



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

A n a l i s t a s  
Carlos García B.  
Luis Felipe Illanes Z.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl  
luisfelipe.illanes@humphreys.cl

**Enjoy S.A.**

Septiembre 2017

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Bonos series G y H Tendencia	<b>BBB- Favorable</b>
Otros instrumentos: Líneas de bonos y bonos Líneas de efectos de comercio Tendencia Acciones Tendencia EEFF base	<b>BBB- BBB-/Nivel 3 Favorable Primera Clase Nivel 3 Estable</b>
	30 de junio de 2017

Características de los Bonos G y H	
Plazo	7 años
Monto máximo	UF 3.300.000
Moneda de emisión	UF
Uso de fondos	El uso de los fondos provenientes de la colocación de los bonos serie G irá al prepago de la serie C y, en el caso de los bonos serie H, será el prepago del bono serie E
Covenants financieros	<ul style="list-style-type: none"> <li>i) Deuda financiera consolidada neta dividida por Patrimonio, no superior a 1,75 veces.</li> <li>ii) Deuda financiera consolidada neta ajustada, no superior a \$ 370.000 millones</li> <li>iii) Deuda financiera consolidada neta dividida por Ebitda, no superior a 4 veces.</li> <li>iv) Activos libres de gravámenes equivalentes a lo menos a 1,5 veces al saldo insoluto de la deuda financiera consolidada sin garantías.</li> </ul>
Prepago	Si contempla
Garantías	Segunda hipoteca sobre bienes inmuebles de Rinconada, Pucón, Chiloé, Coquimbo y Punta del Este.

Estado de Resultados IFRS								
MM \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	jun-17
Ingresos totales	102.375	132.961	144.413	158.652	214.627	233.238	273.564	146.977
Costo de ventas	-90.002	-107.285	-118.088	-140.179	-168.505	-181.968	-216.166	-116.854
Margen Bruto	12.373	25.676	26.325	18.473	46.122	51.270	57.399	30.123
Gastos de administración	-12.000	-12.494	-12.875	-19.803	-24.066	-26.962	-29.427	-14.752
Costos financieros	-7.579	-10.005	-13.067	-14.644	-16.781	-17.614	-16.899	-19.007
Ganancia (pérdida)	7.531	865	2.000	13.141	4.946	9.928	-37.109	-2.788
EBITDA	20.326	32.064	33.555	23.319	53.282	58.615	61.859	31.780

Balance General IFRS								
MM \$	dic-10	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	jun-17
Activos Corrientes	41.517	28.947	54.343	70.186	77.716	88.577	94.934	90.907
Efectivo y Equivalentes al Ef.	5.681	6.099	25.398	21.333	20.942	33.018	41.590	40.322
Activos No Corrientes	264.888	284.537	283.087	478.376	513.398	546.691	479.738	458.243
<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>549.150</b>
Pasivos Corrientes	45.875	59.190	96.454	143.828	115.875	136.918	277.845	123.600
Pasivos No Corrientes	181.081	174.856	163.482	272.962	323.530	338.247	185.616	350.784
Patrimonio total	79.449	79.438	77.494	131.771	151.710	160.103	111.210	74.765
<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>549.150</b>
Deuda Financiera	180.628	182.026	187.404	213.689	226.636	213.634	225.991	372.666

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Enjoy S.A.<sup>1</sup> (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 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.

Cabe señalar que el objeto de este informe es la inscripción de los bonos convertibles series G y H a siete años por un monto total de UF 3.300.000 divididos en UF 1.100.000 para la serie G y UF 2.200.000 para la serie H. El uso de los fondos de los bonos serie G será el prepago de la serie C y, en el caso de los bonos serie H, será el prepago del bono serie E.

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

<sup>1</sup> Mayores antecedentes ver en Reseña de Clasificación de bonos emitidas entre mayo y agosto de 2017, en [www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl).

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 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 restringe 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. Con todo, la probabilidad de un aumento de capital, producto del ingreso de nuevos accionista, llevaría a una reducción del endeudamiento relativo (ver acápite Hechos Recientes).

La tendencia de la clasificación de riesgo se mantendrá “*Favorable*” respondiendo al anuncio del acuerdo entre los accionistas Inversiones e Inmobiliaria Almonacid e Inversiones Cumbres, que en conjunto controlan el 57,11% de las acciones de **Enjoy**, y Entretenciones Consolidadas SpA (EC), entidad de propiedad de Advent Latin America Private Equity Fund VI Limited Partnership.

### 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 2016, **Enjoy** obtuvo ingresos de explotación por \$ 273.564 millones, lo que implica un alza de 17,3% respecto de 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%. Este registro fue 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 en 2016 un 9,1% hasta \$ 29.427 millones. Aun cuando el margen bruto subió 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 alza 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 de diciembre 2015 (sin contabilizar la deuda con relacionados como financiera).

### Resultados primer semestre 2017

Durante el primer semestre de 2017, los ingresos consolidados de la emisora alcanzaron los \$146.977, lo que representa un aumento nominal de 1,7% respecto del mismo semestre del año anterior. El costo de explotación del periodo fue de \$ 116.854 a junio 2017, creciendo un 4,1% con respecto del mismo periodo del año anterior. Este incremento obedeció al alza en los costos de hotel, AA&BB, otros y los gastos del personal. Los gastos de administración, por su parte, disminuyeron en un 12,1% hasta llegar a los \$ 14.752 millones. Con ello, el resultado operacional de la compañía descendió un 11,4% con respecto a junio de 2016 llegando a los \$ 12.992 millones.

Del mismo modo, el resultado final disminuyó desde \$ 4.636 millones a junio de 2016 a una pérdida por \$2.788 millones, lo que representa una baja de 160%, influido principalmente por el incremento de los costos financieros que aumentaron de \$ 8.205 millones hasta los \$ 19.006 millones. Los mayores costos financieros radican, principalmente, en el alza de los otros gastos financieros dentro de los cuales se encuentran los gastos desembolsados a Baluma Holding S.A. (asociado al ejercicio de la Call por el 55% de las acciones de Baluma S.A.).

### Hechos relevantes

En agosto de 2017 la sociedad informó, en carácter de hecho esencial, que los accionistas de **Enjoy**, Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Ltda. (Almonacid) e Inversiones Cumbres Ltda. (Cumbres), titulares del 57,11% de las acciones, suscribieron un contrato marco con Entretenciones Consolidadas SpA (EC), en donde se acuerda, sujeto al cumplimiento de algunas condiciones suspensivas, lo siguiente:

- a) EC adquiriría las acciones de **Enjoy** que sus accionistas no ejerzan el derecho preferente, ello en relación con el aumento de capital ya acordado por hasta 2.337.500.000 títulos. El precio acordado es de \$48 por acción.
- b) EC se compromete a una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) de hasta el 100% de las acciones de **Enjoy** (sin incluir los títulos del nuevo aumento de capital). Requisito previo para la OPA es haber suscrito al menos 1.241.446.250 títulos bajo el procedimiento señalado en a).
- b) Almonacid y Cumbres se comprometen a no ejercer sus opciones preferente en el nuevo aumento de capital.
- c) Las partes se han dado plazo hasta al 15 de marzo de 2018 para concretar la operación.

Cabe señalar que en agosto del año en curso, en Junta Extraordinaria de Accionistas de **Enjoy**, se acordó un aumento del capital social en \$ 106.969.068.000 mediante la emisión de 2.377.090.400 acciones de pago nominativa.

## Definición categoría de riesgo

### Categoría BBB

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.

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

### Tendencia Favorable

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

*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."*