



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Carlos García B.

Luis Felipe Illanes Z.

Tel. (56) 22433 5200

[luisfelipe.illanes@humphreys.cl](mailto:luisfelipe.illanes@humphreys.cl)

[carlos.garcia@humphreys.cl](mailto:carlos.garcia@humphreys.cl)

## Enjoy S.A.

Mayo 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de efectos de comercio Tendencia	Nivel 3/BBB- En Observación
Bonos y líneas de bonos Tendencia	BBB- En Observación
Acciones (ENJOY) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	31 de diciembre de 2016 <sup>1</sup>

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Bonos Serie F (BENJO-F)	Nº 784 de 30.07.14
Línea de bonos	Nº 637 de 17.06.10
Línea de bonos	Nº 638 de 17.06.10
Bono Serie C (BENJO-C)	Primera emisión
Bono Serie E (BENJO-E)	Segunda emisión
Línea de efectos de comercio	Nº 109 de 06.07.15
Línea de efectos de comercio	Nº 113 de 06.09.16
Línea de efectos de comercio	Nº 116 de 21.11.16

Estado de Resultados IFRS								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Mar-17
Ingresos totales	102.375	132.961	144.413	158.652	214.627	233.238	273.564	86.236
Costo de ventas	-90.002	-107.285	-118.088	-140.179	-168.505	-181.968	-216.166	-64.360
Margen Bruto	12.373	25.676	26.325	18.473	46.122	51.270	57.399	21.876
Gastos de administración	-12.000	-12.494	-12.875	-19.803	-24.066	-26.962	-29.427	7.252
Costos financieros	-7.579	-10.005	-13.067	-14.644	-16.781	-17.614	-16.899	-9.294
Ganancia (pérdida)	7.531	865	2.000	13.141	4.946	9.928	-37.109	4.001
EBITDA	20.326	32.064	33.555	23.319	53.282	58.615	61.859	

<sup>1</sup> El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 31 de diciembre de 2016. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de marzo de 2017 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.

**Estado de Situación Financiera IFRS**

MM \$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	Mar-17
Activos Corrientes	41.517	28.947	54.343	70.186	77.716	88.577	94.934	79.810
Efectivo y Equivalentes al Ef.	5.681	6.099	25.398	21.333	20.942	33.018	41.590	25.896
Activos No Corrientes	264.888	284.537	283.087	478.376	513.398	546.691	479.738	473.806
<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>635.268</b>	<b>574.672</b>	<b>553.616</b>
Pasivos Corrientes	45.875	59.190	96.454	143.828	115.875	136.918	277.845	258.442
Pasivos No Corrientes	181.081	174.856	163.482	272.962	323.530	338.247	185.616	179.815
Patrimonio total	79.449	79.438	77.494	131.771	151.710	160.103	111.210	115.360
<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>635.268</b>	<b>574.672</b>	<b>553.616</b>
Deuda Financiera	180.628	182.026	187.404	213.689	226.636	213.634	225.991	217.193

**Opinión**
**Fundamento de la clasificación**

**Enjoy S.A.<sup>2</sup>** (**Enjoy**) es una empresa del rubro de la entretenimiento, 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 2016, la empresa generó ingresos por unos US\$ 409 millones y un EBITDA cercano a US\$ 92 millones. La deuda financiera a igual período alcanzaba los US\$ 338 millones.

Entre las principales fortalezas de **Enjoy** que sirven de fundamento para la calificación de la línea de efectos de comercio en "Categoría BBB-/Nivel 3", destacan las características propias del negocio, por su capacidad para generar flujos una vez consolidadas sus unidades operativas. En este sentido, el desarrollo comercial tiene ciertas características similares a un proyecto de infraestructura, en el que se efectúa una fuerte inversión inicial que permite soportar un elevado incremento en el nivel de ingresos con gastos relativamente estables en el período de explotación del proyecto. La sociedad ha exhibido un margen EBITDA que ha oscilado entre 20% y 25%, medido sobre la base de los estados financieros terminados a diciembre en los últimos cinco años.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por el comportamiento de la demanda dentro de un entorno estable (*ceteris paribus*), tanto por el ritmo de crecimiento experimentado en el pasado como por las expectativas de incremento a futuro, descontado el efecto de la implementación de la Ley de Tabaco y Alcoholes en 2013, y que implica un cambio en aquellos factores circundantes con mayor estabilidad en el tiempo. Se valora, asimismo, la diversificación geográfica de los casinos, en efecto, la

<sup>2</sup> Mayores antecedentes ver en Reseña de Clasificación de bonos de julio de 2016, en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).

---

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 Enjoy 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 o, en su defecto, en los años siguientes (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.

Adicionalmente, más allá como se resuelva el estatus de los casinos municipales, dado que el casino se trata de un negocio regulado, el emisor siempre estará expuesto a cambios en la legislación que afecta al sector. Por otro lado, dado la relevancia de Enjoy Punta del este dentro de los ingresos de la compañía, la empresa presentará especial sensibilidad a la situación económica de Uruguay, en donde se ubica el casino, y de Brasil y Argentina, dada la importancia de la demanda de dichos países. También, cambios en la oferta de casinos de Brasil y Argentina podrían afectar el nivel de operaciones de Enjoy Punta del Este que, además, concentra sus ingresos en los meses estivales.

La clasificación ha sido tomando en cuenta que recientemente **Enjoy** emitió un bono por US\$ 300 millones y que, en el segundo semestre de 2016 postergó un aumento de capital. Lo anterior ha implicado una deuda financiera comparativamente elevada, pero que ha descomprimido los flujos del emisor hasta el año 2022; no obstante, el fuerte vencimiento en el ejercicio de 2022, cerca de US\$ 330 millones, introduce el riesgo de refinanciamiento.

La tendencia de la clasificación de riesgo se mantendrá "*En Observación*" mientras no se efectúe la emisión de acciones que tiene planificada la compañía, la que se espere que se lleve a cabo en un tiempo prudente. Una vez efectuado el aumento de capital, dependiendo los términos del mismo, la clasificadora revisará nuevamente la categoría de riesgo asignada, salvo que con anterioridad surgiernan hechos o circunstancias que ameritaren reexaminar la situación de solvencia de **Enjoy**.

## 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 2016

En los doce meses de 2016, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 273.564 millones, lo que implica un alza de 17,3% respecto a igual período del año anterior, principalmente producto del aumento del ingreso de máquinas de azar y mesas de juego de la emisora.

El costo de explotación del período pasó de \$ 181.968 millones en 2015, a \$ 216.166 millones a diciembre 2016, incrementándose un 18,8%, registro inferior a la expansión de los ingresos, debido a los mayores costos de hotel, casino, AA&BB y gastos por servicios básicos. Los gastos de administración, por su parte, aumentaron un 9,1% hasta \$ 29.427 millones. Aun cuando el margen bruto se incrementó en casi 12,0%, la empresa tuvo una pérdida total de \$ 37.109 millones debido al reconocimiento del compromiso de Enjoy de ejercer la Put por el 55% del casino Enjoy Punta del Este.

El EBITDA del período fue de \$ 61.859 millones, lo que significa un incremento menor al 1% respecto de diciembre de 2015, cuando alcanzó los \$ 61.466 millones. El resultado del ejercicio, por su parte, presentó una disminución de 474%, pasando desde \$ 9.928 millones en 2015 a un resultado negativo por \$ 37.109 millones en diciembre de 2016, influido principalmente por la disminución exhibida por las otras ganancias debido a la variación de la valorización de la opción *put* por el casino Enjoy Punta del Este. Al cierre de los estados financieros, la empresa registraba un patrimonio de \$ 111.210 millones y una deuda financiera de \$225.991 millones, un 5,8% mayor a la deuda de diciembre 2015 (sin contabilizar la deuda con relacionados como financiera).

## Eventos recientes

A mayo de 2017 la empresa realizó la emisión de un bono internacional por US\$ 300 millones para financiar el ejercicio de la opción *put* por US\$ 174 millones, financiar el ejercicio de la opción de compra de acciones Serie B emitidas por inversiones inmobiliarias Enjoy SpA y prepagar algunos créditos locales (incluida la amortización de las series de efectos de comercio).

Durante el primer trimestre de 2017 los ingresos consolidados de la emisora alcanzaron \$86.236 millones, lo que representa una disminución de 5% respecto al mismo trimestre el año anterior. Los costos de ventas aumentaron en 3% dentro del periodo señalado llegando a los \$64.360 millones, por lo que el margen bruto disminuyó en un 21%, llegando a los \$ 21.876 millones. Los gastos de administración disminuyeron un 19% para el periodo señalado, sin embargo los costos financieros aumentaron en 121%. Todo lo anterior influyó en una baja en el resultado final de un 61% para el periodo, pasando desde los \$ 10.378 millones en marzo de 2016 a \$4.001 millones a marzo de 2017.

## 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 3** (títulos de deuda de corto plazo)

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con 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.

### **Primera Clase Nivel 3** (títulos accionarios)

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una buena combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

### **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.

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

## 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 Enjoy 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, a nivel de Chile, se refleja en la participación de mercado de la compañía en términos de ingresos que en 2016 alcanzó a aproximadamente un 39%.<sup>3</sup>

**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 se intensifica debido a la incorporación de Enjoy Punta del Este, 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 Enjoy Punta del Este). 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 (3 casinos máximos y uno como mínimo y no pueden estar ubicados a una distancia vial menor a 70 km, la región metropolitana no puede tener casinos).

**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 diciembre de 2016, los activos fijos de la compañía bordeaban los \$341.000 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, 5,4 millones en 2015 y 5,5 millones en 2016.

## 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

<sup>3</sup> Fuente: **Humphreys** en base a información de la Superintendencia de Casinos de Juego

(aproximadamente el 34%), 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 2016 las 3,7 veces, reduciéndose desde los valores superiores a 9 exhibidos en el año 2013, como consecuencia del incremento del EBITDA asociado a la consolidación de Enjoy Punta del Este y al crecimiento de los flujos de las unidades que operan en Chile. Sin embargo en el último mes debido a la emisión internacional para financiar la *Put* por 55% de Enjoy Punta del Este de Enjoy, el indicador deuda financiera EBITDA sube a 6,9 veces.

**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.

**Característica de los flujos de Enjoy Punta del Este:** Los flujos provenientes de las filiales, formalmente, debiesen provenir del retiros de utilidades por parte de la matriz y, en caso de requerirse la utilización de los flujos totales (ejemplo, EBITDA), a través de medios alternativos como créditos, prestación de servicios (reales), reducción de capital u otros. Estos mecanismos alternativos siempre estarán sujetos a mayor riesgo de regulación, en particular si es una inversión extranjera, por cuanto los países tienden a evitar la "fuga de divisas", sobre todo cuando presentan mayores niveles de riesgo (Uruguay está calificada en Baa2, tendencia negativa). Cabe señalar que el casino de Punta del Este es muy relevante dentro del total de EBITDA del emisor.

## 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, 1.362 habitaciones de hotel, 65 restaurantes y bares, diez 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 Enjoy Punta del Este, lo que significó la incorporación de 294 habitaciones de hotel y casi 570 máquinas tragamonedas.

Actualmente, la sociedad cuenta con más de 335.000 metros cuadrados para el desarrollo de sus actividades, con presencia en las ciudades de Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Villarrica, Puerto Varas, 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 2016:

Unidad	TOTAL
Máquinas de Azar	6.824
Mesas de Juego	367
Posiciones de Bingo	508
Habitaciones	1.362

## 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.	11,45%
Siglo XXI fondo de Inversión	9,97%
Inv. Cumbres S.A.	9,74%
Harrahs International Holding Company Inc.	4,55%
Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa	3,78%
Inversiones Megeve Dos Ltda.	3,68%
Fondo de Inversión Santander Small Cap	2,70%
Bolsa de Comercio de Santiago Bolsa de Valores	0,51%
FM Santander Acciones Chilenas	0,48%
Banchile Corredora de Bolsa S.A.	0,45%
Chile, Fondo de Inversión Small Cap	0,39%
Otros	4,94%

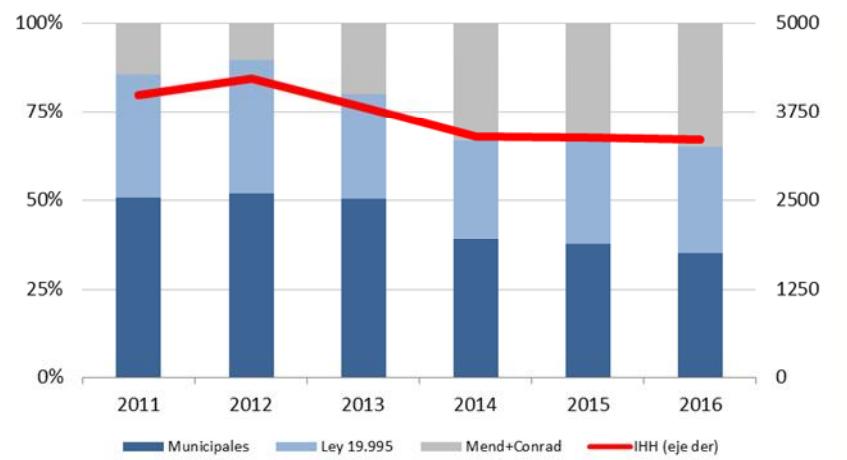
La sociedad ha presentado una completa reorganización, presentando actualmente la siguiente estructura administrativa:

Nombre	Cargo
Francisco Javier Martínez	Presidente
Gerardo Cood S.	Gerente General
Darío Amenabar Zegers	Gerente de Finanzas
Percy Albert Ecclefield A.	Gerente de Compliance
Cesar Romero Sáez.	Gerente Auditoría Interna
Eliseo Gracia Martínez.	Gerente de Hospitality
Santiago Salvestrini Prieto	Gerente de Marketing
Sebastián Fernando Truffello Palau	Gerente de Negocios de Juego
José Miguel Melo Pizarro	Gerente de Desarrollo Estratégico
Gonzalo Ugarte Encinas	Gerente Planificación y Control de Gestión
Eduardo Andrés Sboccia Serrano	Gerente Servicios Legales

## 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 1<sup>4</sup>.

Ilustración 1  
Estructura EBITDA  
2011-2015



Fuente: Humphreys en base a información proporcionada por Enjoy.

<sup>4</sup> 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 Enjoy Punta del Este consolida a partir de junio de ese año.

La Ilustración 1 muestra, además, la caída presentada por el Índice de Herfindahl-Hirschman<sup>5</sup> 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 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:

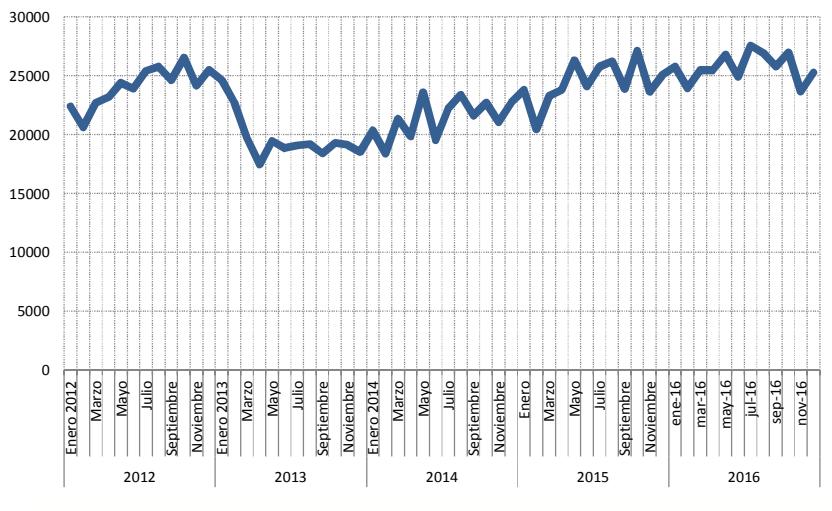
Municipales		19.995			
Arica	Puerto Varas	Antofagasta*	Mostazal	Los Ángeles	Coyhaique
Iquique	Puerto Natales	Calama	Santa Cruz*	Temuco	Ovalle
Coquimbo*		Copiapó	Talca	Valdivia	Castro*
Viña del Mar*		Rinconada*	Chillán	Osorno	
Pucón*		San Antonio	Talcahuano	Punta Arenas	

\*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 2016, los ingresos brutos de los casinos concesionados por la ley 19.995 (excluidas concesiones municipales) ascendieron a aproximadamente US\$ 461 millones aproximadamente (ver Ilustración 2) (ver Ilustración 3).

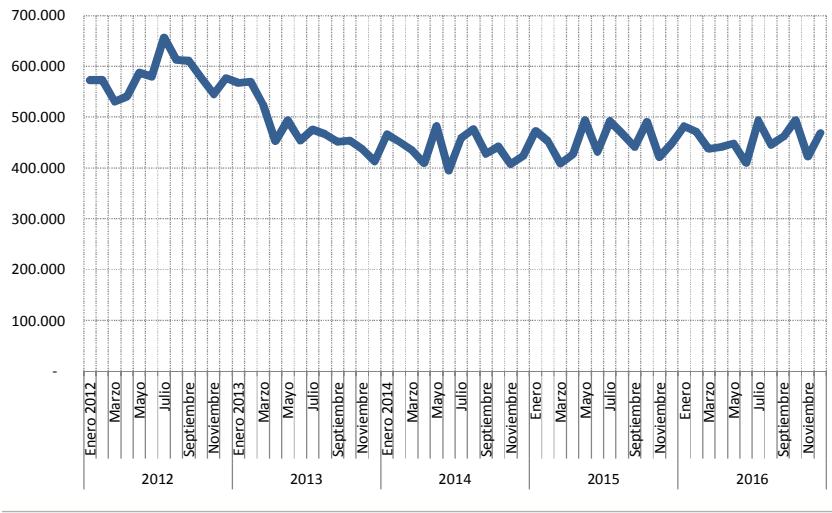
<sup>5</sup> El Índice de Herfindahl-Hirschman corresponde a la suma al cuadrado de las participaciones de cada categoría, y fluctúa entre el valor 0 (absoluta desconcentración) y 10.000 (concentración máxima).

Ilustración 2  
**Ingresos Brutos Casinos Ley 19.995**  
 Millones de \$  
 Ene 2012- Dic 2016



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

Ilustración 3  
**Visitas Casinos Ley 19.995**  
 Ene 2012- Dic 2016



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

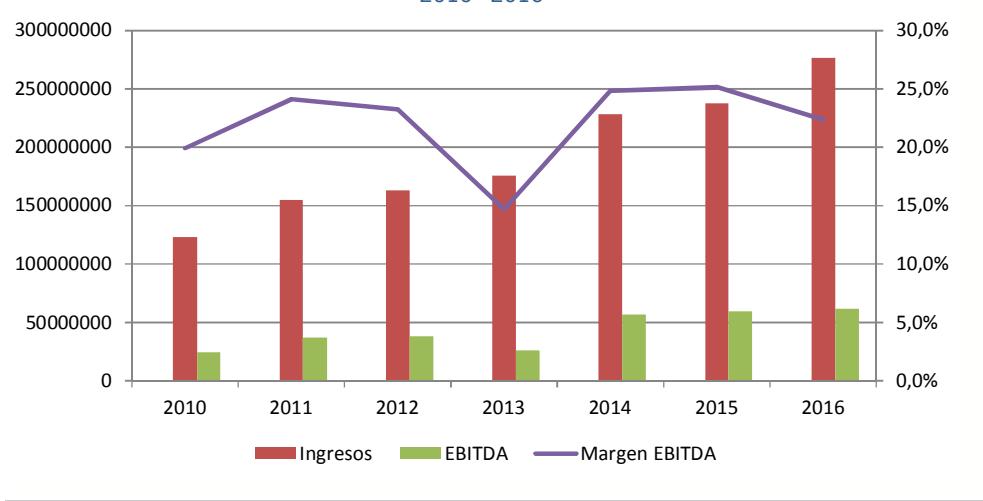
## Análisis financiero

### 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 22% durante 2016, 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 Enjoy Punta del Este, 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- 2016



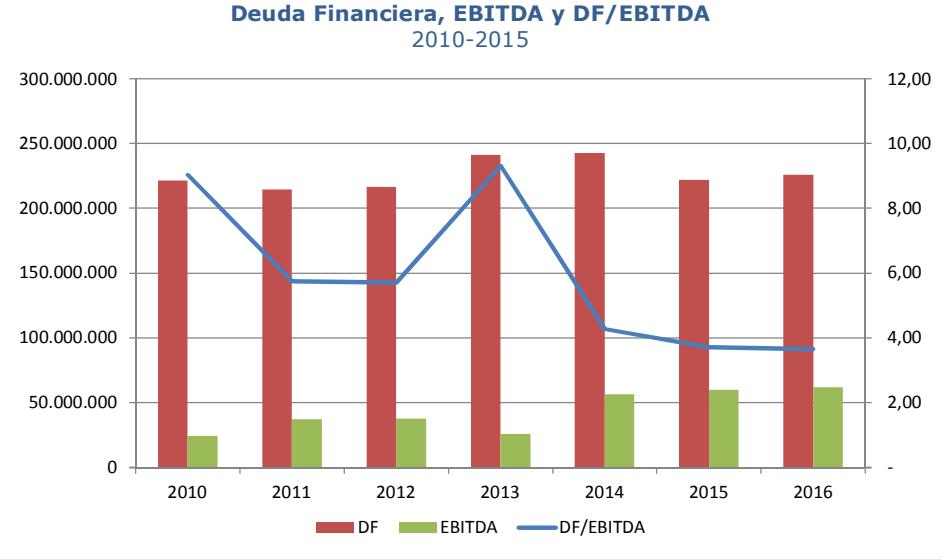
Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

## 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 2015 y 2016 ha significado que el indicador DF/EBITDA se haya reducido a 3,6 veces y 3,7 veces, respectivamente, el menor registro en el período 2009-2016, como se aprecia en la Ilustración 5. No obstante, asumiendo que el bono en EEUU se hubiese emitido en diciembre de 2016, y considerando los pagos de pasivos, la relación hipotética sería 5,8 veces.

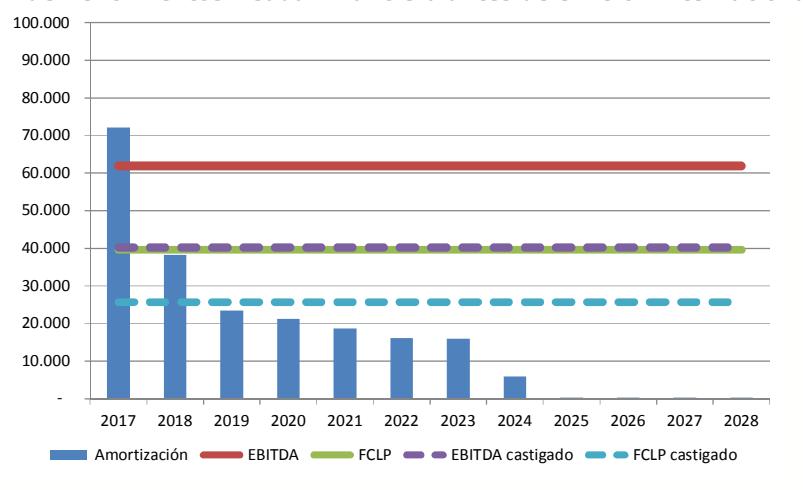
**Ilustración 5**  
**Deuda Financiera, EBITDA y DF/EBITDA**  
 2010-2015



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

La Ilustración 6 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA, a diciembre de 2016, y el Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>6</sup> (FCLP) registrado durante 2016. En el primer caso, se considera el programa de amortización de la deuda actual y, en el segundo, se incluyen el bono internacional y los prepagos que eventualmente se llevarían a cabo con los recursos captados con la emisión del título de deuda (mostrando el desahogo de la liquidez hasta 2022). Obviamente, los flujos del emisor se verían deteriorados en el evento que se perdieran los casinos bajo concesión municipal; no obstante, la compañía podría enajenar los activos asociados y de esta manera disminuir el nivel de sus pasivos.

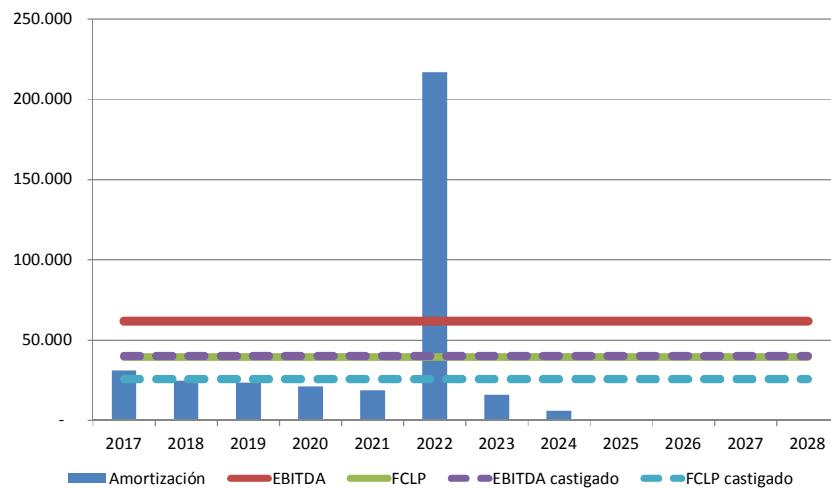
**Ilustración 6**  
**Perfil de Vencimientos Deuda Financiera antes de emisión internacional**



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

<sup>6</sup> 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

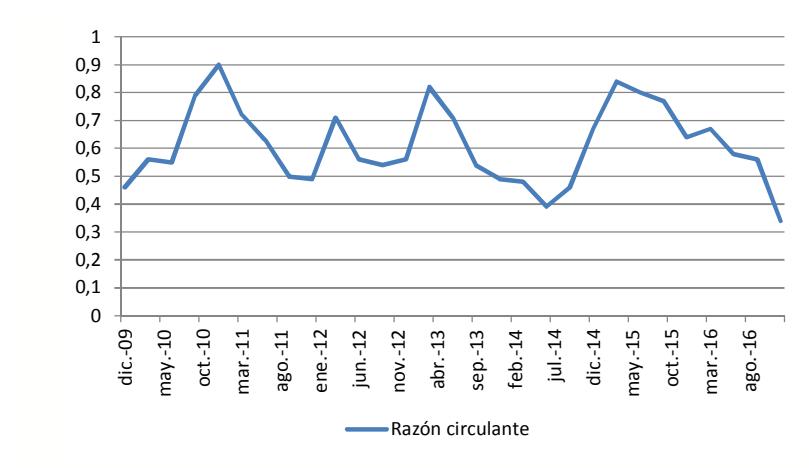
Ilustración 7  
**Perfil de Vencimientos Deuda Financiera después de emisión internacional**



## Liquidez

Al cierre de 2016 la liquidez de la compañía exhibió una leve disminución respecto de sus valores de 2015, desde 0,65 veces a 0.34 veces (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. Cabe agregar, que con la colocación del bono en EEUU y los pagos de deuda programados, se refuerza la liquidez de la compañía.

Ilustración 8  
**Evolución de la Liquidez**  
 Diciembre 2009/diciembre 2016

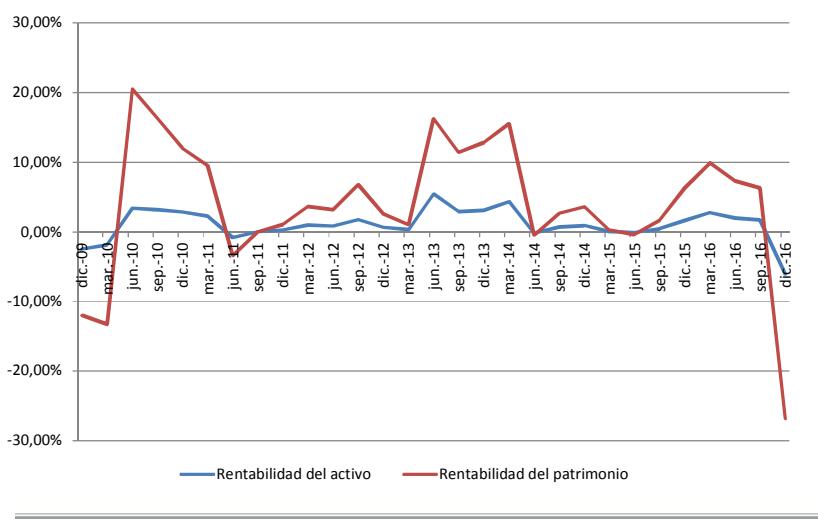


Fuente: **Humphreys** en base a FECUs de Enjoy.

## 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 Enjoy Punta del Este), estos indicadores registraron una disminución, situándose en niveles levemente superiores a los registrados en el período 2011-2012 (ver Ilustración 9). En el último período la rentabilidad sobre el patrimonio aumentó de 3,6% en diciembre de 2014 a 6,3% en diciembre de 2015.

Ilustración 9  
**Rentabilidad Total del Activo y Rentabilidad sobre Patrimonio**  
Diciembre 2010/diciembre 2015. 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 2017 son:

Características de las líneas de bonos		
Nº y fecha de inscripción	17/06/2010 – N°637	17/06/2010 – N° 638
Monto máximo <sup>7</sup>	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

<sup>7</sup> 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.

### Covenants financieros

	Líneas de bonos	Diciembre 2016
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 aquélla que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*