphreys** para mantener el BBB+, tal como se consignó en la reseña de clasificación de enero de 2012 (sobre la base de los estados financieros terminados a septiembre de 2011).

En efecto, en la referida reseña ya se indicaba que **Humphreys** esperaba que el EBITDA del emisor para los próximos doce a 24 meses oscilase entre los \$ 40.000 millones y \$ 48.000 millones y, expresamente, se especificaba que "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".

Al examinar los estados financieros del ejercicio anual del año 2012, transcurridos quince meses contados desde septiembre de 2011, se tiene que el EBITDA asciende a \$ 36.215 millones, monto inferior en 9,5% al valor mínimo esperado para mantener los bonos clasificados en *BBB+*. Asimismo, se estima como muy poco probable que el EBITDA llegue a \$ 48.000 millones durante el presente año.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de los bonos 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.

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, ya 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 entretención amplia. 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 y Castro, mostrando una adecuada concentración de sus flujos. Adicionalmente, por medio de una coligada tendrá presencia en Uruguay.

Por otro lado, la clasificación incorpora el hecho de 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. Asimismo, la evaluación considera el hecho que la legislación limita la oferta y, por ende, la competencia.

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 \$ 15.800 millones anuales).

Dentro de los aspectos restrictivos de la clasificación se ha incluido el riesgo de cambios a la legislación que afecta a los casinos, elemento que si bien es común a toda industria regulada, en este caso particular se debe tener en consideración que el término de los casinos municipales podría afectar en forma importante la situación financiera de algunas comunas. Ante este escenario, los municipios involucrados han comenzado a ejercer presión para defender sus privilegios, situación que incrementa la probabilidad de modificaciones a la ley.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Elevada generación de caja por unidad de venta
- Legislación que regula la oferta

Fortalezas complementarias

- Demanda creciente
- Flujos relativamente diversificados geográficamente

Fortalezas de apoyo

- Experiencia de grupo controlador

Riesgos considerados

- Pérdida de concesiones de los casinos municipales (incorporado en el análisis).
- Riesgo regulatorio
- Elevado endeudamiento relativo respecto de la industria

Hechos recientes

Resultados 2012

En los doce meses de 2012, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 152.838 millones, lo que implica un alza de 15% respecto a igual período del año anterior, principalmente producto del incremento en los ingresos de "Enjoy Santiago", los que alcanzaron a \$ 40.372 millones, un 32% superior a los obtenidos en 2011.

El costo de explotación del período pasó de \$ 107.285 millones en 2011, a \$ 124.121 millones a diciembre 2012, incrementándose un 16%. Los gastos de administración, por su parte, aumentaron un 9% hasta \$ 13.593 millones, dichas variaciones están en línea con el incremento en la actividad de la compañía. Como consecuencia, el resultado operacional fue de \$ 15.124 millones, mejorando respecto de los \$ 13.182 millones alcanzados a diciembre de 2011.

El EBITDA del período fue de \$ 36.021 millones, lo que significa una mejora de 12% respecto de diciembre de 2011, cuando alcanzó los \$ 32.064 millones. Las mayores alzas se dieron en los casinos de Santiago, Coquimbo y Antofagasta, un 84%, 20% y 19% respectivamente. El resultado del ejercicio por su parte, tuvo un mejoramiento, pasando desde \$ 865 millones, a \$ 2.000 millones, que se deben, en su mayoría, al aumento de sus ingresos en mayor proporción que sus costos y gastos asociados al inicio de las operaciones del casino de Chiloé. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 77.494 millones y una deuda financiera de \$189.384 millones, un 4% superior a la deuda de diciembre 2011.

Eventos recientes

El 2 de mayo de 2013 se aprobó por parte del gobierno de Uruguay la operación en la cual Enjoy adquirió el 45% de las acciones de Conrad a la compañía Caesars Entertainment, por un precio de US\$ 139,5 millones, financiado a través de un aumento de capital realizado a comienzos de este año. Esta alianza, le significaría a la compañía un incremento en la masa de clientes.

Definición categorías 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.

Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

Oportunidades y fortalezas

Diversificación geográfica de sus casinos: **Enjoy** está presente en siete ciudades en el norte, centro y sur del país (Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Rinconada de Los Andes, Colchagua, Pucón y Castro), cuenta además con un casino en la ciudad de Mendoza, Argentina, lo que le permite acceder a una gran parte de la demanda. Lo anterior se refleja en la participación de mercado de la compañía en términos de visitas y de ingresos (considerando los cinco casinos regidos por la ley 19.995 que **Enjoy** posee) que en 2012 alcanzó un 20% y 23% respectivamente.

Baja concentración de sus flujos: Los ingresos de la compañía se distribuyen de manera adecuada en los casinos, es así como durante 2012, y tomando el promedio de los doce meses, el principal generador de ingresos fue Santiago, representando un 25% de éstos; Antofagasta, Coquimbo y Viña del Mar, por su parte, generaron el 22%, 22% y 15% de los ingresos, respectivamente. Es importante mencionar que los casinos ubicados en Coquimbo y Pucón, ciudades que reúnen gran parte de la población en época de vacaciones, generan la mayor parte de sus ingresos durante enero y febrero, llegando a representar en su conjunto, más del 35% de los ingresos del grupo, situación que se invierte los restantes meses de año, cuando Pucón genera en promedio un 9% de los ingresos de **Enjoy**.

Fortaleza de negocio inmobiliario: Las operaciones de la compañía presentan ciertas características del negocio inmobiliario, puesto que una vez que se materializan las inversiones y que implican un fuerte desembolso, permiten cierta estabilidad en los ingresos obtenidos y una mayor eficiencia en el control de costos y gastos. Visto desde otra perspectiva, este aspecto incide también en el control de la competencia, en efecto, el año 2015 vencen las concesiones municipales y la entrada de otros actores, por ejemplo, en la ciudad de Pucón se ve restringida producto de la elevada inversión inicial, necesaria para la construcción de un nuevo casino, hotel e instalaciones que entreguen la variada oferta de entretención que **Enjoy** entrega.

Crecimiento de la demanda: Desde 2009 las visitas a casinos regidos por la ley 19.995 han mostrado un incremento constante pasando de un poco más de cuatro millones a cerca de siete millones en 2012. Lo mismo ha pasado en términos de gasto promedio por visita, el cual aumentó un 40% en el mismo período, alcanzando, como promedio de 2012, \$ 41.517.

Factores de riesgo

Pérdida de concesiones municipales: La compañía opera tres casinos municipales cuya licencia expira el 31 de diciembre de 2015, y aún cuando no existe claridad respecto de cómo se llevara a cabo a próxima licitación, pudiendo incluso extenderse la licencia, es un hecho que genera incertidumbre respecto de los flujos futuros. Si bien, los tres casinos municipales que opera la compañía representan una parte importante de sus ingresos, esta proporción ha venido disminuyendo a partir de 2008 con la entrada en operación de nuevos casinos.

Elevado endeudamiento relativo respecto de la industria: La industria en la cual la compañía está inserta requiere de un importante desembolso inicial para el financiamiento de sus proyectos, así como de

constantes inversiones para el desarrollo de sus operaciones, lo cual eleva el nivel de deuda. Con todo, su endeudamiento relativo resulta ser muy superior a empresas similares de la industria, alcanzando a diciembre 2012 las 5,3 veces. Cabe señalar que al considerar la deuda financiera neta, el indicador disminuye a 4,5 veces, aunque igualmente puede considerarse elevado.

Cambios regulatorios: A juicio de la clasificadora, este riesgo se ve incrementado por la existencia de casinos con modalidad jurídica diferente, sumado a que una de dichas modalidades se extingue el año 2015 y afectara los ingresos de algunos municipios.

Antecedentes generales

Descripción del negocio

Enjoy 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 ocho casinos, 727 habitaciones de hotel (171 departamentos) y 47 restaurantes y bares, cinco centros de convenciones y cuatros *spa*, entre otros servicios.

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, Pucón, Colchagua, Rinconada de Los Andes, Mendoza (Argentina) y Castro, Chiloé.

A continuación se presenta la infraestructura operativa de la empresa a diciembre de 2012:

Unidad	TOTAL
Máquinas de Azar	6.015
Mesas de Juego	274
Posiciones de Bingo	860
Habitaciones ³	556
Departamentos ⁴	171

Propiedad y administración

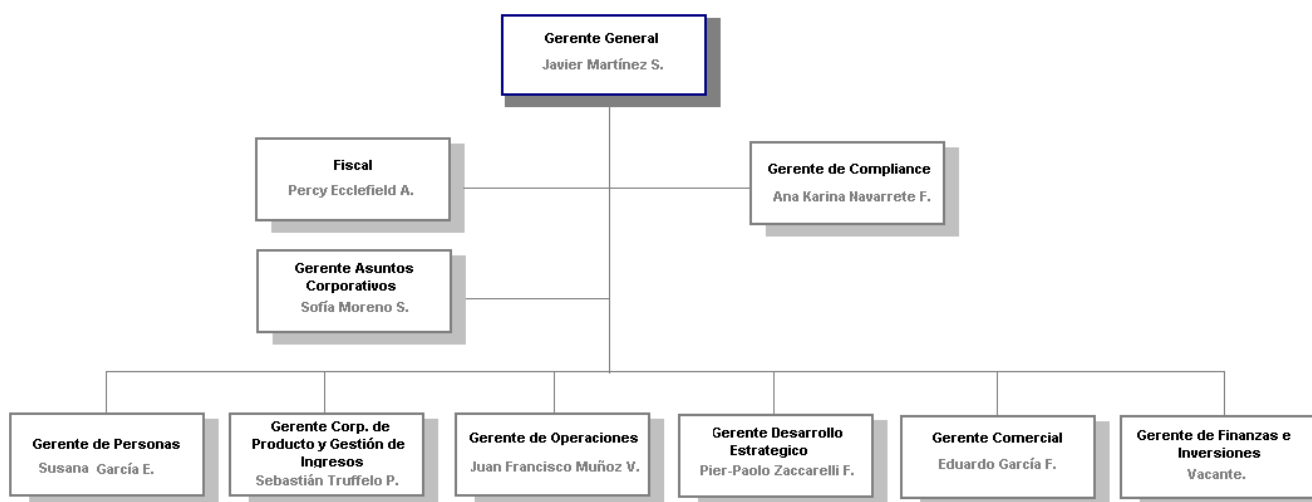
La propiedad de la sociedad es controlada por la familia Martínez Seguí, fundadora de la empresa. **Enjoy** se listó en bolsa el año 2009. A marzo de 2013 la distribución accionaria de la compañía es la siguiente:

³ Incluye 40 habitaciones del Hotel de la Isla inaugurado en enero de 2013

⁴ Incluye 32 departamentos del Hotel de la Isla inaugurado en enero de 2013

Nombre	% de Propiedad
Inv. E Inmobiliaria Almonacid Ltda.	53,08%
Inv. Cumbres S.A.	10,92%
Fondo de inversión Larraín Vial Beagle	7,08%
Compass Small Cap Chile F. I.	6,58%
Zaccarelli Fasce Pierpaolo	3,01%
Siglo XXI fondo de Inversión	2,79%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	1,79%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,45%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,27%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	1,27%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	1,13%
Banco de Chile por cuenta de terceros no residentes	0,85%

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 18 establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

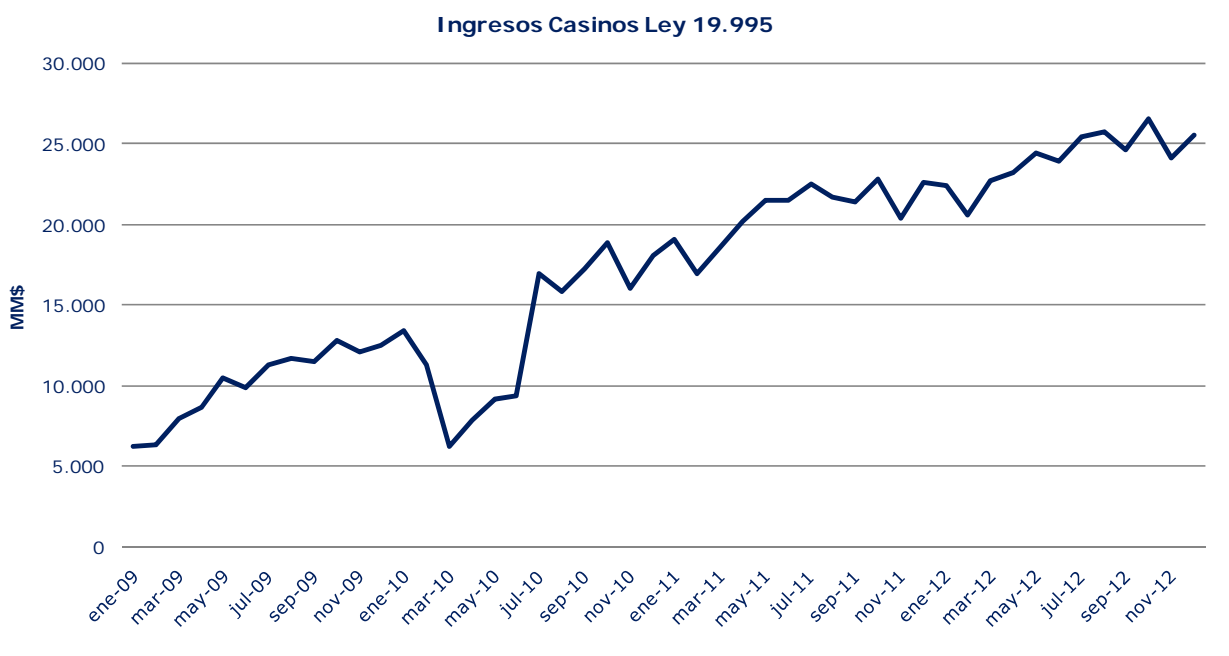
En el cuadro siguiente se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

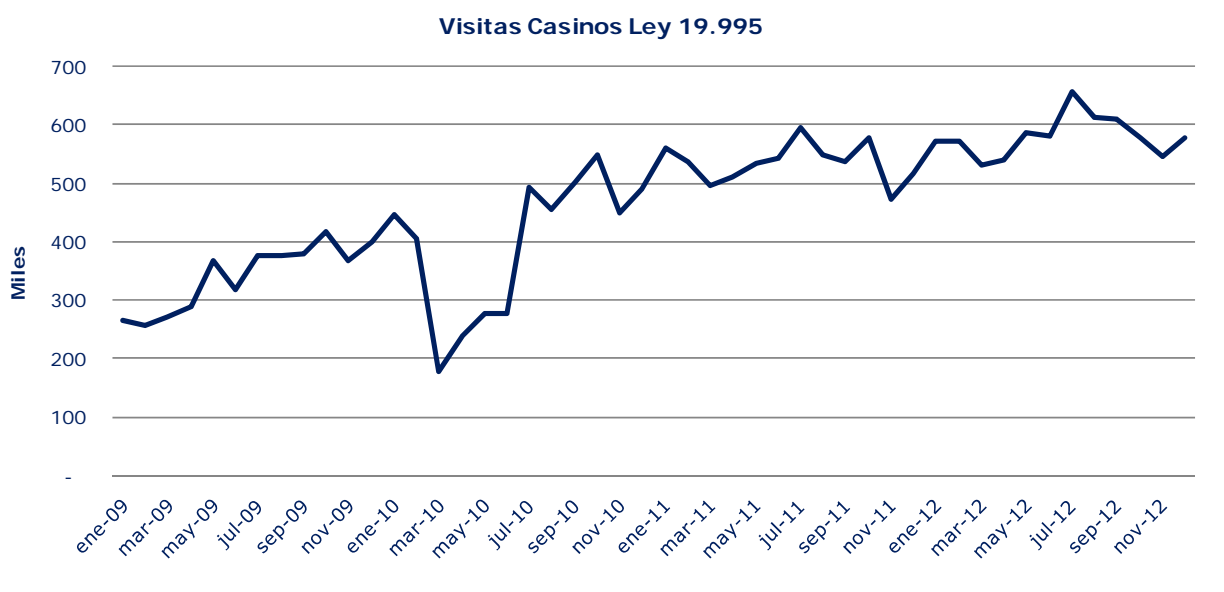
Municipales		Ley 19.995			
Arica	Puerto Varas	Antofagasta*	Mostazal	Los Ángeles	Coyhaique
Iquique	Puerto Natales	Calama	Santa Cruz*	Temuco	Ovalle
Coquimbo*		Copiapó	Talca	Valdivia	Castro*
Viña del Mar*		Rinconada*	Chillán	Osorno	
Pucón*		San Antonio	Talcahuano	Punta Arenas	

***Propiedad de Enjoy**

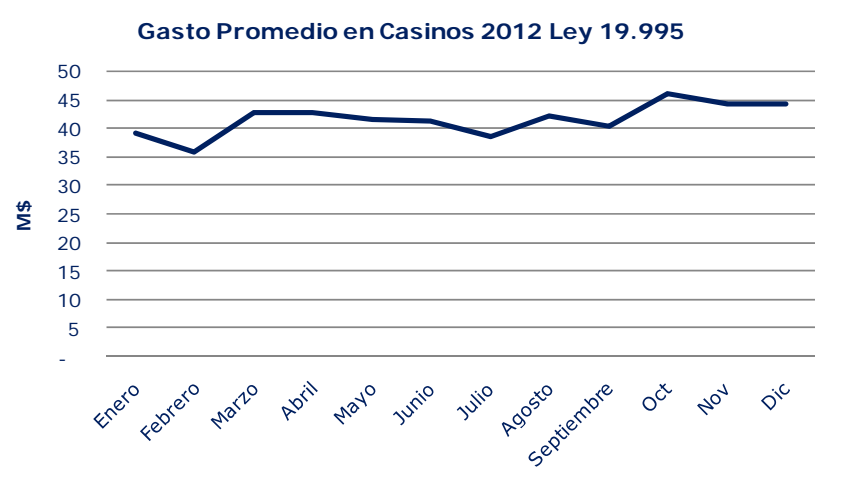
La constitución de nuevos casinos –aumento de la oferta- ha incidido en un crecimiento en los gastos de la población en este tipo de consumo. Según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a diciembre de 2012, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a US\$ 595 millones aproximadamente.

También se puede observar un incremento de la concurrencia de consumidores, así, en 2009 se registraron 4.092.649 visitas, mientras que en 2012 éstas alcanzaron un total de 6.964.522. La tendencia creciente, tanto en el número de visitas como de ingresos brutos, se ve interrumpida el mes de marzo de 2010, situación que se explica por el cese temporal de operaciones de algunos casinos 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 2012, pasando de un gasto cercano a \$ 39.000 en enero a casi \$ 44.000 en diciembre del mismo año (crecimiento de 13%).



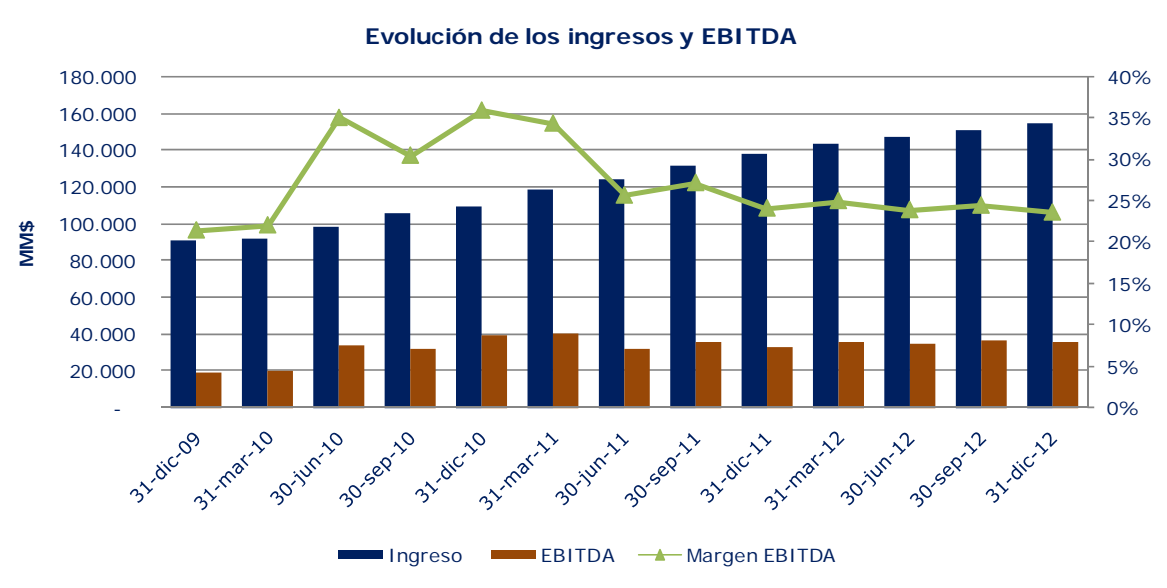
Análisis financiero

Evolución ingresos

Durante los últimos tres años se puede observar un aumento sostenido en el nivel de ingresos de la compañía así como también del EBITDA⁵. Cabe señalar que más del 40% de los ingresos de enero y febrero se generan principalmente en los casinos ubicados en Pucón y Coquimbo, situación que se invierte el resto

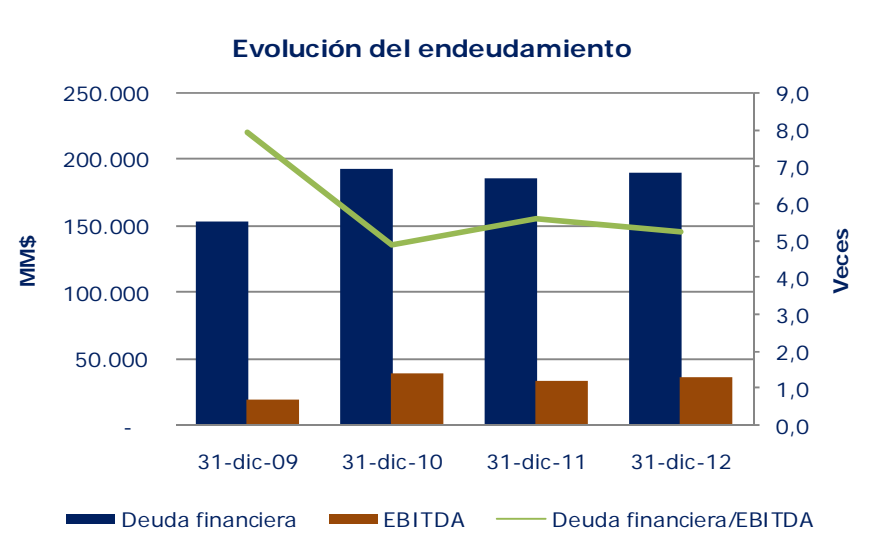
⁵ Es importante mencionar que durante 2012 entró en funcionamiento Enjoy Chiloé, el cual aún se encuentra en etapa de consolidación, debiendo incrementar sus operaciones para generar flujos positivos al holding.

de los meses, donde Santiago y Antofagasta llegan a representar incluso más del 50% de los ingresos totales. El casino de Viña del Mar presenta un comportamiento más estable, generando entre un 15% y 17% de los ingresos en los doce meses del año.

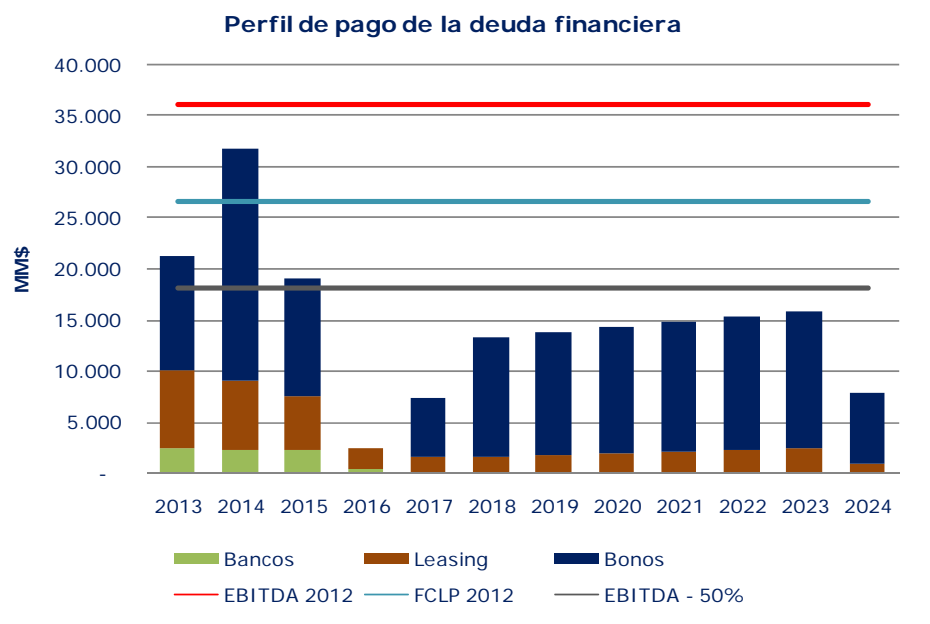


Endeudamiento

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 relativa ha ido disminuyendo.

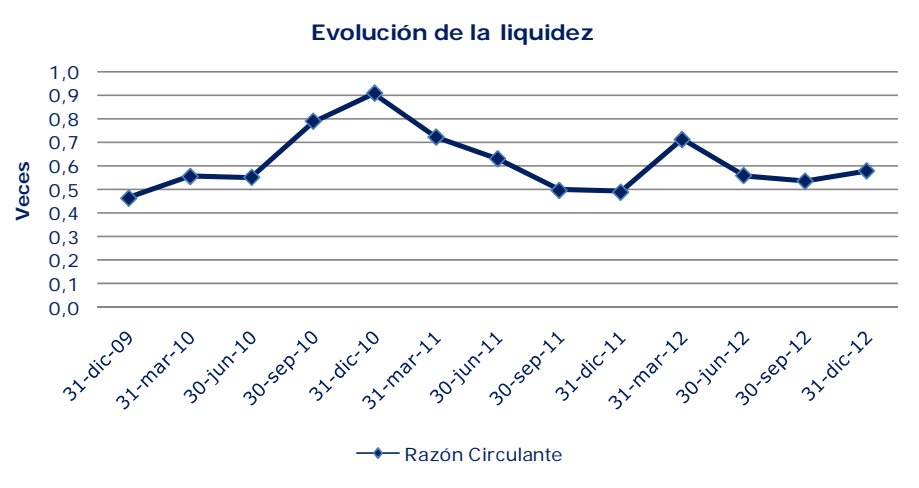


Considerando el tamaño de los pasivos de la empresa y su generación actual de flujos, es esperable que la compañía pueda cumplir con sus pagos anuales, incluso considerando un escenario en que el EBITDA se estrese en un 50% la compañía podría cumplir con sus obligaciones a partir de 2016 (año de potencial pérdida de concesiones). Con todo, si se asume un crecimiento en sus operaciones asimilable al crecimiento del ingreso per cápita, el perfil de pago podría considerarse suficiente a la generación de flujos del emisor; además, debe tenerse en cuenta que las concesiones duran hasta el año 2027 y que los activos tienen valor de liquidación, situaciones que favorecen el acceso a refinanciamiento en caso que sea necesario.



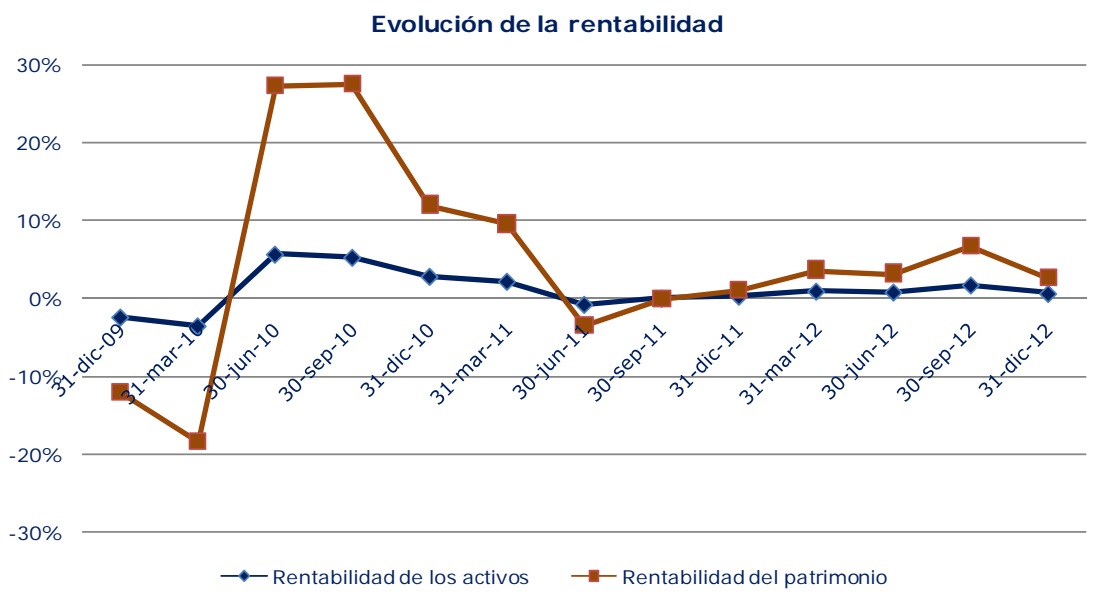
Liquidez

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, presenta un ratio menor a uno en el periodo analizado.



Rentabilidad

Hasta 2011 la rentabilidad de la compañía, tanto de sus activos como de su patrimonio, presentó una alta volatilidad. A partir del segundo semestre de ese año la rentabilidad cae debido, principalmente, a que el casino de Santiago aún no se consolidaba y no aportaba suficiente rentabilidad al grupo. En el último año ha tendido a estabilizarse en valores más bajos de los que muestra la industria pese a que las últimas inversiones se encuentran en plena actividad.



“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.”

Anexo 1: Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Enjoy** a diciembre de 2012 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	17/06/2010 – N° 637	17/06/2010 – N° 638
Monto máximo ⁶	UF 3.000.000	UF 3.000.000
Moneda de emisión	Unidades de fomento o pesos nominales	Unidades de fomento o pesos nominales
Plazo vencimiento	10 años	30 años

Covenants financieros		
	Líneas de bonos	Diciembre 2012
Deuda financiera neta sobre patrimonio	Menor a 2,5 vez	2,06 veces
Deuda financiera neta sobre EBITDA	Menor a 4,5 veces	4,42 veces

⁶ En ningún momento el valor nominal de los bonos emitidos con cargo a ambas líneas podrá exceder el monto máximo de UF 3.000.000.