

La sociedad mantiene casinos en nueve ciudades

Humphreys mantuvo la clasificación de los títulos de deuda de Enjoy S.A. en "Categoría BBB/N2", con tendencia "Estable"

Santiago, 28 de junio de 2016. **Humphreys** mantuvo la clasificación de los bonos de **Enjoy S.A. (Enjoy)** en "Categoría BBB", en tanto que la línea de efectos de comercio continúa en "Categoría BBB/Nivel 2". La perspectiva de la clasificación asignada, tanto para los instrumentos de largo como para los de corto plazo, es "Estable".

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. 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. 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 en forma creciente su generación de flujos. Asimismo, la evaluación considera el hecho que la legislación limita la oferta e instalación de casinos y, por ende, la competencia.

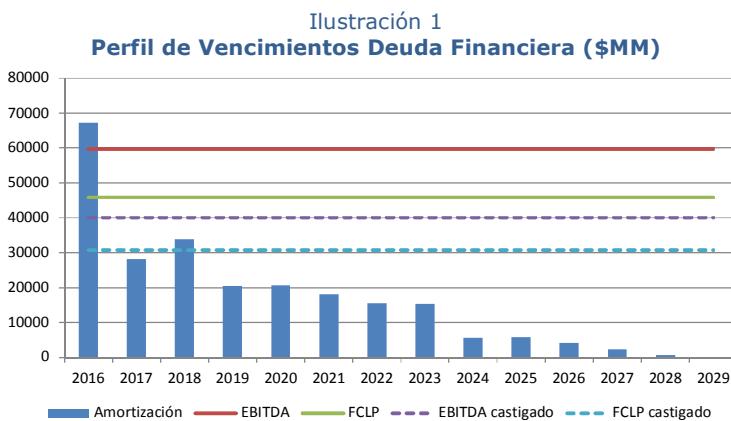
Desde otra perspectiva, el principal factor que afecta la clasificación de los títulos de deuda dice relación con el hecho de que parte importante de los flujos actuales del emisor, de acuerdo al proyecto de ley actualmente en el Congreso, podrían verse afectados significativamente en 2018, por cuanto el proyecto de ley actualmente en tramitación propone prorrogar las actuales concesiones municipales hasta esa fecha. 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.

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.

La Ilustración 1 muestra el calendario de vencimientos en comparación con el nivel de EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo¹ (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** o el flujo de efectivo de la operación.

En caso de estresar los flujos para reflejar la posible pérdida de las concesiones municipales en 2017, la Ilustración 1 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 están sujeto a renovación), realizar un incremento de capital, o bien la empresa podría enajenar activos para poder hacer frente a las obligaciones.



Según datos a diciembre de 2015, la empresa generó ingresos por unos US\$ 335 millones y un EBITDA cercano a US\$ 84 millones. Durante el primer trimestre de 2016 los ingresos de la emisora alcanzaron US\$ 135 millones, mientras que el EBITDA alcanzó a US\$ 41 millones. La deuda financiera totalizó US\$ 307 millones.

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 y actualmente está presente en seis ciudades en el norte, centro y sur del país (Antofagasta, Coquimbo, Viña del Mar, Rinconada de Los Andes, Pucón y Castro), y, desde junio de 2013, consolida las operaciones del Casino Conrad en Punta del Este, Uruguay, y posteriormente en 2016 operaciones en San Andrés, Colombia.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Líneas de bonos		BBB
Bonos	BENJO-F	BBB

¹ 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

Bonos	BENJO-C	BBB
Bonos	BENJO-E	BBB
Línea de efectos de comercio		Nivel 2/BBB

Contacto en **Humphreys**:

Luis Felipe Illanes Z.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: luisfelipe.illanes@humphreys.cl



Clasificadora de Riesgo Humphreys

Isidora Goyenechea #3621 – Of. 1601 - Las Condes - Santiago - Chile

Fono (56) 22433 5200– Fax (56) 22433 5201

E-mail: ratings@humphreys.cl
<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".