



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

ENJOY S.A.

Contenido:

| | |
|---|----|
| Resumen de la clasificación | 2 |
| Antecedentes de la compañía | 4 |
| Clasificación de riesgo del negocio | 6 |
| Evaluación del riesgo financiero | 11 |
| Solvencia del emisor | 14 |
| Clasificación de riesgo del instrumento | 15 |
| Anexos | 16 |

Responsable de la

Clasificación:

Fernando Villa
fvilla@icrchile.cl

Analista:

Maricela Plaza
mplaza@icrchile.cl
2 896 82 00



**Reseña anual de clasificación
Marzo de 2016**

Clasificación

| <u>Instrumento:</u> | <u>Clasificación</u> | <u>Tendencia</u> |
|--|-----------------------|------------------|
| Líneas de bonos N° 637, 638 (series C y E) y bono monto fijo, serie F | BBB | Estable |
| Línea de efectos de comercio N° 109 (series 7A, 8A, 9A, 10A, 11A, 12A) | N2/BBB | Estable |
| Títulos accionarios nemotécnico ENJOY | Primera Clase Nivel 4 | Estable |

Estados Financieros: 31 de diciembre de 2015

RESUMEN DE CLASIFICACIÓN

ICR Clasificadora de Riesgo **ratifica en Categoría BBB con tendencia estable**, la solvencia y líneas de bonos de ENJOY S.A. (en adelante ENJOY o la compañía), con sus respectivas series. Respecto a los títulos accionarios – nemotécnico ENJOY –, su clasificación se ratifica en Primera Clase Nivel 4 y la línea de efectos de comercio N° 109, se ratifica en N2/BBB.

La clasificación de solvencia y líneas de bonos se sustenta en la regulación/competencia, ubicación, características y diversificación de los activos, en la eficiencia operacional y en la situación financiera de la compañía. Al respecto:

- **Regulación / competencia:** En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia. En este sentido, la legislación vigente establece entre otros puntos: el número máximo de casinos de juego que pueden operar tanto por región como a nivel nacional, limita la distancia vial mínima entre los casinos de juego, establece el mecanismo de otorgamiento y extinción de los permisos de operación, los impuestos asociados y vigencia de las licencias.
- **Ubicación y diversificación geográfica:** ENJOY está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Desarrolla sus operaciones principalmente en Chile (AA-, internacional) y Uruguay (BBB-, internacional), minoritariamente en Argentina (default selectivo) e indirectamente llega a Brasil (BB, internacional) a través de su operación uruguaya y a Colombia (BBB, internacional) por medio de su asociación con Decameron.

Respecto a las proyecciones de Latinoamérica, estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI) indican que el PIB agregado de América Latina y el Caribe se contraerá el 2016, pero a una menor tasa que el 2015, aun cuando existe crecimiento en la mayoría de los países de la región. La contracción de América Latina, por lo tanto, es producto principalmente de la recesión en Brasil.

- **Características de los activos:** ENJOY cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o con incorporación suficiente de Capex, con el fin de mantener estándares de muy alta calidad. En relación a esto, ENJOY cuenta con 9 casinos a diciembre de 2015, lo que le ha permitido ser el operador con mayor participación de mercado en Chile (considerando el escenario actual, vale decir excluida la eventual fusión de Dream con Sun International, que dejaría a Dream y a ENJOY con una participación de mercado muy cercana, medida sobre ingresos).
- **Eficiencia operacional:** Respecto al tema operacional, ENJOY tiene márgenes moderados/altos respecto a los competidores y al tipo de casinos que opera. En este sentido, esta clasificadora hace la distinción entre el tipo de casino – de frecuencia y/o de destino –, reconociendo que existen diferencias de márgenes entre uno y otro, dadas las cualidades y recursos necesarios para operarlos. Respecto a los niveles de ganancias por máquina, la compañía ha incrementado estos niveles durante el último año, cerrando el 2015 con moderados/altos niveles de ganancia por máquina.
- **Situación financiera:** Respecto al nivel de deuda, entre los años 2011 y marzo de 2015 la compañía incrementó su deuda financiera en 13,8% aproximadamente. Al 2015, si bien sus indicadores de deuda exhiben una mejora respecto al año anterior, esta clasificadora considera que la compañía aún muestra un nivel de deuda elevado respecto a su generación de caja, donde la cobertura de sus obligaciones financieras se cumpliría ajustadamente durante el 2016.

No obstante, la planificación financiera de la compañía considera que la estructura de la deuda podría variar durante los próximos períodos, conforme se materialicen algunos hitos en los cuales ha estado trabajando ENJOY: (i) búsqueda de un socio estratégico con aporte de capital; (ii) colocación de un *Private Secured Note* en dólares. En opinión de ICR, los

hitos anteriormente mencionados podrían implicar una modificación de clasificación o de tendencia asignada a ENJOY, toda vez los indicadores de deuda varíen significativamente de la situación actual o bien, que ello signifique una agregación de valor relevante para el desarrollo del negocio.

Respecto a la opción call/put que existe sobre las acciones de Baluma, el contrato estipula que a partir de junio de 2016 – y por un período de dos años – se podrá ejercer la opción correspondiente. La compañía ha informado que ha estado en comunicación con su socio, Caesars, evaluando distintas alternativas que sean beneficiosas para ambas partes. ICR considera que los avances que ha presentado la compañía sobre este tema, le quitaría presión inmediata a las obligaciones de la compañía. En este sentido, por una parte ENJOY contaría con un importante flujo adicional en sus estados financieros y, por otra parte, existiría una obligación al largo plazo, que podría ser financiada en una mayor proporción con flujos de la operación.

DEFINICIÓN DE CATEGORÍAS

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.

NIVEL 2 o N-2

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.

PRIMERA CLASE NIVEL 4

Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y la volatilidad de sus retornos.

METODOLOGÍA

BONOS

Metodologías utilizadas: (1) Metodología de clasificación industria de casinos de juego; (2) Metodología general de clasificación de empresas.

EFFECTOS DE COMERCIO

Metodología utilizada: Relación entre clasificaciones de corto y de largo plazo

TÍTULOS ACCIONARIOS

Metodología utilizada: Títulos accionarios de sociedades anónimas

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN

| BONOS | Abr-13 | May-13 | Dic-13 | Abr-14 | May-14 | Jun-14 | May-15 | Mar-16 |
|-------------------------|--|--|---|---|---|---|---|---|
| CLASIFICACIÓN | BBB+ | BBB+ | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB | BBB |
| ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN | Modificación: Líneas N° 637 (series A, B, D) y 638 (series C, E) | Confirmación: Líneas N° 637 (series A, B, D) y 638 (series C, E) | Modificación: Líneas N° 637 (series A, D) y 638 (series C, E) | Confirmación: Líneas N° 637 (series A, D) y 638 (series C, E) | Confirmación: Líneas N° 637 (series A, D) y 638 (series C, E) | Nuevo Instrumento: bono monto fijo, serie F | Confirmación: Líneas N° 637 (series A, D) y 638 (series C, E) | Confirmación: Líneas N° 637 y 638 (series C, E) |
| TENDENCIA | Estable | Estable | En Observación | Estable | Estable | Estable | Estable | Estable |
| ACCIÓN DE TENDENCIA | Modificación | Confirmación | Modificación | Modificación | Confirmación | Primera Clasificación | Confirmación | Confirmación |

| ACCIONES | May-13 | May-14 | May-15 | Mar-16 |
|-------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| CLASIFICACIÓN | Primera Clase Nivel 4 | Primera Clase Nivel 4 | Primera Clase Nivel 4 | Primera Clase Nivel 4 |
| ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN | Confirmación | Confirmación | Confirmación | Confirmación |
| TENDENCIA | Estable | Estable | Estable | Estable |
| ACCIÓN DE TENDENCIA | Confirmación | Confirmación | Confirmación | Confirmación |

| EFFECTOS DE COMERCIO | Ago-15 | Nov-15 | Mar-16 |
|-------------------------|---|---|--|
| CLASIFICACIÓN | N2/BBB | N2/BBB | N2/BBB |
| ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN | Primera Clasificación: series 1A, 2A, 3A, 4A (línea N° 109) | Primera Clasificación: series 6A, 7A, 8A (línea N° 109) | Primera Clasificación: series 9A, 10A, 11A, 12A (línea N° 109) |
| TENDENCIA | Estable | Estable | Estable |
| ACCIÓN DE TENDENCIA | Primera Clasificación | Primera Clasificación | Primera Clasificación |

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

ENJOY
ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA¹

ENJOY participa en la industria de entretenimiento en Chile, Uruguay, minoritariamente en Argentina e indirectamente llega a Brasil (a través de su operación uruguaya) y a Colombia por medio de la asociación con Decameron.

**Fecha Informe:
Marzo.2016**

Respecto a la estructura de propiedad, ENJOY es controlada indirectamente por la familia Martínez, con el 57,1% (a través de Inversiones e Inmobiliaria Almonacid e Inversiones Cumbres). Los doce mayores accionistas a diciembre de 2015 son los siguientes:

| Accionistas | Propiedad |
|---|---------------|
| INV. E INMOB. ALMONACID LTDA.* | 47,36% |
| COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN | 9,90% |
| INVERSIONES CUMBRES LIMITADA* | 9,74% |
| SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN | 8,48% |
| HARRAHS INTERNATIONAL HOLDING COMPANY INC.** | 4,55% |
| LARRAÍN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA | 3,68% |
| INVERSIONES MEGEVE DOS LTDA. | 3,68% |
| FONDO DE INVERSIÓN SANTANDER SMALL CAP | 1,81% |
| BTG PACTUAL SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSIÓN (CTA. NUEVA) | 1,69% |
| CHILE FONDO DE INVERSIÓN SMALL CAP | 1,05% |
| FONDO MUTUO SANTANDER ACCIONES CHILENAS | 0,99% |
| BANCHILE C. DE B. S.A. | 0,85% |
| Total 12 mayores accionistas | 93,78% |
| * Vinculadas al controlador | |
| ** Caesars | |

Tabla 1: Estructura de propiedad a diciembre de 2015
(Fuente: SVS)

| Directorio | |
|----------------------------|--------------------------|
| ANTONIO MARTÍNEZ SEGUÍ | Presidente |
| ANTONIO MARTÍNEZ RUIZ | Director |
| VICENTE DOMÍNGUEZ VIAL | Director |
| IGNACIO GUERRERO GUTIÉRREZ | Director |
| OCTAVIO BOFILL GENZSCH | Director |
| JAVIER MARTÍNEZ SEGUÍ | Director |
| IGNACIO GONZÁLEZ MARTÍNEZ | Director |
| PIERPAOLO ZACCARELLI FASCE | Director |
| THOMAS JENKIN | Director |
| Comité de directores | |
| VICENTE DOMÍNGUEZ VIAL | Independiente |
| IGNACIO GUERRERO GUTIÉRREZ | Independiente |
| IGNACIO GONZÁLEZ MARTÍNEZ | Vinculado al controlador |

Tabla 2: Directorio y comité de directorio
(Fuente: SVS)

Respecto al funcionamiento del directorio, la compañía tiene las siguientes políticas establecidas²: (1) procedimiento para la inducción de nuevos directores, consistente en envío de información y manuales de la compañía, así como reuniones con el gerente general; (2) política para la contratación de asesores especialistas en materias contables, financieras y legales; (3) reuniones al menos semestralmente entre el directorio y la empresa de auditoría externa; (4) procedimiento para mantener documentada la información relacionada a los acuerdos adoptados por el directorio o por adoptar, para que ante un eventual reemplazo de directores, esta información se encuentre disponible; (5) código de conducta que identifica las principales situaciones que configuran un conflicto de interés y cómo debe abordarlo el director. En contraposición, la compañía no ha establecido una política que defina el tiempo mínimo mensual deseable que cada director debe destinar exclusivamente al cumplimiento de su rol como tal en la compañía ni existe un procedimiento establecido para detectar e implementar eventuales mejoras en el funcionamiento del directorio.

Respecto a la relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general, existe: (1) información disponible sobre el perfil profesional de los candidatos a director; (2) un departamento dedicado a la atención de accionistas e inversionistas; (3) un procedimiento a través del cual se evalúa la suficiencia, oportunidad y pertinencia de la información entregada al mercado, donde la administración debe informar al directorio cada vez que se vaya a exponer información relevante al mercado. En contraposición, no existe un mecanismo electrónico para divulgar oportunamente al mercado – en el transcurso de la junta de accionistas –, los acuerdos que se adopten ni para votación remota por parte de los accionistas.

**INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO**

¹ Fuente: La compañía, SVS.

² Prácticas de gobierno corporativo a diciembre 2014 publicadas en SVS.

ENJOY

**Fecha Informe:
Marzo.2016**

Respecto a la sustitución y compensación para ejecutivos, el directorio ha establecido un procedimiento para facilitar el adecuado funcionamiento de la sociedad ante el reemplazo o pérdida del gerente general o de ejecutivos principales y ha definido directrices formales para prevenir que las políticas de compensación e indemnización de los gerentes y ejecutivos principales, generen incentivos tales, que puedan exponer a la sociedad a riesgos que no estén acordes con las políticas definidas o que generen ilícitos. En este sentido, la gerencia de personas informa al directorio sobre aquellos ejecutivos que han cumplido con sus metas y éste fija la compensación (bono), la que se encuentra dentro de un rango respecto a cargos similares.

Finalmente, en relación a la administración de riesgos inherentes a los negocios, ENJOY ha desarrollado y aplicado una metodología de gestión de riesgos que se trabaja permanentemente a nivel ejecutivo en todas sus unidades de negocio y en los tres países de operación. En esta gestión de riesgos participan cerca de 70 ejecutivos, evaluando los riesgos de negocio, estableciendo e implementando medidas de mitigación y actualizando los mapas de riesgos cada año. Esta metodología de trabajo es revisada y mejorada anualmente y es la gerencia de auditoría interna la que efectúa reportes periódicos dirigidos tanto al comité de directores como al directorio, respecto de los riesgos y a su administración.

**INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO**

ENJOY

Fecha Informe:
Marzo.2016

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO

1. Industria casinos de juego³

En opinión de ICR, esta industria se caracteriza por:

- niveles de competencia que están mitigados por barreras de entrada regulatorias. Al respecto, la regulación chilena incluye extensos requerimientos para la postulación a una licencia de juego y se regula, entre otros aspectos, el número máximo de operadores, la distancia mínima entre casinos, la prohibición de operar en ciertas zonas geográficas, etc.;
- volatilidad más alta respecto al promedio de otras industrias, en línea con cambios en el ingreso discrecional de los consumidores;
- alto grado de regulación a través de licencias de juego otorgadas por plazos específicos.
- Niveles de rentabilidad y de participación de mercado que depende fuertemente de la calidad de los activos. Para obtener una buena participación de mercado, se requieren altos niveles de inversión en publicidad y en promociones. Los operadores de casinos que mantienen una alta calidad de sus activos (por ejemplo, cuando se trata de activos relativamente nuevos o recientemente renovados) incluyendo hoteles y restaurantes de alta calidad, tienen mayor probabilidad de generar un número de visitas más alto en sus instalaciones y junto con ello, mantener una participación de mercado relevante.

La industria de casinos de juego en Chile se rige por dos sistemas diferentes en cuanto a la autorización, funcionamiento y fiscalización. Por una parte, se encuentran los casinos municipales, creados a través de leyes especiales entre los años 1928 y 1990, amparados en sistemas de concesión y fiscalización municipal. Por otra parte, se encuentran los casinos de juego creados bajo la ley N° 19.995 del año 2005 (fiscalizados por Superintendencia de Casinos de Juego) y modificada recientemente a través de ley N° 20.856, que además, prorroga el funcionamiento de los casinos municipales hasta el 2017.

Respecto a los resultados de la industria de casinos, durante el 2015 los ingresos brutos del juego (win), crecieron 14,3% respecto al año anterior (Gráfico 1), influido por el crecimiento en el número de visitas (+3%) y por el mayor gasto promedio (+11%). Lo anterior significa que el año 2015 es el período que más se aproxima a los niveles de ingresos que mantenía la industria, previo a la entrada en vigencia de la ley del tabaco (2012).

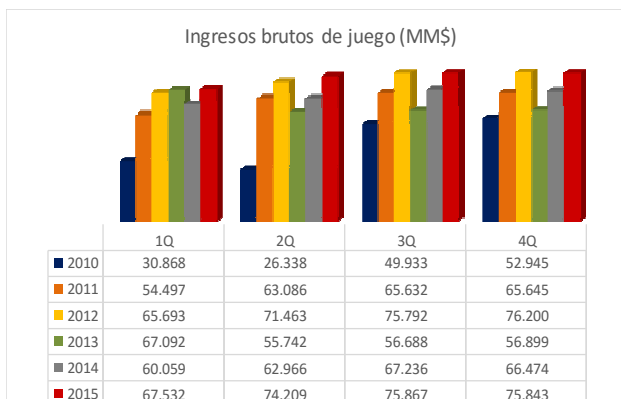


Gráfico 1: Ingresos brutos del juego (win), casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

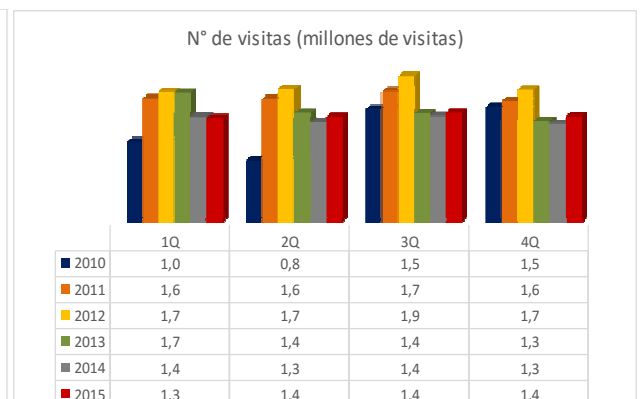


Gráfico 2: Número de visitas, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

³ Fuente: Metodología ICR industria de casinos de juego.

ENJOY

Fecha Informe:
Marzo.2016

Del análisis de la industria previo y post entrada en vigencia de la ley del tabaco, se observa que la caída de los ingresos entre 2012-2013 se vio influida por la disminución en el número de visitas (-17%), que al 2012 llegaba a cerca de 7 millones al año y que desde entonces, no se ha logrado recuperar (Gráfico 2). Respecto al gasto promedio, entre los mismos años (2012-2013), se observa que no siguió la misma tendencia negativa que el número de visitas, sino que sólo disminuyó 1% y desde entonces ha crecido a una razón de dos cifras al año (Gráfico 3).

Del análisis de las principales categorías de juego (Gráfico 4), se desprende que las máquinas tuvieron una mayor variación negativa luego de la entrada en vigencia de la ley del tabaco (-22,6%), mientras que la ganancia por juegos de carta (mesa) disminuyó 14,8% entre 2012-2013. En base a lo anterior, es la categoría máquinas la que se recupera a mayor tasa por año que lo que se recuperan las mesas con juegos de cartas.

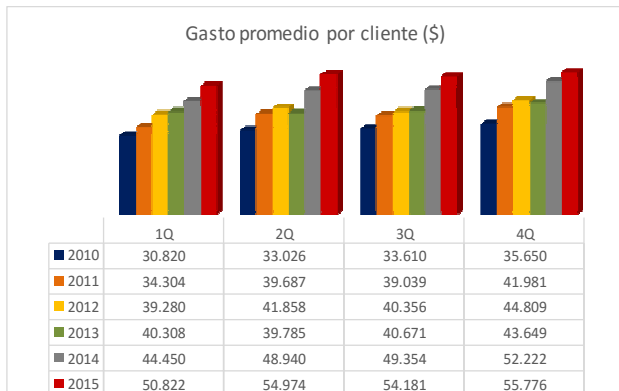


Gráfico 3: Gasto promedio por visita, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

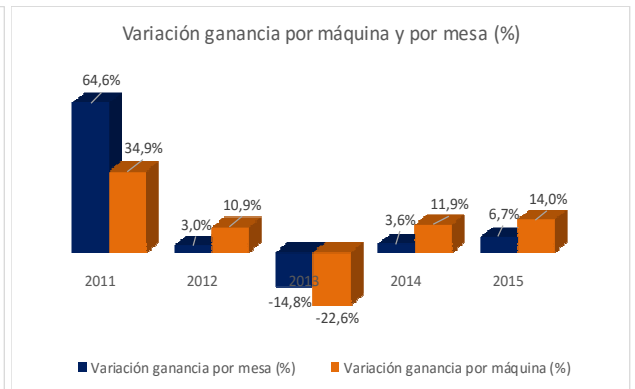


Gráfico 4: Ganancia por máquina y por mesa, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

2. Principales riesgos asociados al negocio

| Principales riesgos | Principales mitigadores de ENJOY |
|---------------------------------------|--|
| Sensibilidad a la actividad económica | <ul style="list-style-type: none"> Diversificación de ingresos a través de la participación directa en tres países (Chile, Uruguay y minoritariamente Argentina) e indirectamente en Brasil y Colombia. Políticas de retención de clientes a través de campañas de marketing directo y ofertas a nivel general. |
| Renovación de licencias de juego | <ul style="list-style-type: none"> Propiedad sobre algunos activos, como Coquimbo y Pucón, en el caso de las licencias municipales. Operación de Conrad le permite mitigar el riesgo de pérdida de alguna licencia municipal. |
| Riesgos regulatorios | <ul style="list-style-type: none"> Sin mitigadores específicos, sino que se definen caso a caso, dependiendo la regulación específica que se ponga en marcha. La compañía cuenta con procesos de aseguramiento del cumplimiento regulatorio, gestionados por la gerencia de servicios legales y la gerencia de <i>compliance</i> y gobiernos corporativos (revisados en su eficacia e implementación por auditoría interna). |

Tabla 3: Principales riesgos y mitigadores
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros de ENJOY)

3. Clasificación de riesgo del negocio: posición de ENJOY en la industria⁴

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

INDUSTRIA CASINOS DE JUEGO

⁴ Fuente: Elaboración propia; ENJOY; Metodología ICR industria de casinos de juego.

ENJOY

Fecha Informe:
Marzo.2016

1. Regulación / competencia

En opinión de esta clasificadora, el ambiente regulatorio vigente es favorable para los actuales competidores, lo cual crea grandes barreras de entrada y limita la competencia. En este sentido, la legislación vigente establece entre otros puntos: el número máximo de casinos de juego que pueden operar tanto por región como a nivel nacional, limita la distancia vial mínima entre los casinos de juego, establece el mecanismo de otorgamiento y extinción de los permisos de operación, los impuestos asociados y vigencia de las licencias.

ICR estima que la estructura de la legislación actual evita la saturación de mercado. La mayor incertidumbre durante los últimos años han sido las licencias municipales cuyo vencimiento fue extendido para el 31 de diciembre de 2017 (Ley N° 20.856), además de asegurar a las actuales comunas donde se emplazan los casinos municipales, como sedes por 45 años.

Cada una de las licencias para operar casinos de juego – tanto las otorgadas bajo SCJ como por normas municipales especiales –, tienen riesgo de no renovación. Lo anterior significa que cada uno de los actuales operadores tendrá que competir económica y técnicamente por mantener un cupo determinado, no obstante, la legislación establece que la sociedad operadora que solicite la renovación de un permiso de operación vigente tendrá el derecho preferente para la obtención del permiso cuando, habiendo igualado la oferta económica con otra postulante, obtenga mejor puntaje en la evaluación técnica.

Respecto a otras legislaciones que pudieran afectar a ENJOY – y a la industria en general –, por tratarse de una empresa inserta en la industria de la entretención en general, existen otros factores que pueden – y han afectado – sus resultados, como lo han sido la ley de alcoholes y del tabaco, ésta última con efectos relevantes en la industria en general (sobre todo durante el 2013), pero cuya recuperación ha sido paulatina y en los tiempos esperados por los operadores.

2. Ubicación y diversificación geográfica

En opinión de ICR, ENJOY está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones en Chile (AA-, internacional), Uruguay (BBB-, internacional), minoritariamente en Argentina (default selectivo) e indirectamente llega a Brasil (BB, internacional) a través de su operación uruguaya y a Colombia (BBB, internacional) a través de su asociación con Decameron.

Respecto a las proyecciones de Latinoamérica, estimaciones del Fondo Monetario Internacional (FMI)⁵ indican que el PIB agregado de América Latina y el Caribe se contraerá el 2016, pero a una menor tasa que el 2015, aun cuando existe crecimiento en la mayoría de los países de la región. La contracción de América Latina, por lo tanto, es producto de la recesión de Brasil y de otros países que están en contracción económica y se espera una recuperación, recién para el año 2017.

Respecto a la economía uruguaya⁶ en particular (que genera el 32,2% del EBITDA), durante los últimos años se ha destacado el crecimiento del país, sin embargo, durante el 2015 creció a tasas mucho menores que las que venía registrando: 1,5% en 2015; 3,5% en 2014. Para el 2016, se espera que no se expanda más allá de 1,4%.

Respecto a la economía chilena (que genera el 67,8% del EBITDA), proyecciones del FMI indican que Chile no debería crecer a tasas superiores al 2015, donde los principales riesgos se concentran en la economía china, el deterioro del resto de los países Latam, la inflación en el corto plazo y el deterioro de los índices de confianza⁷.

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, ENJOY tiene buena dispersión geográfica, con acceso a mercados en desarrollo, lo que ofrece oportunidades de crecimiento derivado de las operaciones históricas

⁵ Fuente: Perspectivas de la economía mundial: Se atenúa la demanda y se empañan las perspectivas, FMI.

⁶ Fuente: Uruguay: Mantener el rumbo en una región volátil, FMI.

⁷ Fuente: Informe de política monetaria, septiembre 2015, Banco Central de Chile.

ENJOY

Fecha Informe:
Marzo.2016

(operaciones chilenas), de la operación uruguaya (que le permitió atraer a clientes brasileños) y de la asociación con la cadena hotelera Decameron. La búsqueda de un socio estratégico para el desarrollo del negocio del juego, podría, eventualmente, generarle nuevas oportunidades de crecimiento al mediano/largo plazo.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta ENJOY, muchas de las propiedades están ubicadas en mercados donde los visitantes son locales, lo que implica que muchos de los casinos son de frecuencia, lo que, además, permite un alto flujo de visitas por casino respecto a su competencia correspondiente.

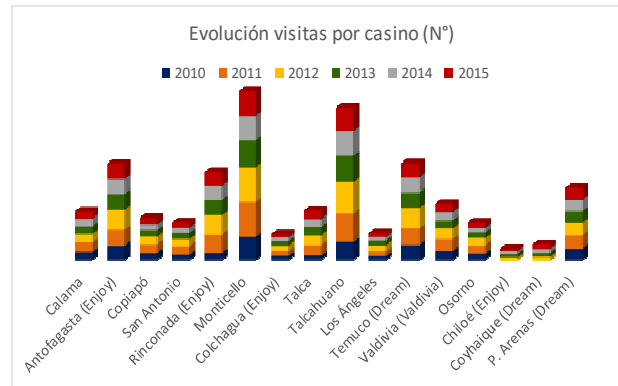


Gráfico 5: Número de visitas por casino, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

3. Características de los activos

En opinión de ICR, ENJOY cuenta con activos de gran calidad, en el sentido que las propiedades son relativamente nuevas o con incorporación suficiente de Capex, con el fin de mantener estándares de muy alta calidad. En relación a esto, ENJOY cuenta con 9 casinos, 6.664 máquinas de azar, 354 mesas de juego y 532 posiciones de bingo a diciembre de 2015. Además, opera seis hoteles en Chile y uno en Uruguay, todos de alta calidad. El hotel de la Bahía (IV Región), el Hotel del Mar (V Región) y el Hotel del Valle (V Región) fueron certificados con el sello Q de calidad turística 5 estrellas otorgado por el Servicio Nacional de Turismo (Sernatur) de Chile. El Hotel Conrad Punta del Este Resort & Casino, cuenta con la certificación 5 estrellas entregada por el Ministerio de Turismo y Deporte del Uruguay. Respecto a los restaurantes, Enjoy cuenta con una de las cadenas de restaurantes *non fast food* relevantes en Chile. Durante el último año se comenzó la tercerización de restaurantes en puntos emblemáticos a través de la incorporación de Santa Brasa en Enjoy Viña del Mar y Coquimbo, lo que podría expandirse a otras operaciones.

Respecto a la participación de mercado, Enjoy es el operador con mayor participación de mercado (sólo considerando operaciones chilenas), al menos hasta diciembre de 2015, situación que debería variar una vez que Dream fusione sus operaciones con Monticello y alcance una participación de mercado cercana a la de Enjoy, medida sobre ingresos.

En opinión de ICR, la compañía tiene suficiente escala – medida sobre el número de posiciones de juego de ENJOY respecto a la industria SCJ – para permitir grandes campañas publicitarias. Durante el último año la compañía ha modificado en parte su estrategia de marketing, moviéndose desde un marketing masivo tradicional a un marketing masivo digital, con lo cual han podido llegar a una mayor masa de clientes y ser más eficientes en términos de costo/resultados. Respecto a la inversión en tecnología, ENJOY mantiene contratos con diversos proveedores para ofrecerles a los consumidores una mayor variedad de juegos en máquinas de azar. Para este tipo de empresas el desarrollo e innovación tecnológica son pilares fundamentales para el desarrollo del negocio de la entretención en todos sus ámbitos, tanto desde la interacción con los clientes hasta el desarrollo de soporte para el negocio y su gestión. En este sentido, ENJOY mantiene un área de tecnología de información y comunicación dentro de la compañía y constantemente está en la búsqueda de nuevas tecnologías.

ENJOY

Fecha Informe:
Marzo.2016

4. Eficiencia operacional

Respecto al tema operacional, ENJOY tiene márgenes moderados/altos respecto a los competidores y al tipo de casinos que opera. En este sentido, esta clasificadora hace la distinción entre el tipo de casino – de frecuencia y/o de destino –, reconociendo que existen diferencias de márgenes entre uno y otro, dadas las cualidades y recursos necesarios para operarlos.

Respecto a los niveles de ganancias por máquina, la compañía ha incrementado estos niveles el último año respecto al período anterior, cerrando el año 2015 con moderados/altos niveles de ganancia por máquina y mantiene un moderado retorno del capital (aunque mejorando el último año), principalmente producto de los altos costos financieros que han impactado en el nivel de utilidad.

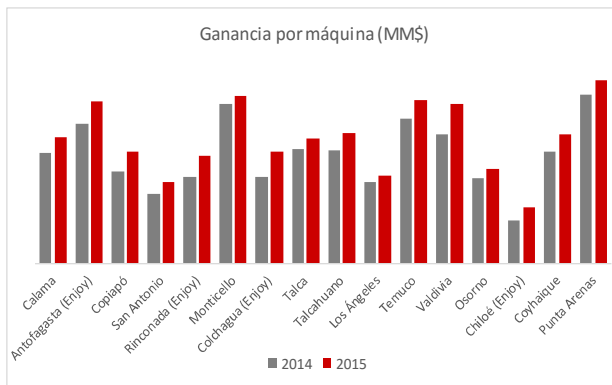


Gráfico 6: Ganancia por máquina, casinos SCJ
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

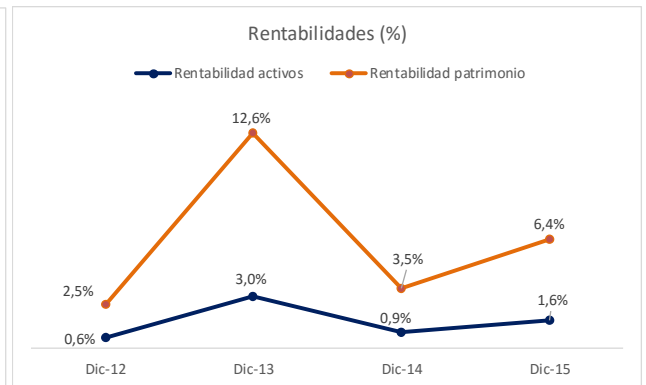


Gráfico 7: Rentabilidades
(Fuente: Elaboración propia con información de SCJ)

ENJOY

EVALUACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

1. Situación financiera de la compañía

Fecha Informe:
Marzo.2016

A diciembre de 2015, los ingresos de la compañía se incrementaron 8,7% respecto al año anterior, producto de la recuperación de la industria en general, lo que, para el caso de ENJOY, se refleja en el crecimiento de los ingresos de cada una de sus operaciones chilenas, destacando particularmente Enjoy Santiago y Antofagasta, además de los buenos resultados que tuvo su operación uruguaya.

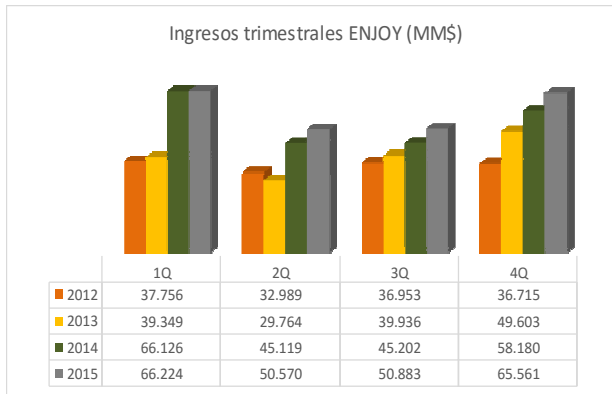


Gráfico 8: Evolución ingresos trimestrales
(Fuente: Elaboración propia con información de estados)

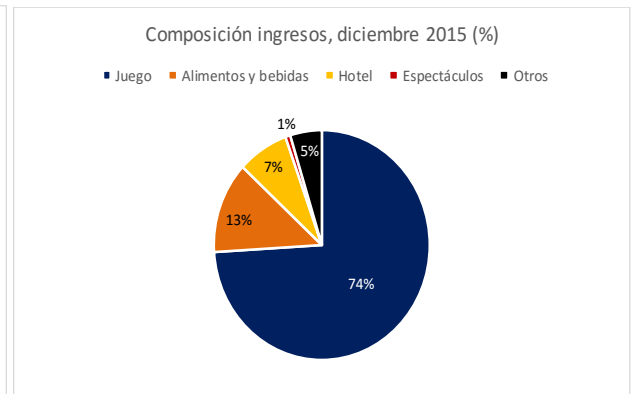


Gráfico 9: Composición ingresos por segmento de negocio
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

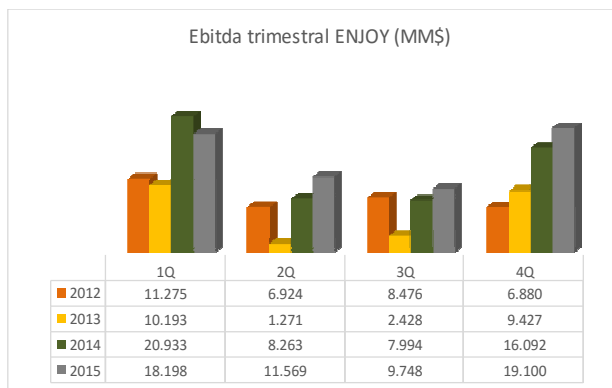


Gráfico 10: Evolución EBITDA trimestral
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

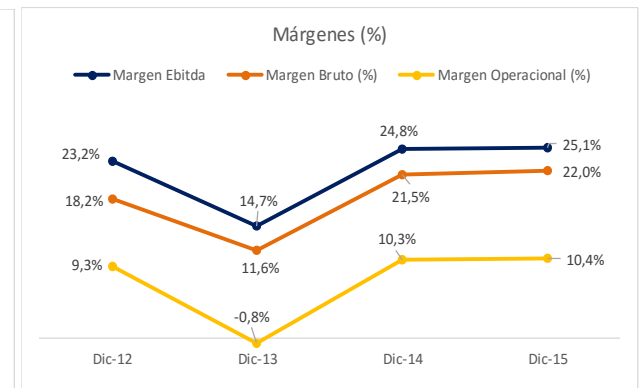


Gráfico 11: Evolución márgenes de la compañía
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto al EBITDA⁸, a diciembre de 2015 éste se incrementó 10% respecto al año anterior, con un margen EBITDA⁹ de 25,1% (24,8% a diciembre de 2014). La variación es producto de los mayores ingresos ya mencionados, así como por la racionalización de costos en Chile y Uruguay – que comenzó la compañía en años anteriores – y que significan un ahorro permanente a nivel consolidado. A lo anterior se suma, una estrategia comercial que se ha estado impulsando los últimos años para reforzar la propuesta de valor de la compañía.

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

⁸ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso) de activos

⁹ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de actividades ordinarias

ENJOY

Fecha Informe:
Marzo.2016

En términos generales, la situación financiera de la compañía ha tenido una recuperación significativa luego de los efectos que tuvo la ley del tabaco en la industria chilena, donde ENJOY se vio fuertemente afectada y que contrarrestó el efecto, en parte, a través de la operación de Punta del Este.

La utilidad consolidada de la compañía, a diciembre de 2015, aumentó 100,7% respecto al año anterior. Esta variación significativa hace relación tanto con el mejor rendimiento operacional de la compañía, como por el efecto positivo de las diferencias de cambio y unidades de reajuste.

2. Principales indicadores utilizados en la clasificación del riesgo financiero

A continuación, se presentan los principales indicadores utilizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo financiero.

| Indicador | Dic-11 | Dic-12 | Dic-13 | Dic-14 | Dic-15 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Endeudamiento total ¹⁰ | 2,95 | 3,35 | 3,16 | 2,90 | 2,97 |
| Endeudamiento financiero | 2,36 | 2,42 | 1,62 | 1,49 | 1,33 |
| Endeudamiento financiero neto | 2,29 | 2,09 | 1,46 | 1,36 | 1,13 |
| Cobertura de gastos financieros netos ¹¹ | 3,25 | 2,61 | 1,69 | 3,30 | 3,47 |
| Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹² | 5,66 | 4,83 | 8,25 | 3,86 | 3,08 |
| Razón circulante ¹³ | 0,49 | 0,56 | 0,49 | 0,67 | 0,65 |
| Razón ácida ¹⁴ | 0,45 | 0,55 | 0,47 | 0,65 | 0,62 |

Tabla 4: Principales indicadores utilizados en la clasificación
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Respecto a algunos indicadores financieros, la compañía mantiene altos niveles de endeudamiento (Tabla 4), alcanzando 2,97 veces a diciembre de 2015, nivel más alto en cinco años. En opinión de ICR, si bien los indicadores de cobertura de gastos financieros y de deuda financiera neta sobre EBITDA han mostrado mejoras respecto a los años anteriores (sobre todo respecto al año 2013), la compañía continúa altamente endeudada, con una cobertura ajustada del servicio de la deuda¹⁵ del año 2016.

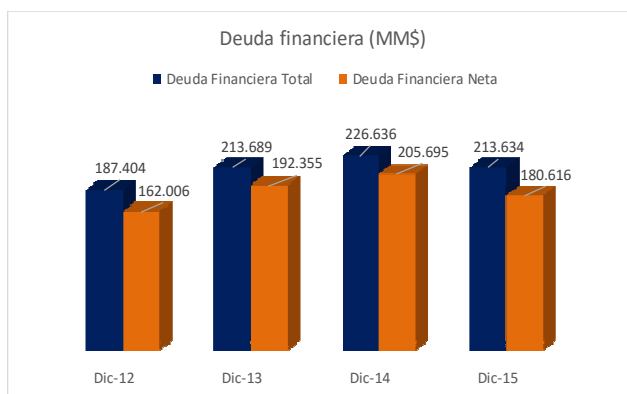


Gráfico 5: Deuda financiera y deuda financiera neta
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

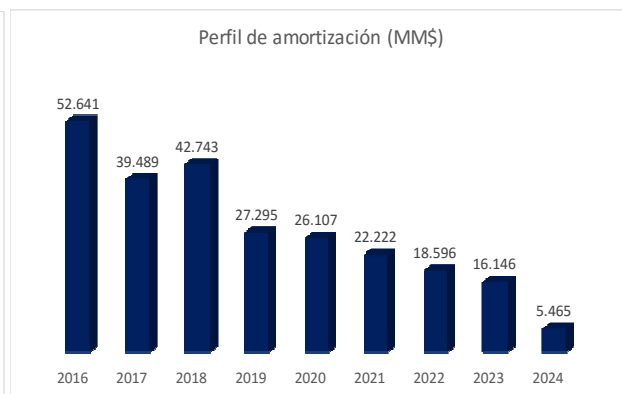


Gráfico 6: Perfil de amortización
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

¹⁰ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / (Gastos financieros – ingresos financieros)

¹² Deuda financiera = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes) / EBITDA 12 meses

¹³ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante

¹⁴ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante

¹⁵ Servicio de cobertura de la deuda = (EBITDA – Capex – Impuesto proyectados) / (obligaciones financieras 2016, excluido el pago de efectos de comercio)

ENJOY

**Fecha Informe:
Marzo.2016**

Respecto a la planificación financiera de la compañía, la estructura de la deuda podría variar durante los próximos períodos, conforme se materialicen algunos hitos en los cuales ha estado trabajando ENJOY: (i) búsqueda de un socio estratégico con aporte de capital; (ii) colocación de un *Private Secured Note* en dólares.

En opinión de ICR, los hitos anteriormente mencionados podrían implicar una modificación de clasificación o de tendencia asignada a ENJOY, toda vez los indicadores de deuda de la compañía varíen significativamente de la situación actual o bien, ello signifique una agregación de valor relevante para el desarrollo del negocio.

Por otra parte, la compañía anunció un plan de inversiones sobre Conrad por US\$ 220 millones a cinco años, que incluye la construcción de tres nuevas torres en dos etapas. En opinión de ICR, desarrollar este plan de inversiones en los plazos inicialmente estipulados y dada la situación financiera actual de la compañía, podría significar una presión para los indicadores de deuda y para sus resultados. Por lo tanto, se esperaría que la compañía desarrolle este plan de inversiones conforme se vayan materializando los hitos ya mencionados. En caso contrario, y toda vez que se estreche la situación financiera de ENJOY, podría implicar una modificación de su clasificación o tendencia actual.

Respecto a la opción call/put que existe sobre las acciones de Baluma, el contrato estipula que a partir de junio de 2016 – y por un período de dos años – se podrá ejercer la opción correspondiente. La compañía ha informado que ha estado en comunicación con su socio, Caesars, evaluando distintas alternativas que sean beneficiosas para ambas partes. ICR considera que los avances que ha presentado la compañía sobre este tema, le quitaría presión inmediata a las obligaciones de la compañía. En este sentido, por una parte ENJOY contaría con un importante flujo adicional en sus estados financieros y, por otra parte, existiría una obligación al largo plazo, que podría ser financiada en una mayor proporción con flujos de la operación.

ENJOY

Fecha Informe:
Marzo.2016**SOLVENCIA DEL EMISOR**

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito (probabilidad de default) al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores primarios/adicionales establecido en la metodología de industria de casinos de juego (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Clasificación de riesgo del negocio: ENJOY en la industria* y;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros primarios/adicionales, establecido en la metodología de industria de casinos de juego (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado *Evaluación del riesgo financiero*.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada, en cuyo caso la probabilidad de default evaluada por ICR, continúa siendo una combinación del riesgo del negocio y financiero, pero con mayor énfasis en el riesgo financiero y en los indicadores de liquidez y cobertura de la deuda a corto plazo.

Para el caso de ENJOY, la evaluación del riesgo del negocio, esto es regulación/competencia, ubicación y diversificación geográfica de las operaciones, características de los activos y eficiencia operacional, indica que la clasificación de riesgo podría llegar a inclinarse hacia categoría A-. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, rebajan esta clasificación hasta Categoría BBB al tratarse de niveles, por el momento, “Débiles”, pero que tal y como se comentó en el apartado *Evaluación del Riesgo Financiero*, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, tanto al alza como a la baja.

INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO

ENJOY

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL INSTRUMENTO
1. Bonos

La compañía mantiene vigentes las líneas de bonos N° 637, 638 (series C y E) y el bono de monto fijo N° 784 (serie F) según el siguiente detalle:

| SERIE DE BONOS | FECHA INSCRIPCIÓN | PLAZO (años) | MONTO INSCRITO | MONTO COLOCADO | DEUDA VIGENTE | TASA DE EMISIÓN | VENCIMIENTO |
|----------------------|-------------------|--------------|----------------|----------------|---------------|-----------------|-------------|
| Serie C (línea 638) | 17-jun-10 | 14 | UF 3.000.000 | UF 2.000.000 | UF 2.000.000 | 4,75% | 20-jun-24 |
| Serie E (línea 638) | 02-sep-10 | 14 | UF 1.000.000 | UF 1.000.000 | UF 1.000.000 | 4,25% | 20-jun-24 |
| Serie F (monto fijo) | 30-jul-14 | 7 | UF 1.659.000 | UF 1.658.500 | UF 1.166.125 | 6,25% | 14-jun-21 |

Tabla 5: Detalle series de bonos

(Fuente: Elaboración propia con información de SVS y LVA Índices)

Los *covenants* asociados a estas emisiones son los siguientes:

| INDICADOR (N° de veces) | Exigido 2014 | | | | Exigencia posterior | Niveles obtenidos 2014 | | | | Niveles obtenidos 2015 | | | |
|--|--------------|-----|-----|-----|---------------------|------------------------|------|------|------|------------------------|------|------|----|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 |
| Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹⁶ | 4,0 | 4,0 | - | - | - | 3,89 | 3,57 | - | - | - | - | - | - |
| Deuda financiera neta sobre EBITDA ¹⁷ | 5,5 | 5,5 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 5,41 | 4,82 | 3,91 | 3,86 | 3,69 | 3,54 | 3,36 | |
| Deuda financiera neta sobre patrimonio | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 1,32 | 1,45 | 1,20 | 1,35 | 1,07 | 1,11 | 1,04 | |
| Activos libres de gravámenes | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 2,96 | 2,99 | 3,20 | 3,91 | 4,33 | 4,30 | 4,61 | |

Tabla 6: *Covenants* financieros asociados a la emisión de bonos

(Fuente: Enjoy)

La estructura de los contratos de emisión de bonos, esto es, declaraciones y garantías, *covenants* y eventos de default, no estipulan condiciones tales, que ameriten una clasificación de riesgo del instrumento distinta a la solvencia del emisor.

2. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación títulos accionarios nemotécnico ENJOY los cuales mantienen actividad en el mercado a través de Credicorp Capital Corredores de Bolsa en calidad de *market maker*.

La clasificación asignada a las acciones, hace relación a la solvencia de la compañía (BBB), la presencia bursátil (con *market maker*) y al *floating* (43%).

3. Efectos de comercio

Con fecha 6 de julio de 2015 la compañía inscribió la línea de efectos de comercio N° 109. A enero de 2016, mantenía colocada la serie 7-A con cargo a esta línea, cuyo vencimiento es el 6 de abril de 2016.

En relación a la clasificación de esta línea de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia), salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa (ver *Criterio: Relación entre clasificaciones de corto y de largo plazo* en www.icrchile.cl).

Lo anterior significa que, considerando que la compañía mantiene una clasificación de solvencia de BBB, sus instrumentos de corto plazo califican en Nivel 2 o N-2, que corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero que son susceptibles de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

¹⁶ *Covenant* incluye obligaciones con bancos, con el público y leasing (excluye ex pagaré con Euromérica y deuda con Inversiones Campos y Campos Ltda.). El EBITDA utilizado en este indicador incluye el EBITDA de Mendoza (Cela S.A.).

¹⁷ *Covenant* incluye TODAS las obligaciones financieras, esto es, Otros pasivos financieros corrientes y otros pasivos financieros no corrientes. El EBITDA utilizado en este indicador NO incluye el EBITDA de Mendoza (Cela S.A.).

**INDUSTRIA
CASINOS DE JUEGO**

ENJOY

ANEXOS

 Fecha Informe:
 Marzo.2016

| SITUACIÓN FINANCIERA ENJOY (MM\$) | | | | | |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|
| | Dic-11 | Dic-12 | Dic-13 | Dic-14 | Dic-15 |
| Activos corrientes | 28.947 | 54.343 | 70.186 | 77.716 | 88.577 |
| Activos no corrientes | 284.537 | 283.087 | 478.376 | 513.398 | 546.691 |
| Activos totales | 313.484 | 337.430 | 548.562 | 591.114 | 635.268 |
| Efectivo y equivalentes | 6.099 | 25.398 | 21.333 | 20.942 | 33.018 |
| Inventarios | 2.036 | 1.679 | 2.456 | 2.805 | 3.593 |
| Pasivos corrientes | 59.190 | 96.454 | 143.828 | 115.875 | 136.918 |
| Pasivos no corrientes | 174.856 | 163.482 | 272.962 | 323.530 | 338.247 |
| Pasivos totales | 234.046 | 259.936 | 416.791 | 439.405 | 475.165 |
| Deuda financiera corriente | 32.897 | 52.848 | 70.854 | 57.721 | 63.199 |
| Deuda financiera no corriente | 154.845 | 134.555 | 142.834 | 168.915 | 150.435 |
| Deuda financiera total | 187.742 | 187.404 | 213.689 | 226.636 | 213.634 |
| Deuda financiera neta | 181.643 | 162.006 | 192.355 | 205.695 | 180.616 |
| Patrimonio | 79.438 | 77.494 | 131.771 | 151.710 | 160.103 |
| Ingresos de explotación | 132.961 | 144.413 | 158.652 | 214.627 | 233.238 |
| Costos de explotación | -107.285 | -118.088 | -140.265 | -168.505 | -181.968 |
| Margen explotación | 25.676 | 26.325 | 18.387 | 46.122 | 51.270 |
| Resultado operacional | 13.182 | 13.449 | -1.330 | 22.056 | 24.308 |
| Ingresos financieros | 150 | 215 | 833 | 624 | 727 |
| Gastos financieros | 10.005 | 13.067 | 14.644 | 16.781 | 17.614 |
| Gastos financieros netos | 9.855 | 12.851 | 13.811 | 16.157 | 16.887 |
| Utilidad del ejercicio | 865 | 2.000 | 13.141 | 4.946 | 9.928 |
| Razón circulante | 0,49 | 0,56 | 0,49 | 0,67 | 0,65 |
| Razón ácida | 0,45 | 0,55 | 0,47 | 0,65 | 0,62 |
| Endeudamiento total (N° de veces) | 2,95 | 3,35 | 3,16 | 2,90 | 2,97 |
| Endeudamiento financiero (N° de veces) | 2,36 | 2,42 | 1,62 | 1,49 | 1,33 |
| Endeudamiento financiero neto (N° de veces) | 2,29 | 2,09 | 1,46 | 1,36 | 1,13 |
| Ebitda | 32.064 | 33.555 | 23.319 | 53.282 | 58.615 |
| Margen Ebitda (%) | 24,1% | 23,2% | 14,7% | 24,8% | 25,1% |
| Cobertura de gastos financieros netos (N° de veces) | 3,25 | 2,61 | 1,69 | 3,30 | 3,47 |
| Deuda financiera neta / Ebitda (N° de veces) | 5,66 | 4,83 | 8,25 | 3,86 | 3,08 |
| Margen bruto (%) | 19,3% | 18,2% | 11,6% | 21,5% | 22,0% |
| Margen operacional (%) | 9,9% | 9,3% | -0,8% | 10,3% | 10,4% |
| Rentabilidad activos (%) | 0,3% | 0,6% | 3,0% | 0,9% | 1,6% |
| Rentabilidad patrimonio (%) | 1,1% | 2,5% | 12,6% | 3,5% | 6,4% |

 INDUSTRIA
 CASINOS DE JUEGO