



Informe del Evaluador Independiente

Análisis de Transacción entre Empresas Relacionadas

Accelerating success.





Santiago, 30 de Abril de 2012

Señor

Rodrigo Larraín

Gerente de Finanzas e Inversiones

Enjoy

De nuestra consideración:

Tenemos el agrado de adjuntar el informe del evaluador independiente (en adelante "el Informe") que contiene los resultados del análisis del Préstamo entre empresas relacionadas, Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Limitada a Enjoy S.A. (en adelante el "Préstamo"). Con el objetivo de dar cumplimiento a lo estipulado en la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas, que implica una opinión si el Préstamo se encuentra en condiciones de mercado, y el potencial efecto para Enjoy S.A. (en adelante "Enjoy") del Préstamo.

El presente Informe corresponde a nuestra propuesta de trabajo, con fecha 20 de Abril de 2012, la cual comprende la entrega del Informe del evaluador independiente, y las discusiones con las administración de Enjoy.

En esta fase se ha considerado el análisis de la situación, variada información de mercado, y la información provista por Enjoy.

El Regidor 66, Piso 12
Las Condes
Santiago, Chile
Tel: (56-2) 496 1500
www.colliers.cl

Cabe destacar que la información proporcionada no ha sido objeto de auditoría por nuestra parte. Por lo tanto, como se estableció en nuestra propuesta, es responsabilidad de la administración la veracidad y confiabilidad de los datos proporcionados, quedando las conclusiones de nuestro trabajo sujetos a dicho alcance.

El presente Informe está dirigido a la administración superior de Enjoy, y, por lo tanto, no debe ser considerado para ningún otro propósito. Por lo que la entrega de éste a terceros debe contar con nuestra autorización, ya que como se indicó en nuestra propuesta, en ese caso particular, se deberá firmar una "carta de entrega de informes a terceros" que delimita las condiciones de su utilización y nuestra responsabilidad al respecto. Esta limitación no aplica a los requisitos de la Ley N° 18.046, en lo que refiere a informes de los evaluadores independientes.

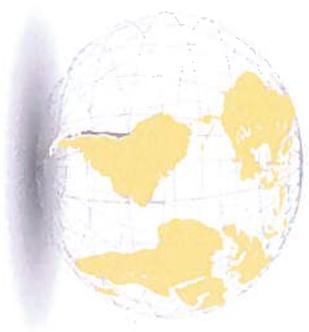
Saludamos atentamente a usted,
Colliers Internacional

Emilio Venegas Valenzuela
Manager

Tabla de contenidos



	Página
Resumen Ejecutivo	4
Descripción de la Situación	6
Determinación de Tasa de Interés Comparable	13
Efectos del Préstamo	18
Conclusiones	20
Anexo	22





Resumen Ejecutivo



Resumen Ejecutivo



Introducción

El objetivo de nuestro trabajo ha sido el de preparar una evaluación independiente, de acuerdo al Título XVI de la Ley N° 18.046 de Sociedades Anónimas.

De acuerdo a las conversaciones mantenidas con Enjoy, este Informe incluye la opinión acerca de si el Préstamo se encuentra en condiciones de mercado y evalúa los potenciales efectos para Enjoy del mencionado Préstamo.

A los efectos de nuestro trabajo, entendemos como valor razonable de mercado lo siguiente:

“es el valor al cual un activo cambiaría de manos entre un potencial comprador y un potencial vendedor cuando ninguno de éstos actúa bajo compulsión y cuando ambos tienen un conocimiento razonable de los hechos relevantes”.

Para aplicar este concepto al Préstamo, se estimó cuanto hubiese sido la tasa de interés aplicada por un participante de mercado, para un Préstamo de condiciones similares, considerando la naturaleza de la transacción y la información de mercado disponible a la fecha.

El análisis realizado para evaluar los potenciales efectos en Enjoy consideran el impacto en el valor de mercado que ha experimentado la acción de Enjoy, una vez que se hizo público el anuncio del Préstamo, y una estimación de los costos asociados en la renegociación de los covenants de los bonos de Enjoy, en el caso de que no se hubiese materializado el Préstamo.

Resultados

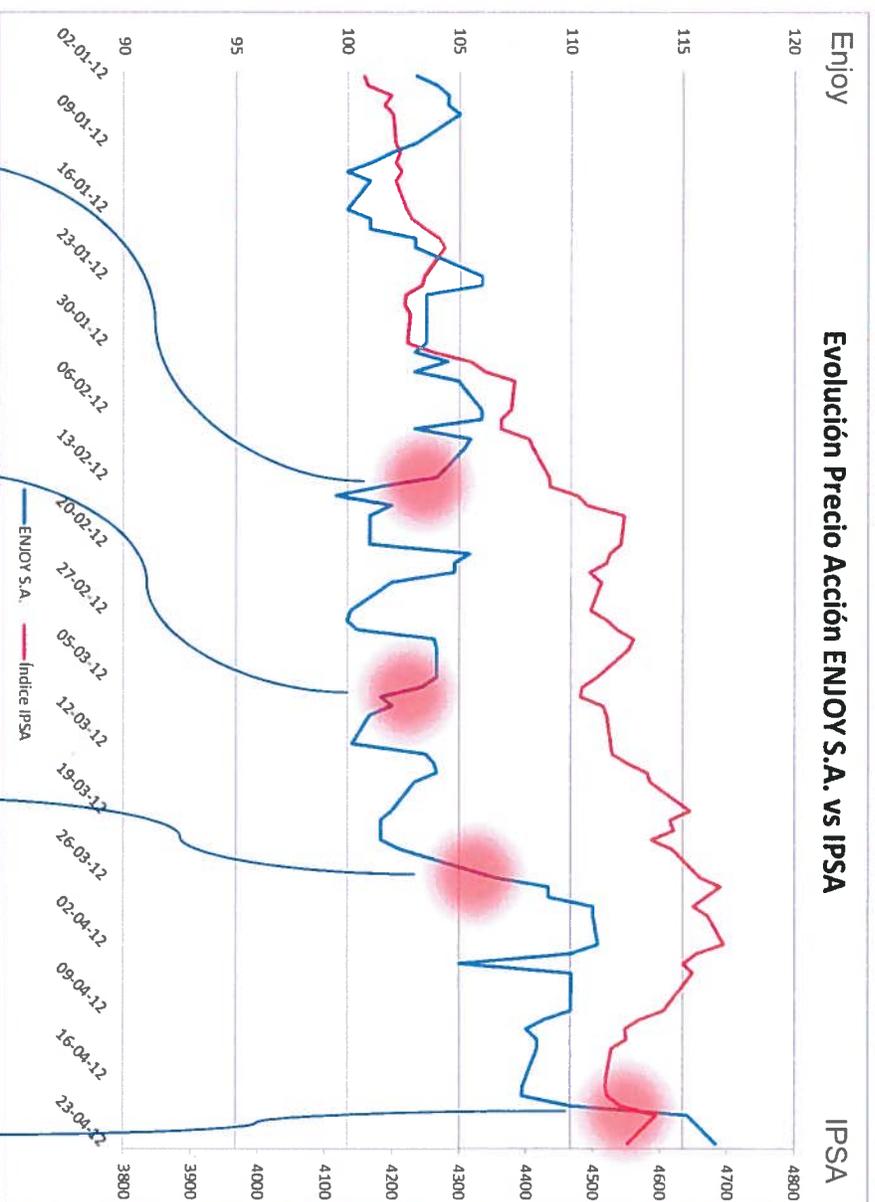
De acuerdo con el objetivo del presente trabajo y en virtud de la información analizada, se obtienen las siguientes conclusiones de nuestro trabajo:

1. El Préstamo se encuentra a una tasa levemente inferior a un rango bajo de tasas de interés, en relación a una potencial tasa de interés determinada por participantes de mercado, considerando la información disponible a la fecha y tasas de mercado para instrumentos similares, de acuerdo a la situación financiera de Enjoy.
2. En el caso de no haber materializado el Préstamo, los potenciales costos que hubiese tenido que asumir Enjoy, frente a los tenedores de deuda, podrían haber sido mayores.
3. Se observan efectos positivos en el valor de mercado de la acción de Enjoy, en comparación a un benchmark, por lo cual se podría concluir que el mercado reaccionó positivamente al Préstamo y se espera que genere valor para los accionistas de Enjoy, en comparación a no haber concretado el Préstamo y la repactación de los covenants.

A large, abstract graphic composed of several overlapping, semi-transparent blue shapes that form a central vertical band, tapering towards the top and bottom. The colors range from a light sky blue to a deep navy blue.

Descripción de la Situación

Evolución Precio Acción Enjoy vs IPSA



Emisión de los Estados Financieros del 2011 que evidencian que el ratio DFN/EBITDA excede el nivel definido.

La CCR rechaza la clasificación de bonos de Enjoy. AFPs no pueden comprar papeles de la entidad.

Se genera el Préstamo entre Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Y Enjoy, noticia recibida de manera positiva por el mercado.

Se realiza la junta de Tenedores de Bonos, se modifican los covenants y se fija la comisión de renegotiación de 1%.

1. Los principales eventos que han marcado la evolución del precio de la acción de Enjoy, y que evaluamos en este trabajo, han sido los siguientes:
1. El día 8 de Febrero son emitidos los Estados Financieros del cierre del año 2011.
2. El día 1 de Marzo la Comisión Clasificadora de Riesgo (en adelante "CCR") rechaza la clasificación de bonos de Enjoy.
3. El día 23 de Marzo se oficializa el Préstamo entregado a Enjoy por Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Limitada.
4. El día 17 de Abril se realizó una junta de Tenedores de Bonos en la cual se acordó modificar las fechas en que son medidos los covenants de los contratos de emisión. Producto de lo anterior Enjoy acordó desbolsar una comisión de renegotiación de 100 puntos base, equivalente a aproximadamente \$1.100 millones de pesos.



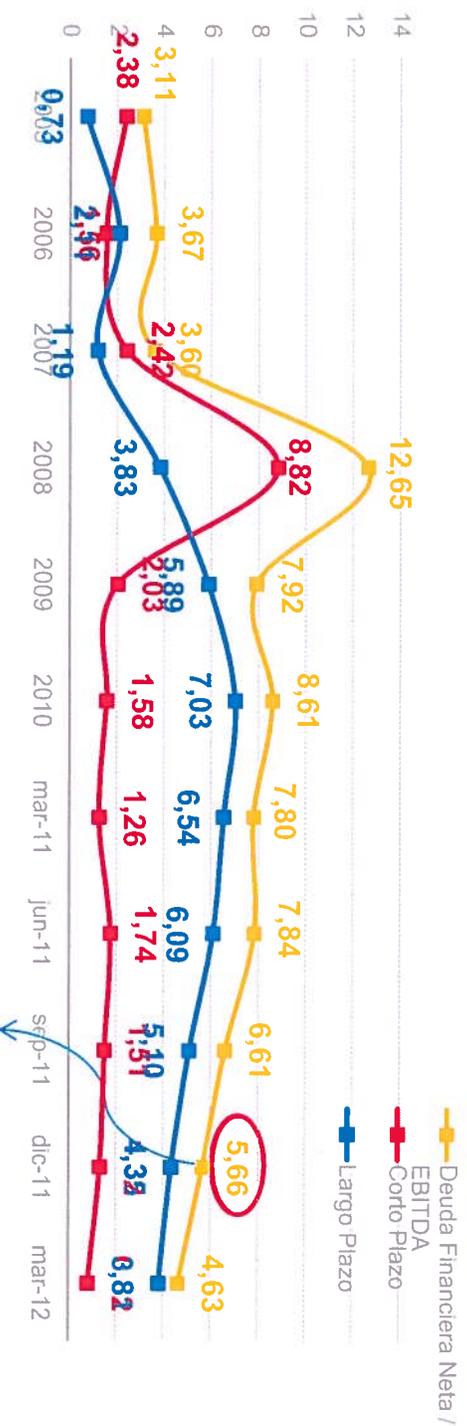
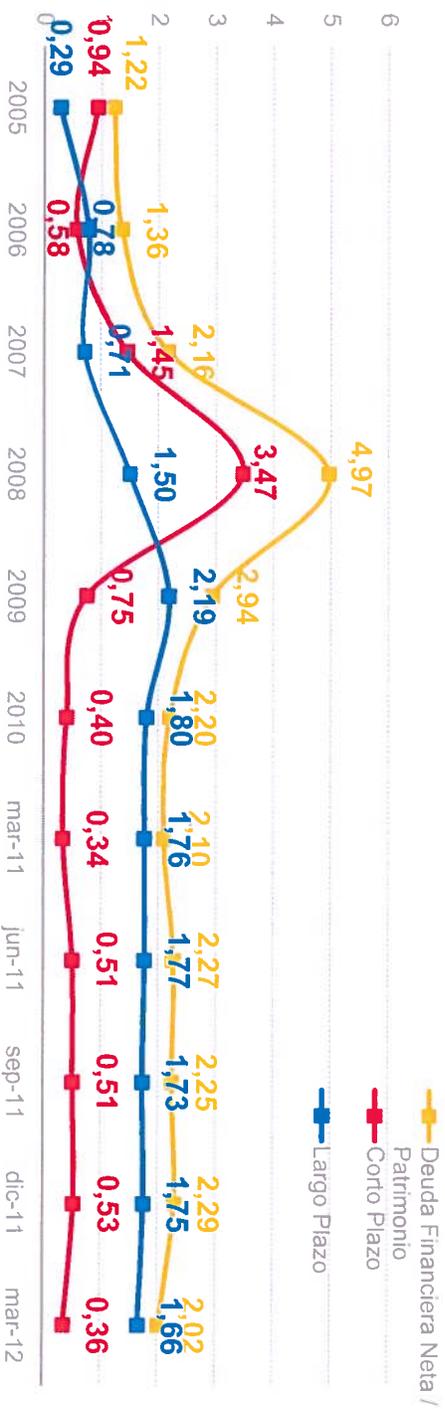
Características de los Bonos y Covenants

- El 17 de Julio de 2010 Enjoy registra dos líneas de bonos, a 10 y 30 años, por un monto máximo de UF 2 millones y UF 3 millones, respectivamente (registro N° 637 y 638 de la SVS).
- El día 24 de Julio del 2010 ocurre la colocación de la Serie A y C, destinadas a pagar pasivos. El día 3 de Septiembre del mismo año ocurre la colocación de la Serie D y E, destinadas a refinanciar pasivos y financiar el proyecto Rinconada.
- A continuación vemos las características de dichos bonos y los covenants asociados a ellos previo a las modificaciones realizadas el 17 de Abril del 2012.

Bonos	Serie A	Serie C	Serie D	Serie E
Colocación	24 Junio 2010	24 Junio 2010	3 Sept. 2010	3 Sept. 2010
Monto (MM)	UF 1	UF 2	CLP \$ 21,300	UF 1
Tasa Interés Anual	4,00%	4,75%	7,00%	4,25%
Plazos (Años)	5	14	5	14
Pago de Intereses	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Amortización	Semestral	Semestral	Semestral	Semestral
Inicio Amortización	20 Junio 2013	20 Junio 2017	20 Junio 2013	20 Junio 2017
Fin Amortización	20 Junio 2015	20 Junio 2024	20 Junio 2015	20 Junio 2024
Rescate Anticipado	20 Dic. 2011	20 Dic. 2011	20 Dic. 2011	20 Dic. 2011

Limite de Endeudamiento Neto (Cons)	
2011	3,0x
2012	2,5x
2013 en adelante	2,0x
Deuda Financiera / EBITDA (Cons)	
2011	5,0x
2012	4,5x
2013 en adelante	4,0x
Activos Libres de Gravámenes	
2011	1,15x
2012	1,3x
2013 en adelante	1,5x
Cross Default (mayor a)	US\$ 25 MM
Cross Acceleration (mayor a)	US\$ 25 MM
Cross Quiebra	SI
Negative Pledge	SI
Seguros sobre Activos Operacionales	SI
Resguardo de Fusiones o Divisiones	SI

Covenants Históricos



Excede nivel exigido.

Principales Tenedores de Bonos

A continuación presentamos la distribución de los principales Tenedores de Bonos al 31 de Diciembre 2011 y al día 11 de Abril de 2012:

Principales Tenedores (UF)		31/12/11	Principales Tenedores (UF)		11/04/12
AFP Capital S.A. (Fondo A, B, C, D)		928,624	AFP Capital S.A.		862.124
AFP Cuprum S.A. (Fondo A, B, C)		482,000	Penta Vida Cia. De Seg. De Vida S.A.		483.500
Principal Cia. De Seg. De Vida Chile S.A.		465,000	Principal Cia. De Seg. De Vida Chile S.A.		465.000
Serie A (UF)		31/12/11	Serie A (UF)		11/04/12
AFP Cuprum S.A. (Fondo, A, B, C)		278,000	Larrain Vial S.A. Corr. De Bolsa		254.500
Celfin Capital S.A. (Corredores de Bolsa)		163,500	Inversiones Gross Limitada		192.500
AFP Capital S.A. (Fondo B, C, D)		76,000	Celfin Capital S.A.		132.000
Serie C (UF)		31/12/11	Serie C (UF)		11/04/12
Principal Cia. De Seg. De Vida Chile S.A.		360,000	Penta Vida Cia. De Seg. De Vida S.A.		409.500
Penta Vida Cia. De Seg. De Vida S.A.		347,500	Principal Cia. De Seg. De Vida Chile S.A.		360.000
AFP Capital S.A. (Fondo B, C, D)		311,000	AFP Capital S.A.		311.000
Serie D (UF)		31/12/11	Serie D (UF)		11/04/12
AFP Capital S.A. (Fondo A, B, C, D)		289,624	AFP Capital S.A.		287.624
Bice Inv. Adm. General de Fondos S.A.		281,145	Bice Inv. Adm. General de Fondos S.A.		271.227
Zurich Adm. General de Fondos S.A		66,939	Inversiones Gross Limitada		77.113
Serie E (UF)		31/12/11	Serie E (UF)		11/04/12
AFP Capital S.A. (Fondo A, B, C, D)		252,000	AFP Capital S.A.		252.000
Mettife Chile Seguros de Vida S.A.		250,000	Mettife Chile Seguros de Vida S.A.		250.000
Euroamerica Seguros de Vida S.A.		134,000	Euroamerica Seguros de Vida S.A.		134.000

Detalles del Préstamo entre Empresas Relacionadas

A continuación delinearíamos los detalles del Préstamo entre empresas relacionadas:

Detalle del Préstamo entre empresas relacionadas	
Prestamista	Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Limitada
Prestatario	ENJOY S.A.
Fecha Emisión	23 Marzo, 2012
Máximo Línea (MM\$)	17.000
Tasa (Nominal anual)	9,7%
Plazo	24 meses
Saldo adeudado (MM\$)	14,940
Fecha de desembolsos	26 y 30 de Marzo, 2012
Garantías	Sin Garantías
Tipo de Amortización	Bullet (interés y principal a la madurez)
Prepago	Parcial o Total, sin costo

Modificación de Covenants

Debido a que se excedió el ratio DFN/EBITDA al cierre del ejercicio del 2011, Enjoy negoció con los Tenedores de Bonos las modificaciones al contrato de emisión, en virtud del cual acordaron modificar las fechas en que son medidos los covenants, los que han quedado en la forma que se expresa a continuación:

	2012				2013				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	+
DFN / EBITDA	5,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,0	4,0
DFN / PATRIMONIO	3,0	3,0	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,0	2,0
Act. Libre / DF Libre	1,15	1,15	1,15	1,3	1,3	1,3	1,3	1,5	1,5

Esta negociación tuvo un costo para Enjoy en la forma de una comisión de renegociación fiat equivalente al resultado de aplicar 100 puntos base (1,0%) al monto nominal reajustado de los bonos de las series A, C, D y E, de acuerdo al valor de la UF al día 31 de Marzo de 2012. Dicha suma equivale a CLP MM\$ 1.114 aproximadamente.

A large, abstract graphic composed of several overlapping, semi-transparent blue shapes that form a wide, horizontal, hourglass-like shape, tapering towards the center. The colors range from a light sky blue to a deep navy blue.

Determinación de Tasa de Interés Comparable

Metodología de Cálculo

A partir de la suma de estos elementos generamos un rango estimativo de posibles tasas de interés exigidas al Préstamo.

$$\text{Tasa de interés de Mercado: } R_f + \text{Spread} + R_{Liq}$$

- La metodología utilizada para la conformación de la tasa exigida al Préstamo se basa en tres elementos: la tasa libre de riesgo, el spread de Préstamo exigido a una deuda de una empresa con características similares y que transe en el mercado y finalmente una prima por liquidez.
- La **tasa libre de riesgo (R_f)** representa el rendimiento de un bono libre de riesgo. En este caso hemos considerado un Bono del Banco Central en pesos (BCP), a dos años, en base al plazo del Préstamo.
- El **Spread de Préstamo** es determinado considerando el retorno de los bonos de Enjoy en el mercado. Cabe destacar que éstos representan el retorno exigido a papeles que transan en el mercado, dado el riesgo del emisor. Se realizó un análisis de razonabilidad del spread de Préstamo con spread de préstamos de industrias similares, en Chile y en el extranjero.
- La **prima por liquidez (R_{liq})** surge debido a que el Préstamo es de carácter privado, y no puede ser liquidado por el prestamista hasta el vencimiento. Por ésta característica, los inversionistas piden un premio en la tasa de descuento de un activo. En este caso se estimó el descuento por liquidez de acuerdo al descuento estimado por activos de similar tamaño en USA, de acuerdo al estudio de *Ibboston Risk Premia Over Time Report 2010*. Dados los diferentes tamaños de los activos relativos, se ajustó el tamaño de los activos Americanos a los activos chilenos de acuerdo al tamaño de las economías relativas.



Tasa Libre de Riesgo



- En el recuadro anterior observamos los BCP a la fecha del Préstamo.
- Cabe hacer notar que los valores que buscamos son los de a 2 años, dado que este es el plazo estipulado en el Préstamo.



Spread de Préstamo

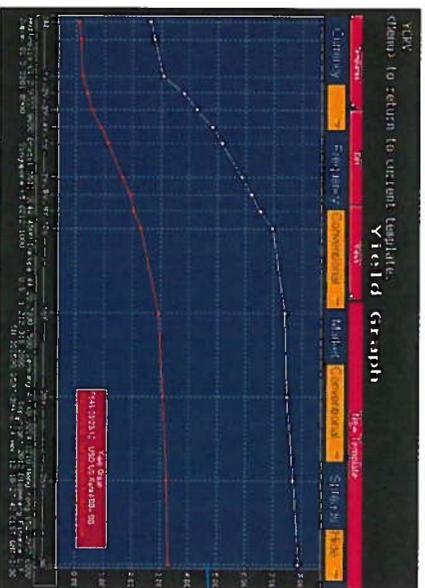
- El Spread del Préstamo se determinó considerando el Spread de mercado para los bonos de Enjoy a la fecha del Préstamo. También se consideraron comparables de mercado de otras industrias, y comparables de USA para industrias similares o activos considerados similares.
- De acuerdo al análisis realizado, se considera un spread entre **3,33%** y **3,93%** para el Préstamo bajo análisis.

Promedio Spread por Riesgo y Sectores Bono Ultimos 3 Meees																				
Riesgo	Alimentos	Comercio	Holdings	Industria	Infraestructura	Lasings	Otros Servicios	Recursos Naturales	Telecom	Transporte	Utilites - Energía	Utilites - Gas	Utilites - Sanitarias	Seguros	TI	Entretenimén	Salud	Total General		
AAA																			159	
AA+										84									127	
AA	116	132	125	125	123	158		125	130		186		124						129	
AA-	131	140	135	129	137			122	135		127		113						134	
A+	143	277	135	354	175			121	132		121		119			126			167	
A	193	134	150	175	199			115	156		135		147						213	
A-								259			127		138		315				235	
BBB+			373		283		240			613									400	
BBB	333	333								410	142					381			400	
BBB-			327																291	
Total General	187	176	221	225	162	137	161	132	134	350	132	146	124	315	126	341	182		327	
																				174

Fuente: Bolsa de Comercio, Estimaciones BICE Inversiones.

Comparables Chile: 3,33% – 3,93%

Enjoy: 3,81%



Comparables USA: 3,4%

Prima por Liquidez



- Dada la baja liquidez del Préstamo entregado por Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Limitada a Enjoy (no existe un mercado en el cual transar dicha deuda), es coherente aplicar una prima por liquidez a la tasa de interés.
- Basándonos en las estimaciones del Ibbotson Risk Premia Over Time Report 2010, podemos observar distintas primas que son asignadas al retorno exigido de activos, dependiendo de su tamaño.
- Haciendo un símil entre el cobro que se aplica a estos activos, considerando que uno de los principales factores del Size discount es la liquidez, es posible generar un valor aproximado de prima por liquidez para el Préstamo.
- La prima asociada a un activo de aproximadamente 31 millones de dólares estaría en un rango entre **1,08% y 1,69%**.

(*) 1,65% corresponde al tamaño relativo de la economía Chilena en comparación a la economía Americana

USA			
Adjusted Ibbotson (in millions US\$)			
Decile	Smallest Comp.	Largest Comp.	Size Premium
Mid - Cap (3-5)	1 602,43	5 936,15	1,08%
Low - Cap (6-8)	432,18	1 600,16	1,85%
Micro - Cap (9-10)	1,01	431,26	3,99%
Breakdown of Deciles 1- 10			
1 - Largest	14 692,02	329 725,26	-0,37%
2	5 975,84	14 691,67	0,74%
3	3 482,57	5 936,15	0,85%
4	2 386,99	3 414,63	1,15%
5	1 602,43	2 384,03	1,69%
6	1 063,33	1 600,17	1,73%
7	685,13	1 063,31	1,73%
8	432,18	684,70	2,49%
9	214,19	431,26	2,85%
10 - Smallest	1,01	214,11	6,28%
Breakout of 10th decile			
10a	123,54	214,11	4,45%
10b	1,01	123,52	10,01%

Fuente: Ibbotson Risk Premia Over Time Report, 2010

CHILE			
Adjusted Ibbotson (in millions US\$)			
Decile	Smallest Comp.	Largest Comp.	Size Premium
Mid - Cap (3-5)	26,37	97,69	1,08%
Low - Cap (6-8)	7,11	26,33	1,83%
Micro - Cap (9-10)	0,02	7,10	3,99%
Breakdown of Deciles 1- 10			
1 - Largest	241,79	5 428,48	-0,37%
2	98,35	241,79	0,74%
3	57,31	97,69	0,85%
4	39,28	56,20	4,45%
5	26,37	39,24	1,69%
6	17,50	26,33	1,73%
7	11,28	17,50	1,73%
8	7,11	11,27	2,49%
9	3,53	7,10	2,85%
10 - Smallest	0,02	3,52	6,28%
Breakout of 10th decile			
10a	2,03	3,52	3,99%
10b	0,02	2,03	9,73%

Fuente: Ibbotson Risk Premia Over Time Report, 2010, ajustado para Chile Colliers

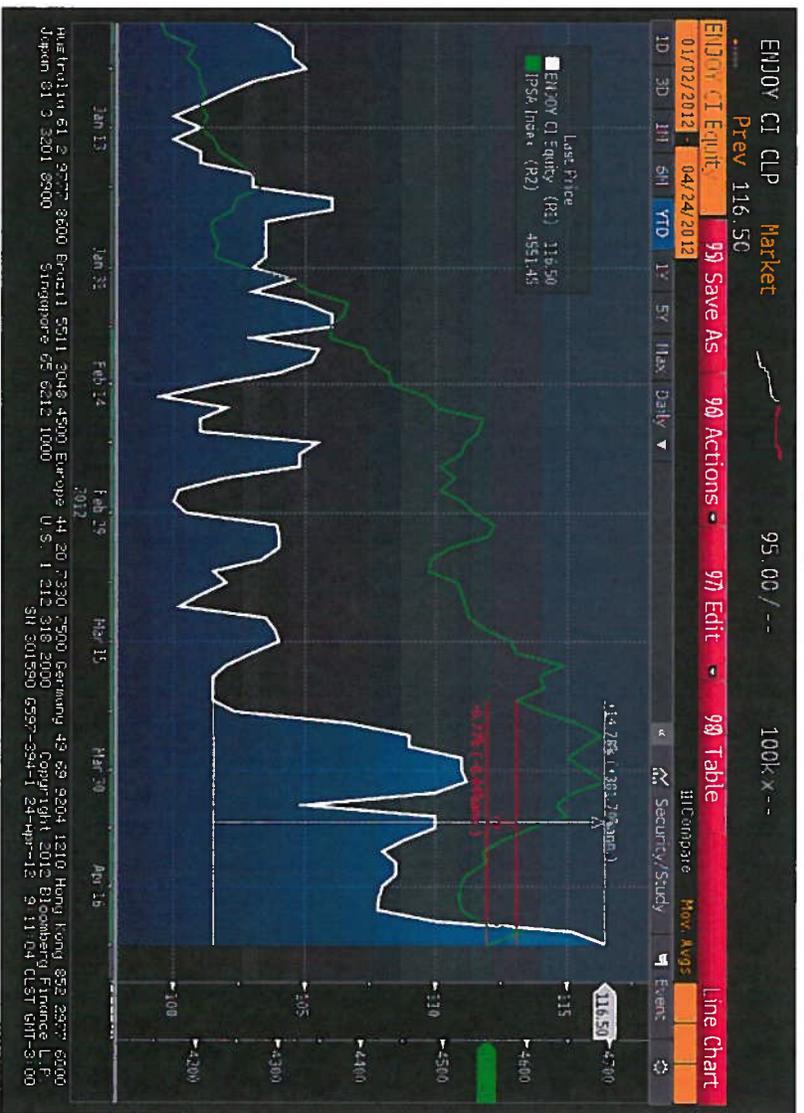
Ajuste al tamaño de los activos (*)

A large, abstract graphic composed of several overlapping, semi-transparent blue shapes that form a wide, hourglass-like or bow-tie shape, centered vertically on the page. The colors range from a light sky blue to a deep navy blue.

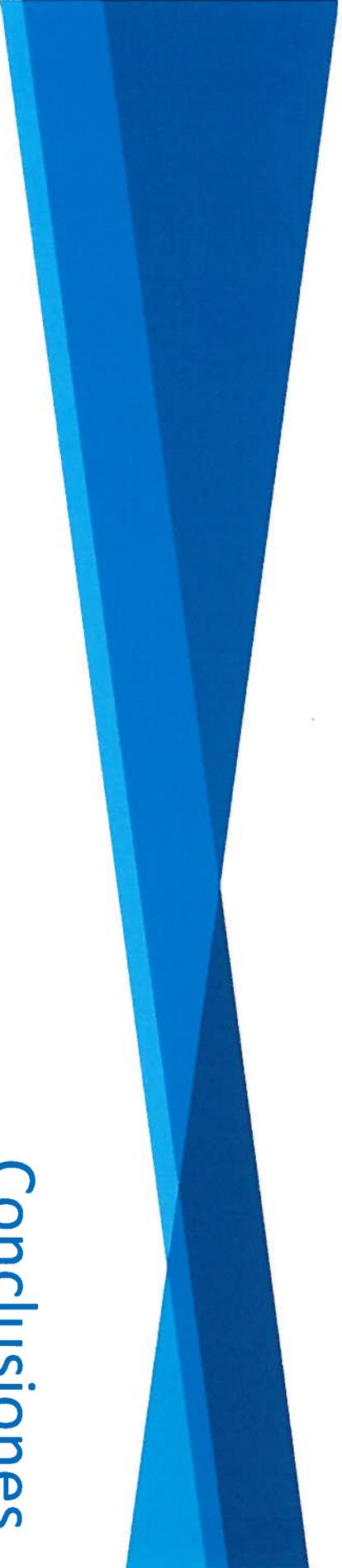
Efectos del Préstamo

Reacción del Mercado ante el Préstamo

- Una vez otorgado el Préstamo, la reacción observada en el mercado fue positiva para la acción de Enjoy.
- Aun cuando el precio de la acción presentaba un inicio de año volátil e incierto, desde la recepción de la noticia, el precio de la acción presentó un incremento de 14,78% frente a una variación de -0,77% del IPSA para el mismo periodo (Benchmark).
- Dicha situación indica que la respuesta ofrecida por Enjoy frente a la modificación de los covenants es valorada por el mercado.
- En caso de que Enjoy no hubiese conseguido el Préstamo, se hubiese dado un poder de negociación mayor a los Tenedores de Bonos, con lo cual la potencial comisión de renegociación podría haber sido mayor.
- En el caso de considerar una comisión de renegociación de 1,5% o 2,0%, el pago hubiese sido de CLP MM\$ 1.671 a CLP MM\$ 2.228, frente a los CLP MM\$ 1.114 pagados.



C.R.	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%	2,00%
CLP (\$M)	1.114.340	1.392.926	1.671.511	1.950.096	2.228.681
US (\$MM)	2,30	2,87	3,45	4,02	4,60

A large, abstract graphic composed of several overlapping, semi-transparent blue shapes that form a central vertical band, tapering at the top and bottom. The colors range from a light sky blue to a deep navy blue.

Conclusiones

Conclusiones



Resultados

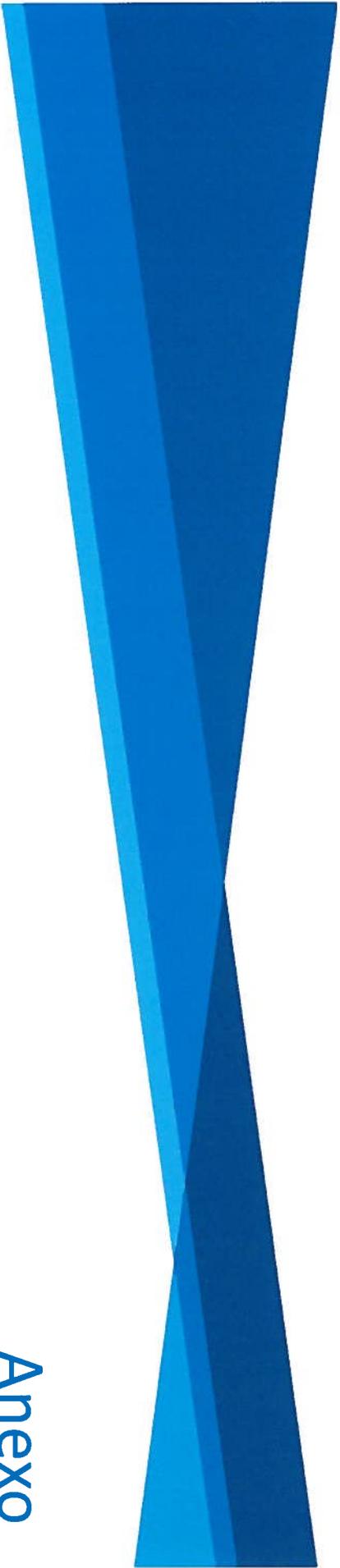
De acuerdo con el objetivo del presente trabajo y en virtud de la información analizada, se obtienen las siguientes conclusiones de nuestro trabajo:

1. El Préstamo se encuentra a una tasa levemente inferior a un rango bajo de tasas de interés, en relación a una potencial tasa de interés determinada por participantes de mercado, considerando la información disponible a la fecha y tasas de mercado para instrumentos similares, de acuerdo a la situación financiera de Enjoy.
2. En el caso de no haber materializado el Préstamo, los potenciales costos que hubiese tenido que asumir Enjoy, frente a los tenedores de deuda, podrían haber sido mayores.
3. Se observan efectos positivos en el valor de mercado de la acción de Enjoy, en comparación a un benchmark, por lo cual se podría concluir que el mercado reaccionó positivamente al Préstamo y se espera que genere valor para los accionistas de Enjoy, en comparación a no haber concretado el Préstamo y la repactación de los covenants.

Cotas	BCP	Spread de Crédito	Prima por Liquidez	Tasa de Interés
Inferior	5,542	3,33	1,08	9,952
Superior	5,542	3,93	1,69	11,162



Anexo



Situación Comparable en el mercado: Southern Cross - SMU

A mediados del año 2011 Inversiones del Sur S.A. (Southern Cross) contaba con un contrato de préstamo con bancos locales, dentro de los cuales se encuentra Santander-Chile como banco agente. De manera similar al caso de Enjoy, Southern Cross no pudo cumplir con los covenants , como podemos ver en el recuadro:

Ratio	Limite	Medición
1. Relación deuda financiera neta / EBITDA	Maximo 3,0	5,1
2. Relación cobertura de intereses	Minimo 2,0	1,9
3. Relación de cobertura de servicio deuda ajustado	Minimo 1,2	2,9
4. Capital Mínimo (UF)	Minimo 3.725.366	7.103.727

Fuente: EEFF Southern Cross, Junio 2011

Tal como en el caso de Enjoy, negociaciones dieron a lugar entre los agentes involucrados. Dado que Southern Cross había sido adquirida por SMU, fueron ellos quienes negociaron con Santander-Chile. De estas negociaciones, el valor resultante fue una comisión de renegociación similar sobre el valor de la deuda con el fin de obtener un cambio en los covenants.

Si bien es solo un caso, y pueden influir otras variables no analizadas, se observa que en este punto, la comisión de renegociación conseguida por Enjoy, es similar a la de Southern Cross – SMU.



Emilio Venegas Valenzuela

Manager

Valuation Services

Colliers International

Cristóbal Casassus Vargas

Analyst

Valuation Services

Colliers International

El Regidor 66 Piso 12

evenegas@colliers.cl

Las Condes – Santiago

Tel: (56-2) 496 1571

Cel: (56-9) 6 577 4990

www.colliers.cl

El Regidor 66 Piso 12

ccasassus@colliers.cl

Las Condes – Santiago

Tel: (56-2) 496 1563

Cel: (56-9) 9 789 7981

www.colliers.cl

GRACIAS.

Accelerating success.