



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior

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

Enjoy S.A.

Mayo 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 24335200 – Fax 24335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	BBB Estable
Línea de efectos de comercio Tendencia	BBB/ Nivel 2 Estable
EEFF base	31 de marzo 2016 ¹

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos 10 años	Nº 637 de 17.06.10
Línea de bonos 30 años	Nº 638 de 17.06.10
Serie C (BENJO-C)	Primera emisión
Serie E (BENJO-E)	Segunda emisión
Bono Serie F (BENJO-F)	Nº 784 de 30.07.14
Línea de efectos de comercio	Nº 109 de 06.07.15

Estado de Resultados IFRS								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Mar-15	Mar-16
Ingresos totales	102.375	132.961	144.413	158.652	214.627	233.238	66.224	90.364
Costo de ventas	-90.002	-107.285	-118.088	-140.179	-168.505	-181.968	-49.981	-62.725
Margen Bruto	12.373	25.676	26.325	18.473	46.122	51.270	16.243	27.640
Gastos de administración	-12.000	-12.494	-12.875	-19.803	-24.066	-26.962	-6.824	-8.918
Costos financieros	-7.579	-10.005	-13.067	-14.644	-16.781	-17.614	-4.151	-4.198
Ganancia (pérdida)	7.531	865	2.000	13.141	4.946	9.928	3.373	10.378
EBITDA	20.326	32.064	33.555	23.319	53.282	58.615	18.198	27.213

Balance General IFRS							
MM \$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	mar-16
Activos Corrientes	41.517	28.947	54.343	70.186	77.716	88.577	86.587
Efectivo y Equivalentes al Ef.	5.681	6.099	25.398	21.333	20.942	33.018	25.895
Activos No Corrientes	264.888	284.537	283.087	478.376	513.398	546.691	525.726
Total Activos	306.405	313.484	337.430	548.562	591.114	635.268	612.314
Pasivos Corrientes	45.875	59.190	96.454	143.828	115.875	136.918	128.382
Pasivos No Corrientes	181.081	174.856	163.482	272.962	323.530	338.247	324.892
Patrimonio total	79.449	79.438	77.494	131.771	151.710	160.103	159.039
Patrimonio y Pasivos, Total	306.405	313.484	337.430	548.562	591.114	635.268	612.314
Deuda Financiera	180.628	182.026	187.404	213.689	226.636	213.634	205.944

¹ El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2015. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2016 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 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.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de los bonos en "Categoría BBB" y los 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, 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

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.

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.

Eventos recientes

Durante el primer trimestre de 2016 los ingresos consolidados de la emisora alcanzaron \$90.364, lo que representa un aumento nominal de 36,5% respecto al mismo trimestre el año anterior. Del mismo modo, la ganancia aumentó desde \$3.373 millones a \$10.378, lo que representa un incremento de 208%, influido principalmente por el aumento de los ingresos de actividades ordinarias (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 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, desde junio de 2013, consolida las operaciones del Casino Conrad en Punta del Este, y desde el primer trimestre de 2016 consolida San Andrés, Colombia, 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 ingresos que en 2015 alcanzó a aproximadamente un 40%.²

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. Esta situación podría intensificarse debido a la incorporación de Conrad, el cual presenta un fuerte patrón estacional en su generación de ingresos (entre noviembre y marzo de cada año aumentan cerca de un 70% los ingresos de Conrad). A pesar del número reducido de unidades de negocios, se reconoce que los ingresos estarían relativamente protegidos a la entrada de nueva competencia, dada la normativa en Chile, que establece un número máximo de casinos por región.

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 (a marzo de 2016, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$349.000 millones).

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, 5,2 millones en 2014 y 5,4 millones en 2015.

Factores de riesgo

Pérdida de concesiones municipales: La compañía opera tres casinos municipales cuya licencia se renueva, en caso de aprobarse un proyecto actualmente en el Congreso, en 2017 (para comenzar la operación en 2018), lo cual permitiría a la autoridad preparar los próximos procesos licitatorios, pudiendo incluso extenderse la licencia, lo cual genera incertidumbre respecto de los flujos futuros. Si bien, los tres casinos municipales que opera la compañía representan una parte importante de sus ingresos (aproximadamente el 36%), 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 superior a empresas similares de la industria, alcanzando a diciembre 2015 las 3,6 veces, reduciéndose desde los valores superiores a 9 exhibidos en el

² Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

año 2013, como consecuencia del incremento del EBITDA asociado a la consolidación de Conrad y al crecimiento de los flujos de las unidades que operan en Chile.

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, según el proyecto de ley actualmente en el Congreso, se extingue el año 2017 y afectará los ingresos de algunos municipios.

Acceso limitado a flujos de Conrad: Los flujos provenientes de la operación de Conrad están limitados por las dificultades de movimientos de fondos, por ejemplo, la aplicación de impuestos a las remesas. Aun cuando la consolidación de la operación en Uruguay significa reconocer los ingresos y EBITDA generados en ese casino, en los hechos, **Enjoy** solo tiene acceso a los dividendos provenientes de Conrad.

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, 1.201 habitaciones de hotel y 65 restaurantes y bares, siete centros de convenciones y ocho *spa*, entre otros servicios. Adicionalmente a la oferta anterior, a partir de junio de 2013 se consolidan las operaciones de Conrad, lo que significó la incorporación de 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, Punta del Este (Uruguay), y San Andrés (Colombia).

A continuación se presenta la infraestructura operativa de la empresa a diciembre de 2015:

Unidad	TOTAL
Máquinas de Azar	6.664
Mesas de Juego	354
Posiciones de Bingo	532
Habitaciones y departamentos	1.201

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:

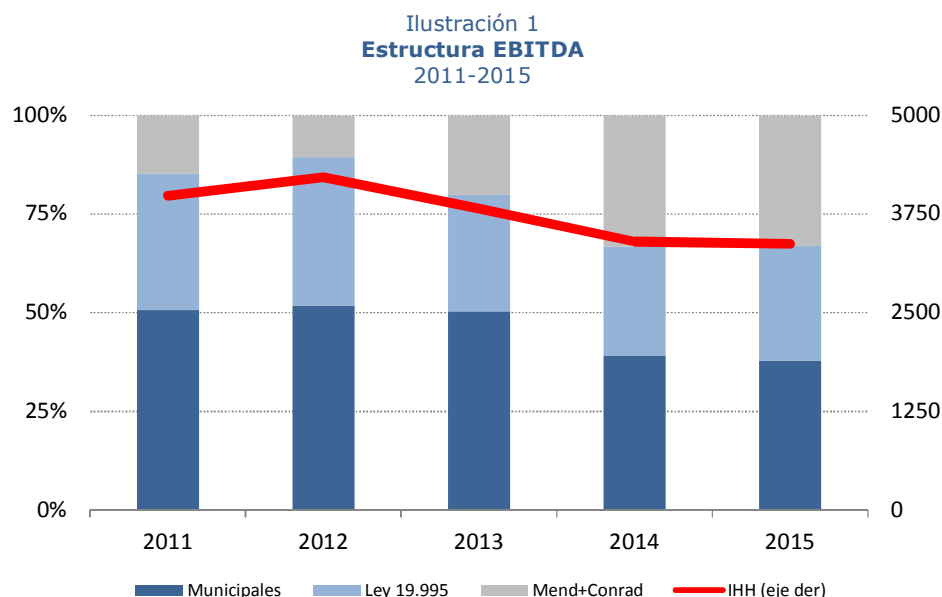
Nombre	% de Propiedad
Inv. E Inmobiliaria Almonacid Ltda.	47,36%
Compass Small Cap Chile F. I.	9,80%
Inv. Cumbres S.A.	9,74%
Siglo XXI fondo de Inversión	8,48%
Harrahs International Holding Company Inc.	4,55%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	3,72%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	3,68%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	2,06%
BTG Pactual Small Cap Chile F.I.	1,69%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	1,02%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	0,86%
FM Santander Acciones Chilenas	0,74%
Otros	6,30%

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

Nombre	Cargo
Francisco Javier Martínez	Presidente
Gerardo Cood S.	Gerente General
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
Cesar Romero Sáez.	Gerente Auditoría Interna
Eliseo Gracia Martinez.	Gerente de Hospitality
Santiago Salvestrini Prieto	Gerente de Marketing
Sebastián Fernando Truffello Palau	Gerente de Negocios de Juego
Andrés Borquez Soudy	Gerente General Casino Pucón
José Miguel Melo Pizarro	Gerente de Desarrollo Estratégico
Vicente Figueroa Salas	Gerente General Casino Viña del Mar
Juan Eduardo Parker	Gerente General Casino Rinconada
Santiago Nettle Gnazzo	Gerente General Casino Antofagasta
Roberto Andrés Mimica Godoy	Gerente General Casino Coquimbo
Gonzalo Ugarte Encinas	Gerente Planificación y Control de Gestión
Eduardo Andrés Sboccia Serrano	Gerente Servicios Legales
Miguel Andrés Miranda Manzur	Gerente General Casino Chiloé

Líneas de negocio

La compañía tiene siete 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 1³.



Fuente: *Humphreys* en base a información proporcionada por Enjoy.

La Ilustración 1 muestra, además, la caída presentada por el Índice de Herfindahl-Hirschman⁴ a partir de 2012, indicativo de una menor concentración en la generación de EBITDA.

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. 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:

³ 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.

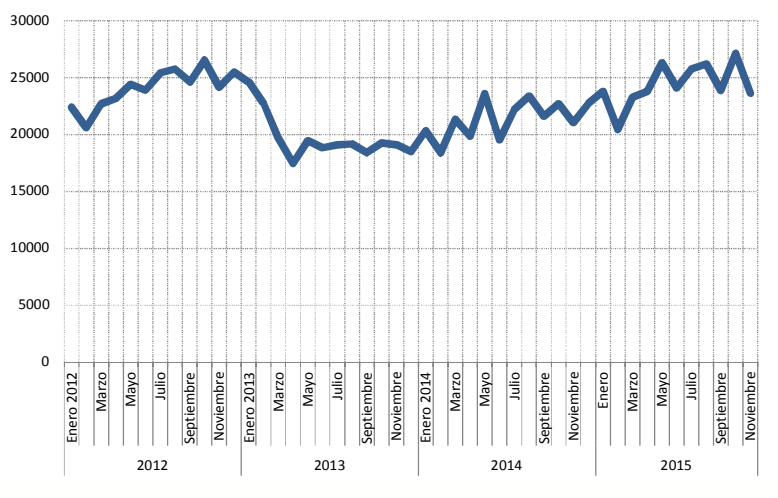
⁴ El Índice de Herfindahl-Hirschman corresponde a la suma al cuadrado de las participaciones de cada categoría, y fluctúa entre el valor 0 (absoluta desconcentración) y 10.000 (concentración máxima).

Municipales		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**.

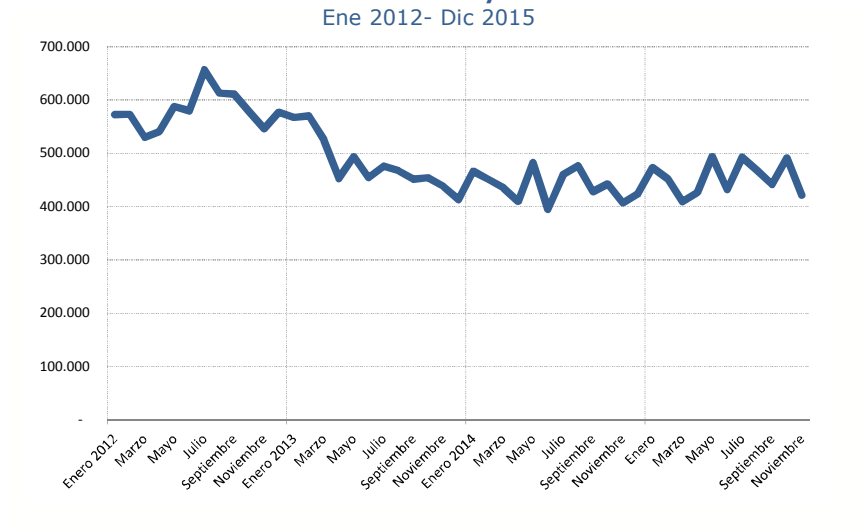
La constitución de nuevos casinos –aumento de la oferta- impulsó el crecimiento en el gasto de la población para este tipo de consumo, lo cual, sin embargo, se revirtió por la entrada en vigencia de la Ley de Tabaco y Ley de Alcoholes, para alcanzar el último ejercicio niveles similares a los de 2012. De esta forma, según datos de la Superintendencia de Casinos, de enero a diciembre de 2015, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente US\$ 378 millones aproximadamente (ver Ilustración 2) (ver Ilustración 3).

Ilustración 2
Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995
Millones de \$
Ene 2012- Dic 2015



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

Ilustración 3
Visitas Casinos Ley 19.995
Ene 2012- Dic 2015



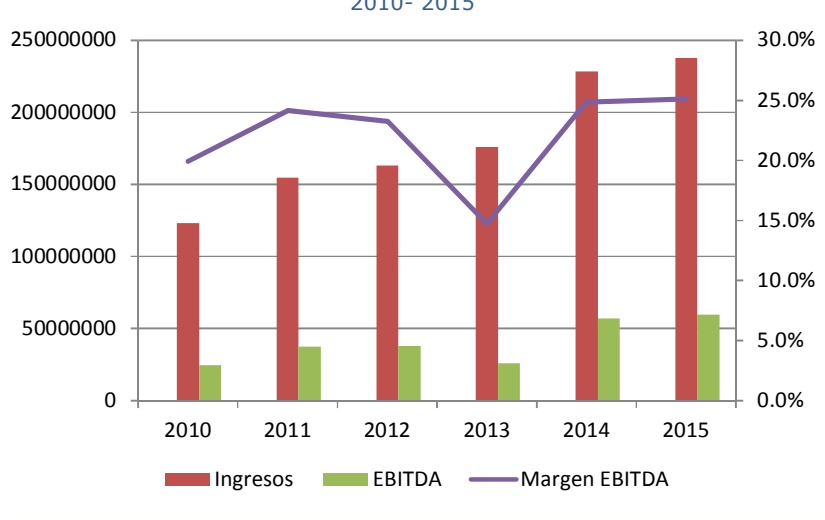
Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego.

Análisis financiero

Evolución ingresos

Durante los últimos seis años se puede observar una tendencia creciente en los ingresos de la compañía. El EBITDA, en tanto, luego de presentar una caída durante 2013, se ha recuperado, exhibiendo un margen EBITDA de aproximadamente 25% durante 2015, similar a los registros obtenidos en el bienio 2011-2012. El flujo de efectivo de la operación, a pesar de mostrar un aumento debido a la consolidación de Conrad, exhibe un incremento menor que el registrado por el EBITDA (ver Ilustración 4).

Ilustración 4
Ingresos, EBITDA y Margen EBITDA
 Millones de \$ y Porcentajes
 2010- 2015



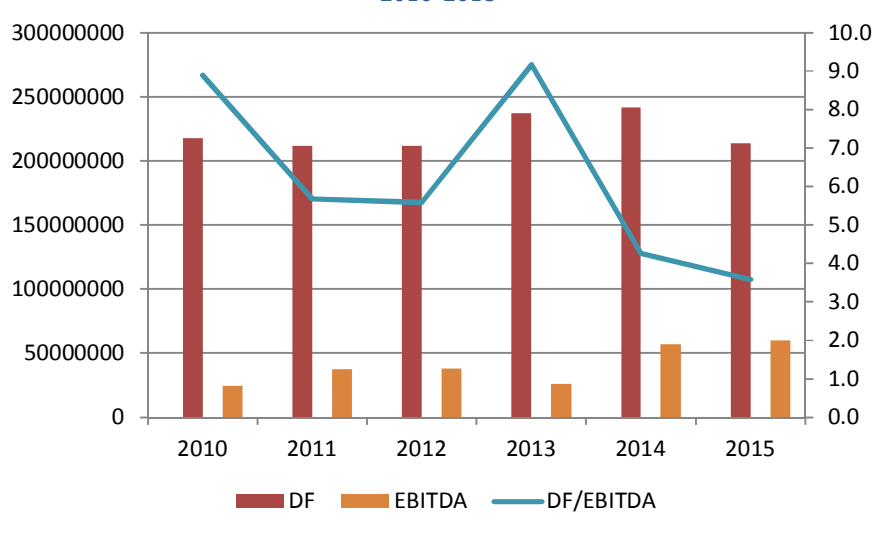
Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

Endeudamiento

El incremento de los pasivos financieros registrado en el período 2012-2013, significaron el aumento de la relación Deuda Financiera/EBITDA a niveles superiores a 9 veces durante 2013, nivel similar al registrado a 2010, como resultado, en ese período, de las fuertes inversiones realizadas en los ejercicios anteriores.

Sin embargo, el importante incremento registrado en el EBITDA durante 2014 y 2015 ha significado que el indicador DF/EBITDA se haya reducido a 4,3 veces y 3,6 veces, respectivamente, el menor registro en el período 2009-2015, como se aprecia en la Ilustración 5.

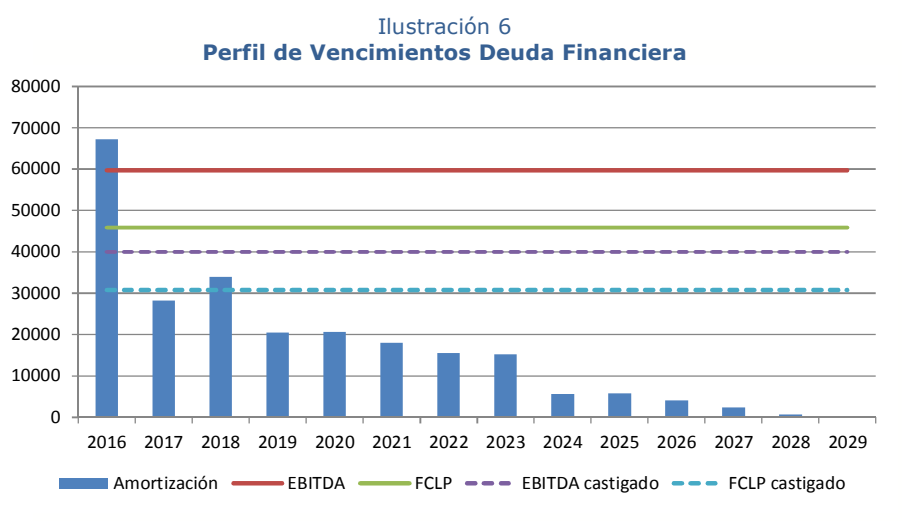
Ilustración 5
Deuda Financiera, EBITDA y DF/EBITDA
 2010-2015



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

La Ilustración 6 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo⁵ (FCLP) registrados durante 2015. Se observa que, dada la capacidad de generación de flujos, representado por el EBITDA, existiría un nivel de holgura, el cual, no obstante, sería menos significativo si se compara con el indicador de FCLP estimado por **Humphreys**.

En caso de estresar los flujos para reflejar la posible pérdida de las concesiones municipales en 2017, la Ilustración 6 muestra, además, que los niveles de EBITDA serían insuficientes para cubrir los vencimientos de 2018, requiriendo refinanciar sus pasivos (de los pasivos que vencen en 2016, \$ 45.000 millones corresponden a créditos bullet, que deben ser renovados), realizar un incremento de capital, o bien la empresa podría enajenar activos para poder hacer frente a las obligaciones.



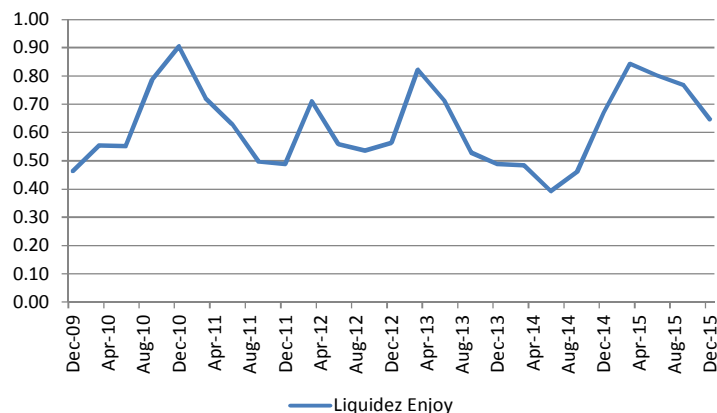
Fuente: **Humphreys** en base a información proporcionada por la empresa.

Liquidez

Al cierre de 2015 la liquidez de la compañía exhibió una leve disminución respecto de sus valores de 2014, desde 0,67 veces a 0.65 veces (ver Ilustración 7). 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.

⁵ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular

Ilustración 7
Evolución de la Liquidez
Diciembre 2009/diciembre 2015

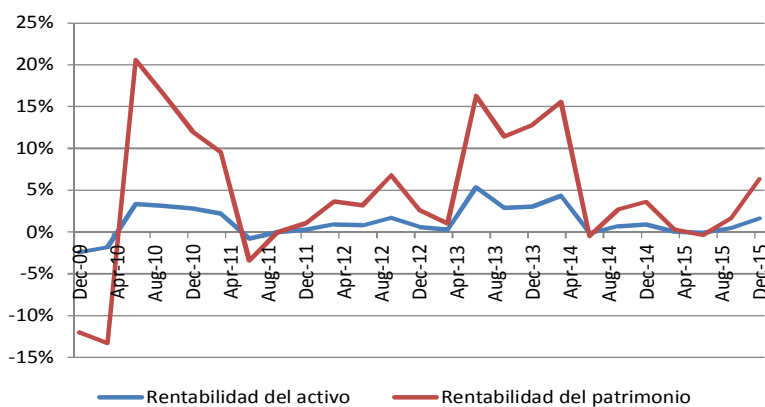


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de **Enjoy**.

Rentabilidad

Luego de exhibir un alto nivel de rentabilidad durante 2013 (correspondiente, sin embargo, al reconocimiento de Otras Ganancias [*goodwill* negativo] generadas por la adquisición de Conrad), estos indicadores registraron una disminución, situándose en niveles levemente superiores a los registrados en el período 2011-2012 (ver Ilustración 8). En el último periodo la rentabilidad sobre el patrimonio aumentó de 3,6% en diciembre de 2014 a 6,3% en diciembre de 2015.

Ilustración 8
Rentabilidad Total del Activo y Rentabilidad sobre Patrimonio
Diciembre 2009/diciembre 2015. Porcentaje



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

Características de las líneas de bonos

Las características de las líneas de bonos y bonos inscritos por **Enjoy** a marzo de 2016 son:

Características de las líneas de bonos

Nº y fecha de inscripción	17/06/2010 – Nº 637	17/06/2010 – Nº 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

Características de los bonos serie F

Nº y fecha de inscripción	30/07/2014 – Nº 784
Monto	UF 1.658.500
Plazo vencimiento	7 años

Covenants financieros

	Límite	Diciembre 2015
Deuda consolidada neta / Patrimonio	Menor o igual a 2,0 veces	1,13 veces
Deuda financiera consolidada neta / EBITDA	Menor o igual a 4,0 veces	3,08 veces
Activos libres de gravámenes / saldo insoluto obligaciones financieras sin garantías	Mayor o igual a 1,5 veces	4,42 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."

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.