



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Cambio de Clasificación y  
Tendencia**

Analista

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

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

## Enjoy S.A.

Noviembre 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º  
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
Líneas de bonos y bonos Tendencia	<b>BBB<sup>1</sup></b> <b>Estable<sup>2</sup></b>
EEFF base	Septiembre 2014

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos 10 años Serie A	Nº 637 de 17.06.10 Primera emisión
Serie D	Segunda emisión
Línea de bonos 30 años Serie C	Nº 638 de 17.06.10 Primera emisión
Serie E	Segunda emisión
Bono Serie F	Nº 784 de 30.07.14

Estado de Resultados IFRS							
MM \$	2009	2010	2011	2012	2013	Sept-13	Sept-14
Ingresos totales	83.254	102.375	132.961	144.413	158.652	109.049	156.447
Costo de ventas	-71.650	-90.002	-107.285	-118.088	-140.265	-97.669	-122.284
Margen Bruto	11.604	12.373	25.676	26.325	18.387	11.380	34.163
Gastos de administración	-9.025	-12.000	-12.494	-12.875	-19.717	-15.113	-19.742
Costos financieros	-11.948	-7.579	-10.005	-13.067	-14.644	-11.114	-12.724
Ganancia (pérdida)	-5.564	7.531	865	2.000	13.141	14.254	4.877
EBITDA	17.252	20.326	32.064	33.555	23.319	13.892	37.190

Balance General IFRS						
MM \$	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12	30-sept-13	30-sept-14
Activos Corrientes	23.484	41.517	28.947	54.343	63.719	74.449
Efectivo y Equivalentes al Ef.	4.404	5.681	6.099	25.398	21.260	31.272
Activos No Corrientes	207.442	264.888	284.537	283.087	476.584	512.655
<b>Total Activos</b>	<b>230.925</b>	<b>306.405</b>	<b>313.484</b>	<b>337.430</b>	<b>540.304</b>	<b>587.104</b>
Pasivos Corrientes	50.624	45.875	59.190	96.454	117.412	161.554
Pasivos No Corrientes	133.846	181.081	174.856	163.482	285.861	272.533
Patrimonio total	46.455	79.449	79.438	77.494	137.030	153.017
<b>Patrimonio y Pasivos, Total</b>	<b>230.925</b>	<b>306.405</b>	<b>313.484</b>	<b>337.430</b>	<b>540.304</b>	<b>587.104</b>
Deuda Financiera	141.030	180.628	182.026	187.404	210.940	213.401

<sup>1</sup> Clasificación anterior: BBB-.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: En Observación.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

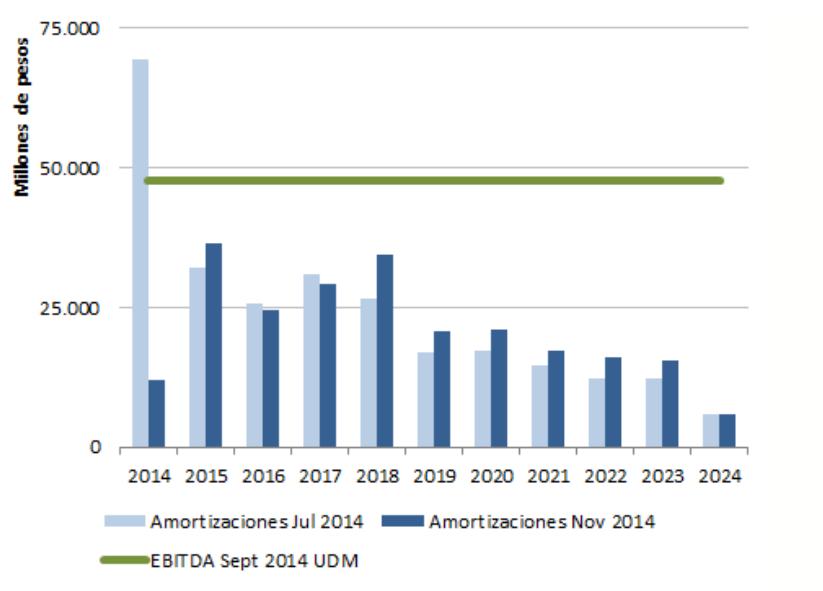
**Enjoy S.A. (Enjoy)** es una empresa del rubro de la entretenimiento, especializada en la administración de casinos y en aquellas actividades subyacentes al negocio central, como hotelería, servicios gastronómicos y eventos. Los comienzos de la sociedad se remontan a 1975, con la adjudicación de la concesión del casino de Viña de Mar. Actualmente opera casinos en Antofagasta, Santiago, Chiloé, Coquimbo, Viña del Mar, Mendoza, Pucón, Santa Cruz y Punta del Este.

Según datos a septiembre de 2014, la empresa generó ingresos por unos US\$ 261 millones en los primeros nueve meses del año, en tanto que registró un EBITDA cercano a US\$ 62 millones. La deuda financiera a igual período alcanzaba los US\$ 356 millones.

El cambio de clasificación de los bonos emitidos por **Enjoy**, desde “Categoría BBB-” a “Categoría BBB” responde, por un lado, al hecho que la compañía recientemente reestructuró el vencimiento de sus pasivos financieros, los cuales se adecuarían de mejor manera a la capacidad de generación de flujos de la emisora, y por otro, que a la fecha se puede presumir con un mayor nivel de certeza que la concesión de los casinos municipales se extenderá más allá del año 2015.

La Ilustración 1 muestra los calendarios de vencimientos vigentes en los meses de julio y noviembre de 2014, y se compara con el EBITDA generado en los últimos doce meses finalizados en septiembre de 2014. Se observa que el actual perfil de vencimientos permite mayores niveles de holgura, y permitiría hacer frente de mejor manera a una eventual pérdida de los flujos provenientes de los casinos municipales.

Ilustración 1  
**Perfil Vencimientos julio y noviembre 2014**  
**EBITDA últimos doce meses**  
2014-2024



---

El EBITDA, que en 2012 alcanzó \$33.555 millones, se redujo a \$ 23.319 millones en 2013, a pesar de la consolidación a partir de junio de las operaciones de Conrad en Uruguay, inversión en la cual **Enjoy** participa del 45% de la propiedad.

Posteriormente, debido al incremento en la apuesta promedio y a un ajuste en los costos, este indicador se ha expandido a más de \$ 46.600 millones en los cuatro últimos trimestres finalizados en septiembre de 2014 (no obstante, el 37% corresponde a Conrad). De esta manera, el margen EBITDA registrado en los últimos cuatro trimestres alcanza a 22,6%, ligeramente inferior a lo observado en los años 2011 y 2012 (24,1% y 23,2%, respectivamente, previos a la entrada en vigor de la Ley de Tabaco y Alcoholes).

Respecto a la posible ampliación del plazo de concesión de los casinos municipales, si bien el ejecutivo aún no ha enviado el proyecto respectivo, se estima altamente probable que así suceda, teniendo en cuenta que a la fecha no se ha iniciado ningún proceso de licitación. En lo hechos, se espera que los flujos provenientes de los casinos de Coquimbo, Viña del Mar y Pucón, que representan, excluyendo aquel generado a nivel corporativo, aproximadamente el 40% del EBITDA, signifiquen un aporte para el pago de la deuda adicional al previsto inicialmente.

Por otra parte, la clasificación se ve contraída 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 las acciones 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.

Por otro lado, si bien el EBITDA de la sociedad muestra un importante crecimiento, cabe señalar que una proporción importante de su incremento se debe a los ajustes de costos que ha experimentado la compañía, más que en un incremento en el número de visitantes, los cuales, a nivel de industria, han exhibido una caída. Con todo, a pesar de la caída de visitantes, durante el tercer trimestre del presente año, el ingreso de todas las unidades de **Enjoy** en Chile muestra un aumento respecto a igual período de 2013. De esta manera, el aumento de las visitas se mantiene como un desafío para la administración, de manera de continuar expandiendo los flujos generados. Se reconoce que la emisora ha desarrollado diversas medidas para atraer mayor público a sus salas de juego, de manera de reducir el impacto de la entrada en vigor de la ley del Tabaco. No obstante, aún se desconoce el plazo en que el número de visitantes se recuperará a los niveles previos a este cambio en la normativa.

La perspectiva de la clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

## 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.

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".*