



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

Analista  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Enjoy S.A.

Mayo 2015

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	<b>BBB/Nivel 2 Estable</b>
Otros instrumentos: Líneas de bonos y bonos Tendencia	BBB Estable
EEFF Base	31 de marzo 2015

Características de la línea efectos de comercio en proceso de inscripción	
Plazo	10 años
Monto máximo	\$ 10.000 millones
Moneda de emisión	UF o pesos
Uso de fondos	Financiar capital de trabajo o refinanciamiento de pasivos de corto plazo.
Covenants financieros <sup>1</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) Deuda financiera consolidada neta dividida por Patrimonio no superior a 2 veces.</li> <li>ii) Deuda financiera consolidada neta dividida por Ebitda no superior a 4 veces.</li> <li>iii) Activos libres de gravámenes equivalentes a los menos a 1,5 veces al saldo insoluto de la deuda financiera consolidada sin garantías.</li> </ul>
Prepago	No contempla
Garantías	No contempla

Estado de Resultados IFRS							
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	Mar-14	Mar-15
Ingresos totales	102.375	132.961	144.413	158.652	214.627	66.126	66.224
Costo de ventas	-90.002	-107.285	-118.088	-140.179	-168.505	-46.405	-49.981
Margen Bruto	12.373	25.676	26.325	18.473	46.122	19.721	16.243
Gastos de administración	-12.000	-12.494	-12.875	-19.803	-24.066	-6.376	-6.824
Costos financieros	-7.579	-10.005	-13.067	-14.644	-16.781	-4.249	-4.151
Ganancia (pérdida)	7.531	865	2.000	13.141	4.946	7.829	3.373
EBITDA	20.326	32.064	33.555	23.319	53.282	20.933	18.198

<sup>1</sup> Rigen a contar de los estados financieros al 30 de junio de 2015.

<b>Balance General IFRS</b>						
<b>MM \$</b>	<b>31-dic-10</b>	<b>31-dic-11</b>	<b>31-dic-12</b>	<b>31-dic-13</b>	<b>31-dic-14</b>	<b>31-mar-15</b>
Activos Corrientes	41.517	28.947	54.343	70.186	77.716	86.755
Efectivo y Equivalentes al Ef.	5.681	6.099	25.398	21.333	20.942	28.901
Activos No Corrientes	264.888	284.537	283.087	478.376	513.398	516.398
<b>Total Activos</b>	<b>306.405</b>	<b>313.484</b>	<b>337.430</b>	<b>548.562</b>	<b>591.114</b>	<b>603.153</b>
Pasivos Corrientes	45.875	59.190	96.454	143.828	115.875	102.822
Pasivos No Corrientes	181.081	174.856	163.482	272.962	323.530	325.617
Patrimonio total	79.449	79.438	77.494	131.771	151.710	174.714
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>306.405</b>	<b>313.484</b>	<b>337.430</b>	<b>548.562</b>	<b>591.114</b>	<b>603.153</b>
Deuda Financiera	180.628	182.026	187.404	213.689	226.636	215.472

## 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 2014, la empresa generó ingresos por unos US\$ 353 millones y un EBITDA cercano a US\$ 88 millones. La deuda financiera a igual período alcanzaba los US\$ 374 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 \$10 mil millones. El uso de los fondos será el financiar capital de trabajo o refinanciamiento de pasivos de corto plazo.

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.

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. En efecto, aun cuando los más recientes indicadores darían cuenta de una recuperación de los niveles de flujos generados por la emisora a sus niveles previos a la implementación de

la Ley, se debe reconocer que la disminución de flujos experimentada por **Enjoy** en el período 2013-2014 no puede ser ya recuperada, considerando que los casinos están sujetos a concesiones que caducan 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, lo cual ha permitido desconcentrar 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, por cuanto el proyecto de ley actualmente en tramitación propone prorrogar las actuales concesiones municipales hasta esa fecha, año en que se adjudicaría el proceso licitatorio que se implementaría en el período 2015-2017. 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.

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 adquiriera 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.

## 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.
- Operación en diversos países.

### Riesgos considerados

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

## Hechos recientes

### Resultados 2014

En los doce meses de 2014, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 214.627 millones, lo que implica un alza de 35,3% 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 \$ 140.179 millones en 2013, a \$ 168.505 millones a diciembre 2014, incrementándose un 20,2%, 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 21,5% hasta \$ 24.066 millones. Como consecuencia, el resultado operacional subió desde \$ 23.411 millones en 2013 a sólo \$ 23.779 millones en 2014, influenciado principalmente por el menor registro de la cuenta "Otras Ganancias", que durante 2013 presentaron una expansión extraordinaria debido al "good will negativo" por la adquisición de Conrad.

El EBITDA del período fue de \$ 53.282 millones, lo que significa un incremento de más de 128% respecto de diciembre de 2013, cuando alcanzó los \$ 23.319 millones. El resultado del ejercicio, por su parte, presentó una reducción de 62,4%, pasando desde \$ 13.141 millones en 2013 a \$ 4.946 millones en diciembre de 2014, influido principalmente por el aumento exhibido por las unidades de reajuste y la variación de la opción *call* por el casino Conrad. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 151.710 millones y una deuda financiera de \$226.636 millones, un 6,1% superior a la deuda de diciembre 2013.

### Resultados primer trimestre 2015

Durante el primer trimestre de 2015 los ingresos consolidados de la emisora alcanzaron \$66.224, lo que representa un aumento nominal de 0,1% respecto al mismo trimestre el año anterior. Del mismo modo, la

ganancia se contrajo desde \$7.829 millones a \$3.373, lo que representa una caída nominal de 56,9%, influido principalmente por el menor registro en la cuenta "Otras Ganancias", asociado a un menor valor de la opción *call*, referida a la opción de compra del porcentaje restante de Conrad.

## Definición de 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.

*Para mayor información de la compañía, ver Informe de Clasificación de Riesgo Anual en [www.humphreys.cl](http://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."*