

Informe de Nuevo Instrumento (Estados Financieros Marzo 2016)

Enjoy S.A.

Ratings

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumentos	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Metodología
Línea de efectos de comercio (en proceso de inscripción)	N2/BBB	Primera Clasificación (Nuevo instrumento)	Estable	General de empresas; Industria de casinos de juego; Criterio: Relación entre clasificaciones de riesgo de corto y largo plazo

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **clasifica en Categoría N2/BBB con tendencia estable**, la línea de efectos de comercio (en proceso de inscripción) de ENJOY S.A. (en adelante ENJOY o la compañía).

La clasificación asignada a la línea de efectos de comercio, se basa en la relación estándar que existe entre el rating de corto y de largo plazo (solvencia) de una compañía (salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa). Respecto a la solvencia de ENJOY, por tanto, ésta se sustenta en la regulación/competencia, ubicación, características y diversificación de los activos, 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.
- **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-/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.
- **Características de los activos:** 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. ENJOY cuenta con 9 casinos a diciembre de 2015, lo que le ha permitido ser uno de los operadores con mayor participación de mercado en Chile.
- **Eficiencia operacional:** Posee márgenes moderados/altos respecto a los competidores y al tipo de casinos que opera. Respecto a los niveles de ganancias por máquina, la compañía ha incrementado estos niveles paulatinamente, y mantiene un moderado retorno del capital (aunque mejorando el último año).

- **Riesgo financiero:** A marzo de 2016, los indicadores de la compañía exhiben una mejora sustancial respecto a períodos anteriores, lo que es efecto directo de la mayor generación de flujo (apoyada por la operación uruguaya) y de la nueva gestión sobre las operaciones chilenas. A pesar de lo anterior, la compañía continúa altamente endeudada, con una cobertura ajustada del servicio de la deuda para el año 2016.

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 *Private Secured Notes* en dólares. Esto significa que, los hitos mencionados anteriormente podrían implicar una modificación de clasificación o de tendencia asignada, toda vez que 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.

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. Los avances que ha presentado la compañía sobre este tema, podrían quitarle presión inmediata a sus obligaciones, al adicionar un importante flujo desde Conrad a través de una obligación de largo plazo.

La evaluación del riesgo del negocio 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, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, tanto al alza como a la baja. Dada esta solvencia, sus instrumentos de corto plazo califican en Nivel 2 o N2, 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 es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

Clasificación de Riesgo del Negocio¹

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:

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, la distancia vial mínima entre los casinos de juego, 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 las leyes 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.

UBICACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN GEOGRÁFICA

ENJOY está ubicado en mercados con buenas condiciones económicas de largo plazo. Al respecto, desarrolla sus operaciones en Chile (AA-, internacional), Uruguay (BBB-/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 de la CEPAL indican que las economías de América Latina y el Caribe se contraerán durante el año 2016, derivado principalmente de la recesión de Venezuela y de Brasil.

La economía uruguaya (que generó el 51% del EBITDA a marzo de 2016), 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 0,4%.

En relación a la economía chilena (que generó el 49% del EBITDA a marzo de 2016), proyecciones de la CEPAL indican que Chile no debería crecer a tasas superiores al 1,6%.

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

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.

Posee 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. Respecto a los restaurantes, cuenta con una de las cadenas *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.

ENJOY, además, mantiene una participación de mercado relativamente alta en Chile, 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 2015 la compañía modificó en parte su estrategia de marketing, 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 ofrecer 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 crecimiento del negocio de la entretenimiento 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.

EFICIENCIA 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 paulatinamente, 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.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

A marzo de 2016, los ingresos de ENJOY se incrementaron 36,5% respecto al año anterior, influido tanto por las operaciones chilenas (principalmente Viña del Mar) como por la operación de Conrad.

Composición ingresos por segmento geográfico (%)

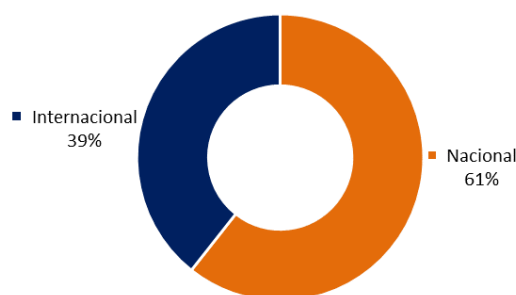


Gráfico 2: Composición de los ingresos por segmento geográfico a marzo 2016. No considera ajustes de consolidación
(Fuente: Elaboración propia con información de estados)

Ingresos trimestrales (MM\$)

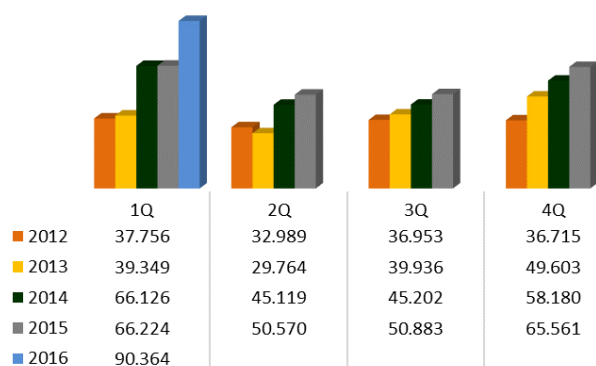


Gráfico 1: Evolución ingresos
(Fuente: Elaboración propia con información de estados)

La variación de los ingresos de las operaciones chilenas se relaciona con el incremento en el número de visitas, donde las mesas de salones VIP tuvieron un mejor rendimiento que el trimestre anterior al igual

que las máquinas tragamonedas. Los ingresos de los servicios complementarios, esto es hoteles, alimentos y bebidas, también se incrementaron respecto al trimestre anterior.

En relación a la operación de Conrad, los ingresos de las mesas aumentaron respecto al trimestre anterior, influido por el mayor volumen de juego de clientes VIP y una mayor ocupación en el hotel.

El EBITDA² a marzo de 2016 se incrementó 49,5% respecto al mismo trimestre del año anterior, con un margen EBITDA³ de 30,1% (27,5% a marzo de 2015). La variación se relaciona con el incremento operacional ya mencionado y con la disminución de algunos gastos y costos (gastos de personal, marketing y consumos básicos)⁴, aun cuando a contar de 2016 se comenzó a consolidar la operación colombiana de la compañía (febrero 2016) que adicionó gastos durante el período.

EBITDA trimestral (MM\$)

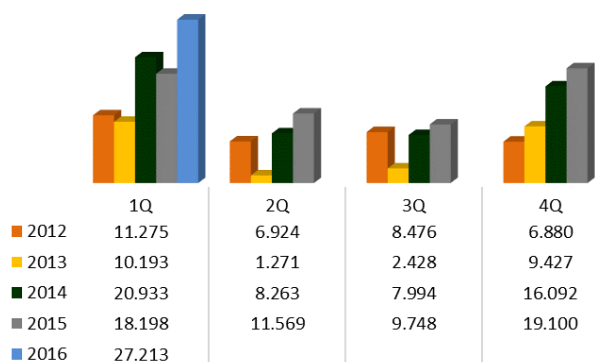


Gráfico 3: EBITDA trimestral

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

El EBITDA de las operaciones chilenas se incrementó 13% durante el primer trimestre del año, donde Antofagasta, Pucón y Viña, tuvieron muy buenos resultados, mientras que el EBITDA de la operación uruguaya aumentó 119% principalmente producto de la baja base de comparación del trimestre anterior, donde el 1Q-2016 se asemeja en mayor medida a los resultados del 1Q-2014, período en que Conrad aportó con cerca de \$12.000 millones al EBITDA consolidado de la compañía.

Composición EBITDA (MM\$)

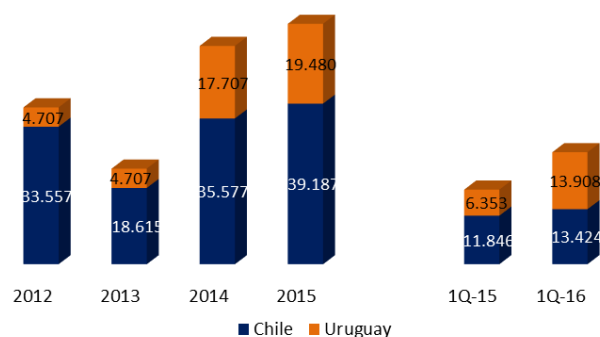


Gráfico 4: Composición geográfica EBITDA

(Fuente: Elaboración propia con información de ENJOY)

La utilidad consolidada, por su parte, se incrementó significativamente durante el trimestre, variando desde \$3.373 millones (marzo 2015) a \$10.378 millones (marzo de 2016) producto tanto de la mejora operacional como del aumento en el valor justo de la opción *call* sobre el FIP BP Capital (por las acciones de la subsidiaria Inversiones Inmobiliarias Enjoy S.p.A.)

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde diciembre de 2012 hasta marzo de 2016 la compañía ha incrementado su deuda financiera⁵ desde \$187.404 millones hasta \$205.944 millones, cuya acotada variación se ha debido a la situación financiera ajustada por la que ha atravesado la compañía durante los últimos años, derivado tanto de factores externos (como la ley del tabaco en su momento), como de factores internos (control inadecuado de costos y gastos de la compañía), ambos impactando en la generación de flujos y en los indicadores de la compañía.

A marzo de 2016, los indicadores de la compañía exhiben una mejora sustancial respecto a períodos anteriores, lo que es efecto directo de la mayor generación de flujo (apoyada por la operación uruguaya) y de la nueva gestión sobre las operaciones chilenas. A pesar de lo anterior, la compañía continúa altamente endeudada, con una cobertura ajustada del servicio de la deuda para el año 2016⁶.

Deuda financiera (MM\$)

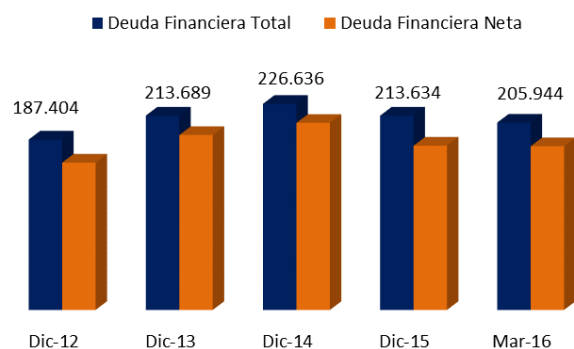


Gráfico 5: Deuda financiera y deuda financiera neta

(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

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	Mar-16
Endeudamiento total ⁷	2,95	3,35	3,16	2,90	2,97	2,85
Endeudamiento financiero	2,36	2,42	1,62	1,49	1,33	1,29
Endeudamiento financiero neto	2,29	2,09	1,46	1,36	1,13	1,13
Cobertura de gastos financieros netos ⁸	3,25	2,61	1,69	3,30	3,47	3,98
Deuda financiera neta sobre EBITDA ⁹	5,66	4,83	8,25	3,86	3,08	2,66
Razón circulante ¹⁰	0,49	0,56	0,49	0,67	0,65	0,67
Razón ácida ¹¹	0,45	0,55	0,47	0,65	0,62	0,64

Tabla 1: Principales indicadores utilizados en la clasificación
(Fuente: Elaboración propia con información de estados financieros)

Como se mencionó en Reseña Anual de fecha marzo de 2016, la estructura de la deuda podría variar durante los próximos períodos, conforme se materialicen algunos hitos en los cuales ha estado trabajando

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito 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 establecidos 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;
2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los indicadores financieros establecidos 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

ENJOY: (i) búsqueda de un socio estratégico con aporte de capital; (ii) colocación de *Private Secured Notes* en dólares. Esto significa que, los hitos mencionados anteriormente podrían implicar una modificación de clasificación o de tendencia asignada, 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.

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 quitarían presión inmediata a sus obligaciones, en el sentido que, por una parte ENJOY contaría con un importante flujo adicional y, por otra parte, existiría una obligación al largo plazo, que podría ser financiada en una mayor proporción con flujos de la operación.

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.

Instrumentos Clasificados

La compañía ha solicitado la inscripción en el Registro de Valores de la Superintendencia de Valores y Seguros, de una línea de efectos de comercio de hasta \$20.000 millones, cuyo vencimiento será a 10 años y cuyos fondos serán destinados al refinanciamiento de pasivos del emisor.

Dentro de la escritura pública que contiene las características de la emisión, se establece que la compañía deberá dar cumplimiento a los covenants de endeudamiento indicados en la tabla siguiente y a modo de referencia se presentan los niveles históricos obtenidos por ENJOY:

Covenant (N° de veces)	Exigencia	Niveles históricos obtenidos			
		Dic-13	Dic-14	Dic-15	Mar-16
Deuda financiera neta sobre patrimonio	<=2,0	1,46	1,36	1,13	1,13
Deuda financiera neta sobre EBITDA	<=4,0	-	3,86	3,08	2,66
Activos libres de gravámenes	>=1,5	3,03	3,91	4,42	4,33

Tabla 2 Covenants estipulados en el contrato de emisión

(Fuente: Elaboración propia con información de escritura de emisión)

Respecto a la clasificación de esta línea de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solven- cia) salvo cuando existan situaciones excepcionales de exceso o falta de liquidez muy significativa (ver Criterio: Relación entre Clasificacio- nes de Corto y de Largo Plazo en www.icrchile.cl).

La correlación entre la clasificación de corto y de largo plazo se debe a que los factores claves que definen el rating son casi idénticos. En pri- mera instancia, riesgos tales como cambios gerenciales, posibles cam- bios regulatorios, posibles conflictos laborales futuros, renovación de licencias y desafíos relacionados a cambios tecnológicos, parecen ser factores de largo plazo que deberían tener poco que ver con la capaci- dad de la compañía para refinanciar sus obligaciones de efectos de co- mercio de corto plazo. Sin embargo, la aparición de riesgos de largo plazo puede tener un impacto de corto plazo en la habilidad de la com- pañía para pagar o refinanciar sus efectos de comercio.

Lo anterior significa que, considerando que la compañía mantiene una clasificación de solvencia de BBB, sus instrumentos de corto plazo ca- lifican 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 es susceptible de deterio- rarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

Definición de Categorías

SOLVENCIA

CATEGORÍA BBB

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente ca- pacidad 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.

EFFECTOS DE COMERCIO

NIVEL 2 o N-2

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capaci- dad 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.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN			
Fecha	Efectos de comercio	Tendencia	Motivo
May-15	N2/BBB	Estable	Primera clasificación
Mar-16	N2/BBB	Estable	Reseña anual
Jul-16	N2/BBB	Estable	Nuevo instrumento

Anexo

SITUACIÓN FINANCIERA ENJOY (MM\$)						
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Mar-15	Mar-16
Activos corrientes	54.343	70.186	77.716	88.577	86.755	86.587
Activos no corrientes	283.087	478.376	513.398	546.691	516.398	525.726
Activos totales	337.430	548.562	591.114	635.268	603.153	612.314
Efectivo y equivalentes	25.398	21.333	20.942	33.018	28.901	25.895
Otros activos financieros corrientes	5.805	4.540	4.030	4.591	4.874	5.587
Pasivos corrientes	96.454	143.828	115.875	136.918	102.822	128.382
Pasivos no corrientes	163.482	272.962	323.530	338.247	325.617	324.892
Pasivos totales	259.936	416.791	439.405	475.165	428.439	453.274
Deuda financiera corriente	52.848	70.854	57.721	63.199	51.013	60.228
Deuda financiera no corriente	134.555	142.834	168.915	150.435	164.459	145.716
Deuda financiera total	187.404	213.689	226.636	213.634	215.472	205.944
Deuda financiera neta	162.006	192.355	205.695	180.616	186.571	180.049
Patrimonio	77.494	131.771	151.710	160.103	174.714	159.039
Ingresos de explotación	144.413	158.652	214.627	233.238	66.224	90.364
Margen explotación	26.325	18.387	46.122	51.270	16.243	27.640
Resultado operacional	13.449	-1.330	22.056	24.308	9.419	18.722
Gastos financieros netos	12.851	13.811	16.157	16.887	4.049	4.143
Utilidad del ejercicio	2.000	13.141	4.946	9.928	3.373	10.378
Razón circulante	0,56	0,49	0,67	0,65	0,84	0,67
Razón ácida	0,55	0,47	0,65	0,62	0,82	0,64
Endeudamiento Total (N° de veces)	3,35	3,16	2,90	2,97	2,45	2,85
Endeudamiento financiero (N° de veces)	2,42	1,62	1,49	1,33	1,23	1,29
Endeudamiento financiero neto (N° de veces)	2,09	1,46	1,36	1,13	1,07	1,13
EBITDA	33.555	23.319	53.282	58.615	18.198	27.213
Margen EBITDA (%)	23,2%	14,7%	24,8%	25,1%	27,5%	30,1%
EBITDA 12 meses	33.555	23.319	53.282	58.615	50.548	67.630
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	2,61	1,69	3,30	3,47	3,15	3,98
Deuda financiera neta / EBITDA (N° de veces)	4,83	8,25	3,86	3,08	3,69	2,66
Capex	23.096	17.135	12.677	8.593	1.946	2.280
EBITDA - Capex	10.459	6.184	40.605	50.023	16.253	24.934
(EBITDA - Capex) / Gastos financieros netos 12 meses (N° de veces)	0,81	0,45	2,51	2,96	2,43	3,46
Margen bruto (%)	18,2%	11,6%	21,5%	22,0%	24,5%	30,6%
Margen operacional (%)	9,3%	-0,8%	10,3%	10,4%	14,2%	20,7%
Rentabilidad activos (%)	0,6%	3,0%	0,9%	1,6%	0,1%	2,8%
Rentabilidad patrimonio (%)	2,5%	12,6%	3,5%	6,4%	0,3%	10,1%

¹ Fuente: (1) Estados financieros; (2) Análisis razonado; (3) Memoria anual 2015; (4) Presentaciones corporativas; (5) Metodología industria de casinos de juego, ICR; (6) Actualización de proyecciones de América Latina y el Caribe, 2016, CEPAL

² EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso) de activos

³ Margen EBITDA = EBITDA / ingresos de actividades ordinarias.

⁴ Fuente: Presentación de resultados 1Q-2016

⁵ Deuda financiera = Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes.

⁶ Servicio de cobertura de la deuda = (EBITDA – Capex – Impuesto proyectados) / (obligaciones financieras 2016, excluido el pago de efectos de comercio)

⁷ Endeudamiento = Pasivos totales / Patrimonio total.

⁸ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA 12 meses / Gastos financieros netos 12 meses.

⁹ Deuda financiera neta / EBITDA = (Deuda financiera – Efectivo y equivalentes) / EBITDA 12 meses.

¹⁰ Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante.

¹¹ Razón ácida = (Activo circulante – existencias) / Pasivo circulante.

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.