



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
**Anual y cambio de clasificación y
tendencia / Clasificación de un
nuevo instrumento**

Analista
Carlos García B.
Tel. (56-2) 24 335 200
carlos.garcia@humphreys.cl

Enjoy S.A.

Mayo 2014

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
Líneas de bonos y bonos Tendencia	BBB-¹ En Observación²
EEFF base	31 de marzo 2014 ³

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

Características del bono serie F en proceso de inscripción	
Monto	UF 1.658.500
Vencimiento	14 de junio de 2021
Tasa de interés	6,25%
Representante de los tenedores de bonos	Banco Santander-Chile
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos
Prepago	A contar de la fecha de colocación
Garantías	Garantía Hipotecaria y prenda mobiliaria

Estado de Resultados IFRS							
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	Mar-13	Mar-14
Ingresos totales	83.254	102.375	132.961	144.413	158.652	39.349	66.126
Costo de ventas	-71.650	-90.002	-107.285	-118.088	-140.265	-31.306	-45.466
Margen Bruto	11.604	12.373	25.676	26.325	18.387	8.043	20.661
Gastos de administración	-9.025	-12.000	-12.494	-12.875	-19.717	-3.091	-7.316
Costos financieros	-11.948	-7.579	-10.005	-13.067	-14.644	-3.356	-4.249
Ganancia (pérdida)	-5.564	7.531	865	2.000	13.141	1.334	7.829
EBITDA	17.252	20.326	32.064	33.555	23.319	10.193	20.933

¹ Clasificación anterior: BBB.

² Tendencia anterior: Estable.

³ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2013. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2014 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.

Balance General IFRS						
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	31-dic-13	31-mar-14
Activos Corrientes	23.484	41.517	28.947	54.343	70.186	75.052
Efectivo y Equivalentes al Ef.	4.404	5.681	6.099	25.398	21.333	30.138
Activos No Corrientes	207.442	264.888	284.537	283.087	484.515	491.943
Total Activos	230.925	306.405	313.484	337.430	554.702	566.996
Pasivos Corrientes	50.624	45.875	59.190	96.454	143.828	155.179
Pasivos No Corrientes	133.846	181.081	174.856	163.482	279.102	271.573
Patrimonio total	46.455	79.449	79.438	77.494	131.771	140.243
Patrimonio y Pasivos, Total	230.925	306.405	313.484	337.430	554.702	566.996
Deuda Financiera	141.030	180.628	182.026	187.404	213.689	214.673

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 2013, la empresa generó ingresos por unos US\$ 302 millones y un EBITDA cercano a US\$ 45 millones. La deuda financiera a igual período alcanzaba los US\$ 407 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 sido menores a los previstos inicialmente e incluso se han visto resentidos en forma importante por la implementación de la Ley del Tabaco y Ley de Alkoholes que prohíbe su consumo en locales cerrados, lo cual ha significado que la administración ha debido implementar diversas acciones destinadas a mitigar esta situación, así como la necesidad de realizar nuevas inversiones destinadas a armonizar las conductas y costumbres del público consumidor de tabacos.

En los hechos, el EBITDA del emisor se redujo de \$ 33.555 millones en 2012 a \$ 23.319 millones en 2013, con el considerando que esta última cifra se ve favorecida por la incorporación del resultado de siete meses de la operación de Conrad en Uruguay, inversión de la cual **Enjoy** participa del 45% de la propiedad, de tal manera que accede a los dividendos de dicha sociedad y no al 100% de su EBITDA. Por otra parte, la deuda financiera⁴ a fines del año 2013 termina en valores superiores a los exhibidos en ejercicios anteriores.

⁴ Deuda Financiera: Corresponde a la suma de "Otros Pasivos Financieros Corrientes" más "Otros Pasivos Financieros no Corrientes".

Si bien, se espera que **Enjoy** revierta la caída de sus ingresos en Chile, tal como lo reflejan sus resultados más recientes, se estima que el nivel previsto inicialmente⁵ para el año 2014 tendría un desfase entre 18 a 30 meses, situación que implica objetivamente una menor cobertura de flujos para el pago de los títulos de deuda.

Es más, se debe tener cuenta que los negocios del emisor están relacionados con concesiones a plazos fijos, algunas de ellas con vencimiento el 2015, y, por lo tanto, los menores flujos obtenidos no necesariamente pueden ser recuperados en períodos posteriores.

La perspectiva “*En Observación*” obedece a la necesidad de evaluar en los hechos la capacidad de la empresa para revertir en forma importante la caída en los ingresos, mejorar su margen EBITDA (efecto, entre otros, de reestructuraciones internas) y buscar mecanismos adecuados para hacer frente a las obligaciones financieras de corto plazo. Con todo, si bien en los primeros meses de 2014 se observa una fuerte recuperación, se estima aun prematuro establecer dichos datos como tendencia definitiva.

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 (de hecho, la Ley de Tabaco resintió los flujos y afectó su capacidad de pago, pero el margen EBITDA, de 14,7% en 2013, se mantuvo por sobre lo observado en diversas industrias). En este sentido, el desarrollo comercial tiene ciertas características similares a 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 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 que implica un cambio en aquellos factores circundantes con mayor estabilidad en el tiempo. De hecho, a juicio de la emisora, la caída en la tasa de crecimiento debería ser transitoria, estimándose un período de entre dos y tres años para superar la baja en los flujos de la compañía.

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 consolida 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, había 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 e instalación de casinos 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,

⁵ Proyecciones incorporadas en el informe de clasificación de **Humphreys** de mayo de 2013.

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. Más aún, durante 2014 la compañía enfrenta importantes vencimientos de su deuda, la cual obligaría a refinanciar parte de la misma, o bien requeriría aumentos de capital o venta de activos. 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 \$ 21.260 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.

Se encuentra en proceso de inscripción el bono serie F por la suma de UF 1.658.500, cuya finalidad será el refinanciamiento de pasivos. La emisión estará dividida en 3.317 títulos de UF 500 cada uno, con vencimiento el catorce de junio de 2021.

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, incorporado en el análisis de alto impacto en caso de materializarse).
- Riesgo regulatorio.
- Elevado endeudamiento relativo respecto de la industria.
- Incapacidad de revertir caída de los ingresos asociada a entrada en vigencia de Ley del Tabaco (riesgo medio).

Hechos recientes

Resultados 2013

En los doce meses de 2013, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 158.652 millones, lo que implica un alza de 9,9% respecto a igual período del año anterior, principalmente producto de la consolidación, a partir de junio, de los ingresos provenientes de Conrad, contrarrestado por el efecto negativo de la entrada en vigencia de la Ley de Tabaco y Ley de Alcoholes.

El costo de explotación del período pasó de \$ 118.088 millones en 2012, a \$ 140.265 millones a diciembre 2013, incrementándose un 18,8%, debido principalmente a la consolidación de Conrad y el inicio de operaciones del casino de Chiloé. Los gastos de administración, por su parte, aumentaron un 53,1% hasta \$ 19.717 millones. Como consecuencia, el resultado operacional aumentó desde \$ 13.719 millones en 2012 a \$ 23.319 millones en 2013.

El EBITDA del período fue de \$ 23.319 millones, lo que significa una caída de más de 30% respecto de diciembre de 2012, cuando alcanzó los \$ 33.555 millones. El resultado del ejercicio por su parte, tuvo un mejoramiento, pasando desde \$ 2.000 millones en 2012 a \$ 13.141 millones en diciembre de 2013, que se deben, en su mayoría, a la consolidación de los resultados de Conrad. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 131.771 millones y una deuda financiera de \$213.689 millones, un 14% superior a la deuda de diciembre 2012.

Eventos recientes

Durante el primer trimestre de 2014 los ingresos consolidados de la emisora alcanzaron \$66.126, lo que representa un aumento nominal de 68,1% respecto al mismo trimestre el año anterior. Del mismo modo, la ganancia aumentó desde \$1.334 millones a \$7.829 millones, lo que representa un incremento nominal de casi 487% nominal. Estos resultados se vieron influidos principalmente por la consolidación de Conrad.

Definición 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.

Signo (-): Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

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.

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, y, desde junio de 2013, consolida las operaciones del Casino Conrad en Punta del Este, 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 cuatro casinos regidos por la ley 19.995 que **Enjoy** posee) que en 2012 alcanzó un 23% y 25% respectivamente.⁶

Baja concentración de sus flujos: De acuerdo a información proporcionada por la emisora, los ingresos de la compañía se distribuyen de manera adecuada en los casinos aun cuando algunos de los casinos operados por **Enjoy** muestran una fuerte estacionalidad, generando la mayor parte de sus ingresos durante enero y febrero, situación que podría intensificarse debido a la incorporación de Conrad, el cual presenta un fuerte patrón estacional en su generación de ingresos.

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: De acuerdo a información pública, 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. No obstante, luego de la promulgación de la Ley de Tabaco, se ha registrado una caída en el número de visitas, las cuales totalizaron 5,7 millones en 2013. En cuanto al gasto promedio por visita, durante 2013 éste se redujo, tanto por los cambios legales señalados como por motivos estacionales, para, hacia fines de 2013, situarse en \$45.000, valor similar al registrado en diciembre de 2012.

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 llevará a cabo la 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

⁶ Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego

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 (deuda financiera/EBITDA) resulta ser muy superior a empresas similares de la industria, alcanzando a diciembre 2013 las 9,2 veces, reduciéndose a 6,3 en el primer trimestre de 2014. Cabe señalar que al considerar la deuda financiera neta, el indicador disminuye a 5,4 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 afectará los ingresos de algunos municipios.

Nueva Ley del Tabaco: En marzo de 2013 comenzó a operar en Chile la nueva ley del tabaco, la cual prohíbe fumar en todo espacio cerrado de acceso público. De acuerdo a lo señalado por la compañía, la consolidación de Conrad compensó la contracción en los ingresos del resto de las unidades afectas a este nuevo cuerpo legal.

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 en el país que incluye siete casinos, 727 habitaciones de hotel (171 departamentos) y 42 restaurantes y bares, cinco centros de convenciones y seis *spa*, entre otros servicios. Adicionalmente a la oferta anterior, a partir de junio de 2013 se consolidan las operaciones de Conrad, con lo que se han incorporado 294 habitaciones de hotel y casi 570 máquinas tragamonedas.

Actualmente, la sociedad cuenta con más de 295.700 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), Castro, y Punta del Este.

A continuación se presenta la infraestructura operativa de la empresa a diciembre de 2013:

Unidad	TOTAL
Máquinas de Azar	6.633
Mesas de Juego	351
Posiciones de Bingo	684
Habitaciones	1.030
Departamentos	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. La distribución accionaria de la compañía es la siguiente:

Nombre	% de Propiedad
Inv. E Inmobiliaria Almonacid Ltda.	50,51%
Inv. Cumbres S.A.	10,39%
Fondo de inversión Larraín Vial Beagle	7,26%
Compass Small Cap Chile F. I.	6,53%
Harrahs International Holding Company Inc.	4,85%
Siglo XXI fondo de Inversión	3,69%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	2,87%
Pier Paolo Zaccarelli	2,86%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	1,44%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,34%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	1,20%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	1,00%
Otros	6,06%

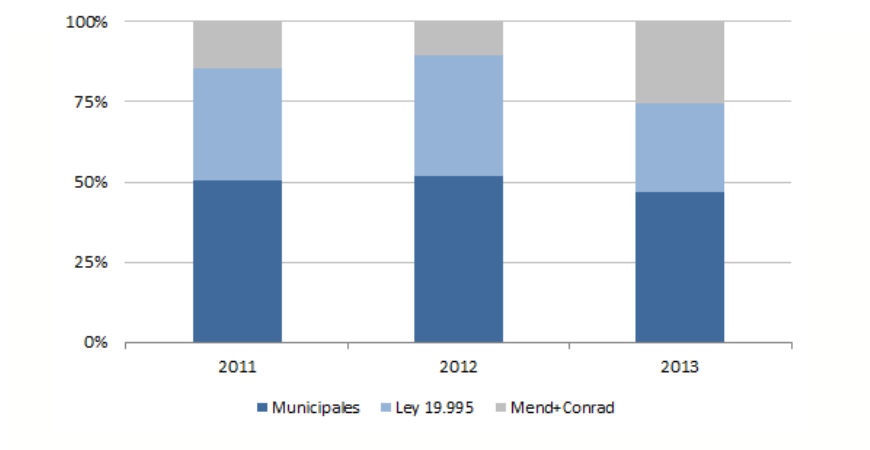
La sociedad ha presentado una completa reorganización, presentando actualmente la siguiente estructura administrativa:

Nombre	Cargo
Francisco Javier Martínez	Gerente General
Gerardo Cood S.	Gerente General División Chile
Juan Eduardo García N.	Gerente General División Atlántico
María Alejandra Maluk A.	Gerente Activos Inmobiliarios
Ignacio de la Cuadra G.	Gerente de Finanzas
Percy Albert Ecclefield A.	Gerente de Compliance
Ana Karina Navarrete F.	Auditoría y Control de Riesgo
Susana García E.	Gerente de Personas
Sofía Moreno S.	Gerente de Asuntos Corporativos

Líneas de negocio

La compañía posee nueve propiedades, en las cuales posee negocios de casinos, alimentos y bebidas y hoteles. En términos de generación de ingreso y de flujo, el negocio del juego es el que aporta el mayor porcentaje, seguido por alimentos y bebidas y hoteles. La distribución del EBITDA de acuerdo a la generación por casinos pertenecientes a las Ley 19.995, casinos municipales y en el extranjero se presenta en la Ilustración 1:⁷

Ilustración 1
Estructura EBITDA
2011-2013



Fuente: *Humphreys* en base a información proporcionada por 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

⁷ A objeto de presentación, se muestra la operación de las operaciones en Argentina y Uruguay. Sin embargo Mendoza deja de consolidar a partir de enero de 2013, en tanto Conrad consolida a partir de junio de ese año.

superior a los US\$ 1.000 millones. De esta forma, a las siete concesiones municipales de casinos existentes inicialmente, se agregaron 18 establecimientos adicionales amparados bajo la nueva ley.

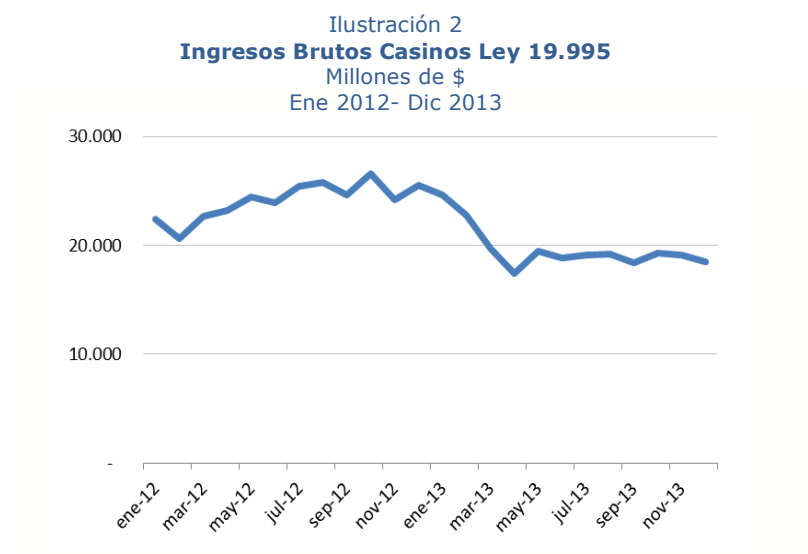
En el cuadro siguiente se observa la distribución de casinos a lo largo del país:

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**.

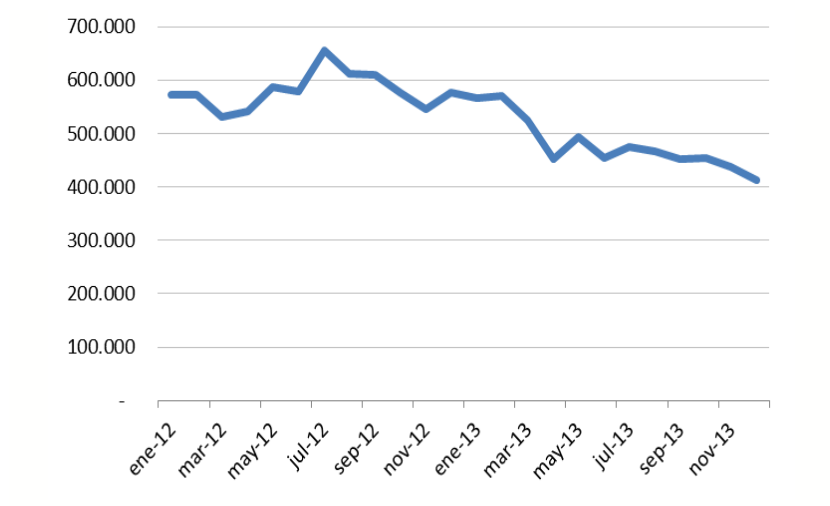
La constitución de nuevos casinos –aumento de la oferta- impulsó el crecimiento en el gasto de la población para este tipo de consumo, lo cual, sin embargo, ha sido revertido por la entrada en vigencia de la Ley de Tabaco y Ley de Alcoholes. De esta forma, según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a diciembre de 2013, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a US\$ 479 millones aproximadamente (ver Ilustración 2).

También se puede observar que, luego del máximo histórico de 6.964.522 alcanzado en 2012, durante 2013 se redujo el número de visitas, al totalizar 5.760.668, por efecto de los cambios legales señalados (ver Ilustración 3).



Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

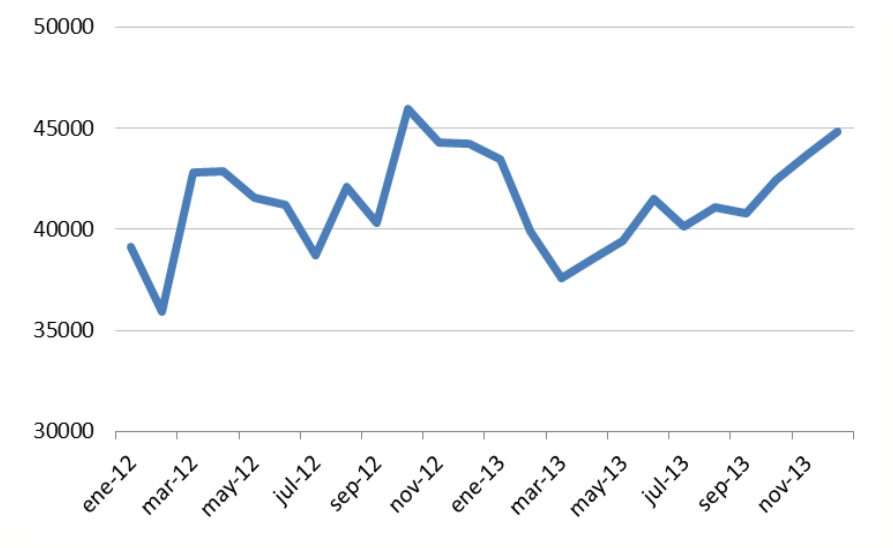
Ilustración 3
Visitas Casinos Ley 19.995
Ene 2012- Dic 2013



Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

En cuanto al gasto promedio por visita, se observa se observa que, luego de la caída evidenciada en marzo de 2013 (en parte por motivos estacionales), este indicador ha mostrado una tendencia creciente, como muestra la Ilustración 4, para situarse en valores similares a los registrados a fines de diciembre de 2012

Ilustración 4
Gasto Promedio Visitas Ley 19.995
Miles de \$
Ene 2012- Dic 2013

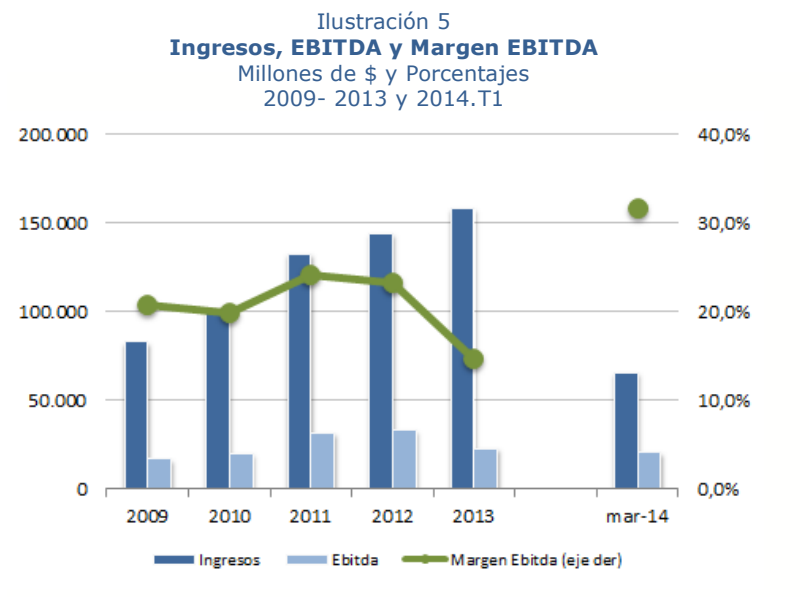


Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

Análisis financiero

Evolución ingresos

Durante los últimos tres años se puede observar un aumento sostenido en el nivel de ingresos de la compañía, pero una caída en las últimas observaciones del EBITDA (ver Ilustración 5). Con todo, aún se requiere un período más prolongado para conocer el margen EBITDA que registrará la emisora con la incorporación de Conrad.

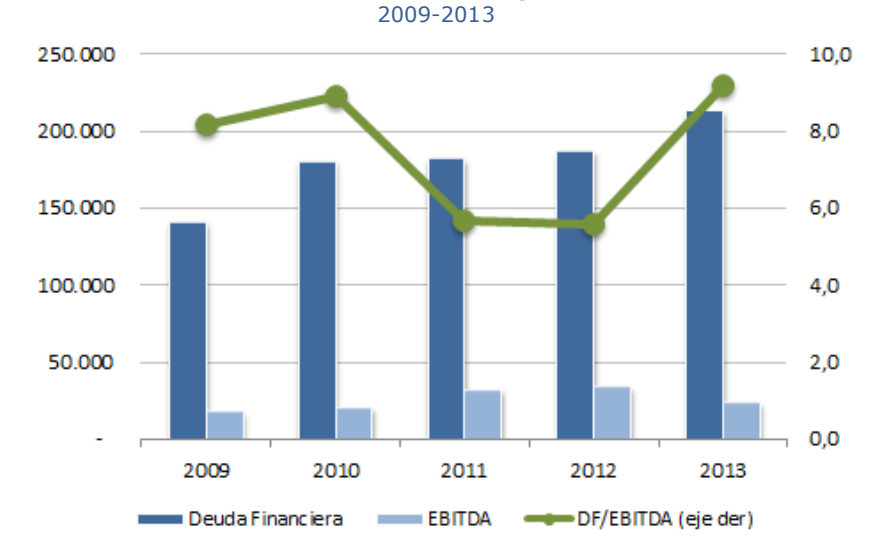


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

Endeudamiento

Luego de la reducción de la deuda durante 2011, como resultado del importante plan de inversiones ejecutado por la compañía en los períodos anteriores a esa fecha, el nivel absoluto de los pasivos financieros ha mostrado un incremento con motivo de la adquisición de las operaciones de Conrad en Uruguay. Más aún, la reducción del EBITDA ha significado, además, un incremento del endeudamiento relativo, como se aprecia en la Ilustración 6.

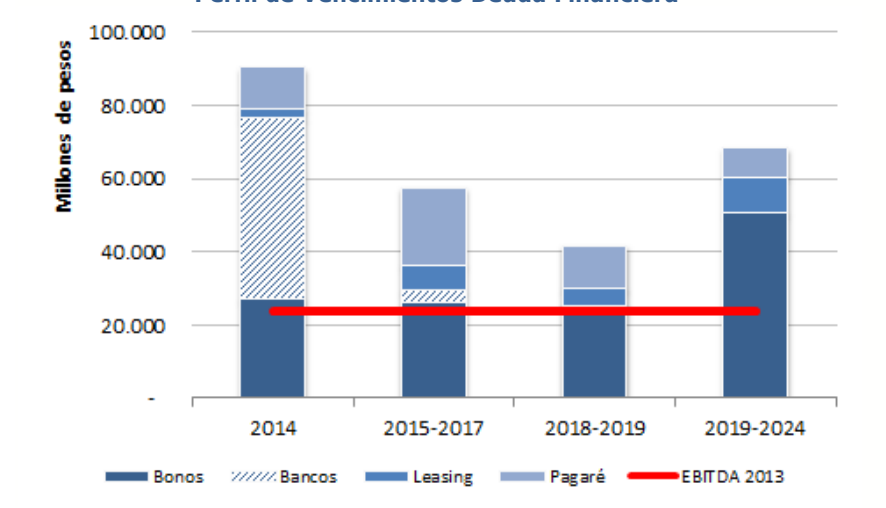
Ilustración 6
Deuda Financiera, EBITDA y DF/EBITDA
2009-2013



Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

Dado el perfil de vencimientos, para 2014 la compañía ha señalado que está considerando diversas opciones, tales como refinanciar parte con el sistema financiero, colocar acciones y eventual venta de participación de activos inmobiliarios, lo cual permitiría disponer de los recursos requeridos para los pagos del presente año. Para los próximos períodos se estima, que, dado que la operación de Conrad le permitiría alcanzar mayores niveles de EBITDA, esta clasificadora tuvo acceso a información que permite establecer la existencia de holgura de generación anual de EBITDA en comparación con los vencimientos de la deuda de la compañía (ver Ilustración 7). No obstante, en caso de pérdida de las concesiones municipales, y bajo supuestos plausibles, se observa una caída del FCLP, por lo cual no existirían mayores holguras para el servicio de sus compromisos financieros.

Ilustración 7
Perfil de Vencimientos Deuda Financiera

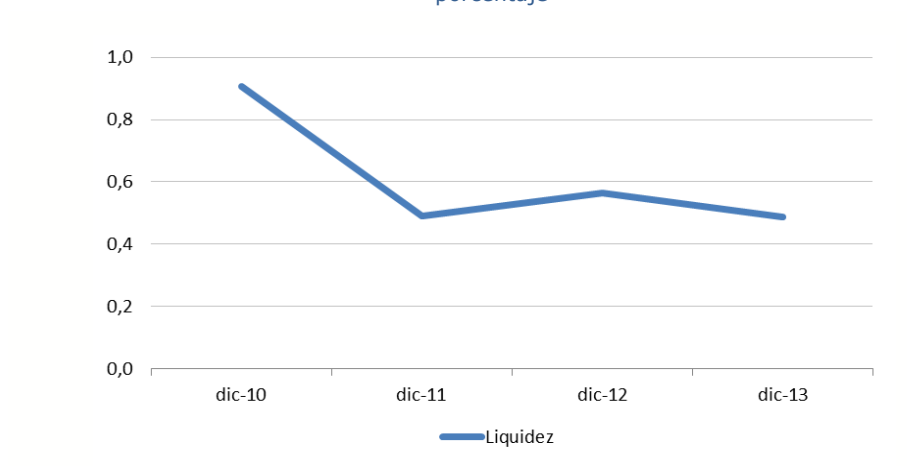


Fuente: **Humphreys** en base a información proporcionada por la empresa.

Liquidez

Al cierre de 2013 la liquidez de la compañía exhibió una caída respecto de sus valores de 2012 (ver Ilustración 8). Con todo, se debe reconocer que los bajos niveles contables de liquidez que muestra esta compañía son compatibles con el modelo de negocio propio de la industria, el cual genera altos niveles de caja en forma recurrente.

Ilustración 8
Evolución de la Liquidez
porcentaje

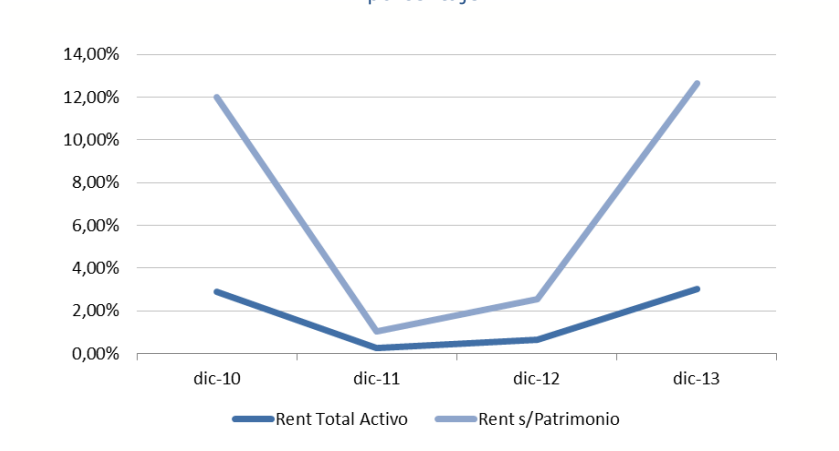


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

Rentabilidad

La rentabilidad de la compañía mostró una tendencia decreciente en el período 2010-12, como muestra la Ilustración 9, para, posteriormente exhibir una importante recuperación, la cual, no obstante, corresponde al reconocimiento de Otras Ganancias (Goodwill negativo) por la adquisición del 45% de Conrad en Uruguay, razón por la cual el más reciente registro no sería recurrente, y se esperaría una reducción en los períodos sucesivos.

Ilustración 9
Rentabilidad Total del Activo y Rentabilidad sobre Patrimonio
porcentaje



Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos inscritas por **Enjoy** a marzo de 2014 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	17/06/2010 – Nº637	17/06/2010 – Nº 638
Monto máximo ⁸	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	Marzo 2014
Deuda consolidada neta / Patrimonio	Menor a 2,0 veces	1,32 veces
Deuda financiera consolidada neta / EBITDA	Menor a 5,5 veces	5,41 veces
Obligaciones consolidadas netas / EBITDA	Menor a 4,0 veces	3,89 veces

"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."

⁸ 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.