

Sector Entretenimiento
Chile
Análisis de Riesgo

Enjoy S.A.

Ratings

	Rating
Acciones	Nivel 4(cl)
Línea de Bonos (10 años)	BBB+(cl)
Línea de Bonos (30 años)	BBB+(cl)
IDR (ML & ME)	NA

IDR-Issuer Default Rating, ML-Moneda Local, ME-Moneda Extranjera, NA-No Aplica

Outlook

Positivo

Información Financiera

Enjoy S.A.

(Cifras en millones de pesos, al 31/03/2010)

(tres meses)	Mar'10	Mar'09
Ventas	24.657	22.675
EBITDA	8.223	7.893
Margen EBITDA (%)	33,3%	34,8%
FFO	5.462	4.436
Var. Capital de Trabajo	-3.858	-1.643
Capex	-1.361	-11.150
FCF	242	-8.357
Deuda Financiera Total	165.864	150.433
EBITDA / Gastos Financieros (x)	5,0x	1,9x
Deuda Financiera Total / EBITDA (x)	5,0x	4,8x

Analistas

Waleska Donoso
+562 4993323
waleska.donosofitchratings.com

Rina Jarufe
+562 4993310
rina.jarufefitchratings.com

Fundamentos

- Las clasificaciones asignadas a las líneas de bonos (en trámite de inscripción) se fundamentan en la experiencia y posición de liderazgo que Enjoy mantiene en la industria de casinos de juego en Chile; el reconocimiento de su marca; la diversificación de sus actividades y operaciones; la alta tecnología de sus instalaciones; las sinergias y ventajas competitivas de la cadena; y sus adecuados márgenes operacionales. Restringen las clasificaciones el mayor endeudamiento que Enjoy ha ido adquiriendo para el financiamiento de su agresivo plan de inversiones, mientras que la generación de flujos asociada a dichos proyectos se incorpora con un desfase de tiempo, lo que ha debilitado sus indicadores crediticios. Se incorpora además el mayor nivel de competencia que desde 2008 enfrenta la industria de casinos de juegos en Chile y la sensibilidad de los resultados de la industria a la situación económica del país.
- Las clasificaciones consideran el fortalecimiento de la estructura patrimonial que Enjoy alcanzará tras la próxima colocación de un aumento de capital por \$17.000 millones con el objeto de inyectar recursos a la reciente compra del casino de juegos de Rinconada de los Andes. Además, Enjoy fortalecerá su posición de liquidez tras la próxima emisión de bonos por UF3.000.000, recursos que destinará al refinanciamiento de sus pasivos bancarios y *leasings*. Con dicha emisión, la compañía busca reestructurar su deuda financiera con el fin de extender el plazo de sus obligaciones en función del ciclo de su negocio y de la generación de flujo de caja libre esperada. Adicionalmente, Enjoy liberará activos hipotecados, incorporando Fitch en su análisis que las deudas garantizadas representarán a lo más un 20% del total de la deuda financiera, con una caída desde el actual 35%.
- El Outlook Positivo refleja la mejora que debieran alcanzar los indicadores crediticios de Enjoy, como resultado de los flujos operacionales que incorporará el ciclo de madurez asociado a los proyectos desarrollados en los últimos años y la reciente adquisición del Casino de juegos de Rinconada de los Andes (V Región). Lo anterior debiera traducirse en una relación Deuda Financiera / EBITDA inferior a 4,0 veces (x) hacia fines de 2011, considerando además las inversiones adicionales que Enjoy realizará en Rinconada y el ciclo de inversión del proyecto integral que está construyendo en Castro (X Región).
- El negocio principal de Enjoy son los casinos de juegos, operando actualmente ocho licencias o concesiones: Antofagasta (II Región), Coquimbo (IV Región), Viña del Mar y Rinconada (V Región), Pucón (IX Región), Puerto Varas (X Región), Colchagua (VI Región) y Mendoza (Argentina), no consolidando con estas dos últimas dado que Enjoy mantiene un 40% y 53% de la propiedad, sin ejercer control, respectivamente. El negocio de casinos de juego generó en 2009 el 63% de las ventas consolidadas de Enjoy, lo que incluye el arriendo de máquinas tragamonedas al casino de Viña del Mar. Fitch considera positiva la diversificación de actividades y operaciones de la compañía, al complementar el negocio de casinos con una oferta hotelera, servicios gastronómicos y turísticos, espectáculos y convenciones, dado que a pesar de que dichas actividades mantienen una menor contribución en términos de ingresos (37% de las ventas en 2009), son servicios que atraen clientes y potencian el flujo de público al casino.

- Con el objeto de enfrentar la mayor competencia y diversificar su matriz de ingresos, Enjoy ha desarrollado desde 2007 un agresivo plan de inversiones en Chile, a lo que se suma su ingreso al mercado argentino (Mendoza), plan que a la fecha ha significado cerca de \$200.000 millones. La compañía ha financiado gran parte de dichas inversiones con recursos de terceros, habiendo incrementado a la fecha en cerca de \$110.000 millones su deuda financiera. Por otro lado, en abril de 2009 los accionistas de Enjoy capitalizaron \$11.000 millones y luego en julio del mismo año la compañía realizó su apertura en bursátil colocando un aumento de capital por \$23.100 millones, equivalente a un 30% de su propiedad.
- Fitch considera positiva la compra del casino de Rinconada, dado que ha permitido a Enjoy potenciar sus fuentes de ingresos relacionados a licencias de largo plazo (15 años) y acceder directamente al mercado de Santiago. Por otro lado, si bien la operación relacionada a las licencias municipales operadas por Enjoy (Viña del Mar, Coquimbo, Pucón y Puerto Varas) continuará representando parte importante de la generación de flujos operacionales de la compañía, la incertidumbre asociada a su renovación en 2015 se ve mitigada por el hecho de que Enjoy mantendría un menor nivel de endeudamiento hacia dicho periodo, lo que le permitiría mantener indicadores crediticios adecuados para su categoría de riesgo.

Factores Claves de la Clasificación

- Las clasificaciones de Enjoy podrían presentar un alza si la compañía logra cumplir sus proyecciones financieras y alcanzar una relación Deuda Financiera / EBITDA inferior a 4,0x hacia fines de 2011, manteniendo además Enjoy su posición competitiva en la industria de casinos de juego en Chile.
- Las clasificaciones podrían verse afectadas si el perfil crediticio y la flexibilidad financiera de Enjoy se viera debilitada tanto por la mayor competencia existente en la industria de casinos como por los altos requerimientos de financiamiento asociados a su plan de inversiones, lo que no permitiera a la compañía alcanzar los flujos proyectados y fortalecer sus indicadores crediticios.

Acontecimientos Recientes

- Con fecha 23 de abril de 2010, la Superintendencia de Casinos de Juego autorizó el ingreso de Enjoy a la propiedad de Salguero Hotels Chile S.A., operadora del Casino de Juegos de Rinconada de los Andes (V Región, que inició sus operaciones en agosto de 2009), lo que se materializó a través de un aumento de capital por \$16.178 millones (cerca de US\$30 millones). Además, Enjoy adquirió los derechos para proveer asesoría en la operación de Salguero Hotels Chile durante la vigencia de la licencia del casino, estableciéndose un pago de US\$24,8 millones. La inversión total de Enjoy en Rinconada ascendería a US\$130 millones, lo que contempla la ampliación del casino y la incorporación de un hotel, entre otros. El 30% restante de la propiedad de Rinconada continúa en manos del colombiano Carlos Salguero.
- Con fecha 29 de septiembre de 2009, Enjoy suscribió un crédito sindicado por \$37.702 millones (equivalente a US\$70 millones) con siete bancos acreedores (Santander, Corpbanca, Banco de Crédito e Inversiones, Banco de Chile, BBVA, Banco Security y Banco Itaú) estructurado a cinco años plazo con cuotas semestrales y sucesivas a partir de septiembre de 2010. En octubre, Banco Estado se incorporó a la estructura de financiamiento, lo que elevó el monto del crédito hasta \$41.575 millones. Los recursos involucrados se destinaron íntegramente al refinanciamiento de pasivos de corto plazo de Enjoy y sus filiales.

Liquidez y Estructura de la Deuda

Enjoy ha mantenido históricamente una estructura de pasivos con una mayor participación de recursos de terceros dentro de su capitalización total, considerando el componente inmobiliario de su negocio. Además, el nivel de endeudamiento de la compañía se ha incrementado durante los últimos años, considerando las obligaciones que ha ido adquiriendo para financiar su plan de inversiones.

Enjoy realizó durante 2009 un plan de fortalecimiento financiero con el objeto de disminuir su *leverage* y lograr una estructura de amortizaciones financieras acorde con la generación de flujos esperados. Lo anterior se llevó a cabo a través de un aumento de capital y el refinanciamiento de pasivos de corto plazo. El *leverage* de Enjoy ha disminuido hasta 3,4x al 31 de marzo de 2010 desde 6,6x en 2008. Además, Enjoy se encuentra en proceso de colocación de un nuevo aumento de capital por \$17.000 millones, con el objeto de inyectar recursos al proyecto Rinconada de los Andes.

Para el financiamiento del aumento de capital en Salguero Hotels (Rinconada), Enjoy adquirió un crédito puente por US\$25 millones (que será cancelado con los recursos que se obtengan del próximo aumento de capital), pactando el pago de los US\$24,8 millones restantes a través de una o dos cuotas entre diciembre de 2010 y junio de 2011.

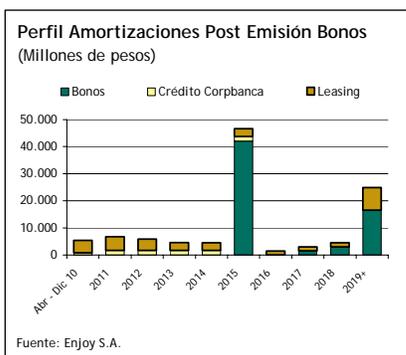
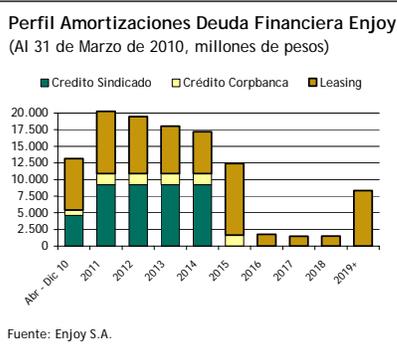
De esta manera, al 31 de marzo de 2010 Enjoy mantenía una deuda financiera total de \$165.864 millones, presentando un alza de 10% respecto a los \$150.234 millones del cierre de 2009, encontrándose representada un 53% por bancos y el 47% restante por *leasings* y acreedores varios. El 28% de la deuda financiera de Enjoy se concentra en el corto plazo, mientras que la deuda de largo se compone por el crédito sindicado por \$41.575 con vencimiento en 2014; un crédito con Corpbanca por \$10.853 millones con vencimiento en 2015; *leasings* por \$53.843 millones con vencimientos escalonados entre 2015 y 2019; y \$13.042 millones del saldo por pagar por la compra de Rinconada.

Para respaldar los *leasings* que financian los proyectos de Enjoy en Antofagasta, Coquimbo y Pucón, la compañía ha entregado como garantía las hipotecas de los inmuebles (hotel y casino) de dichas operaciones. Además, las compras de maquinarias tragamonedas se han entregado como garantía a los financiamientos requeridos para su compra, con lo que actualmente el 34% de la deuda financiera de Enjoy se encuentra garantizada. Tras la próxima emisión de bonos, la compañía se ha comprometido a liberar activos hipotecados y reducir parte de su deuda garantizada, estimando que a lo más un 20% de su deuda financiera contaría con garantías.

Al 31 de marzo de 2010 los vencimientos de corto plazo de la deuda financiera de Enjoy totalizaban \$25.728 millones, mientras que la compañía mantenía sólo \$5.343 millones en caja y valores líquidos. Sin embargo, la liquidez es manejable, considerando que con la próxima emisión de bonos locales Enjoy busca reestructurar su deuda financiera con el fin de extender el plazo de sus obligaciones en función del ciclo de su negocio y de la generación de flujo de caja libre esperada.

Flujo de Caja e Indicadores Crediticios

Tras las inversiones realizadas por Enjoy desde 2007 y a pesar de la contracción económica registrada desde fines de 2008, los ingresos consolidados de la compañía se han incrementado a una tasa anual de 30% durante los dos últimos años. En 2009, el escenario macroeconómico desfavorable no tuvo un efecto significativo en el flujo de público que asistió a los casinos, sino que generó una caída en el nivel de apuestas promedio, observándose paralelamente un alza (o "traslado") en el gasto promedio en alimentos y bebidas.



Así, en 2009 el negocio de casinos de juego de Enjoy generó el 63% de las ventas consolidadas (74% en 2008), lo que además incluye el arriendo de máquinas tragamonedas al casino de Viña del Mar, mientras que la oferta hotelera, servicios gastronómicos y turísticos, espectáculos y convenciones, generaron el 37% restante.

La concesión del Casino de Viña del Mar (V Región), a pesar de que es gestionada por Enjoy, no pertenece a una filial directa, debido a que por exigencia del contrato de concesión, el concesionario debe ser una sociedad colectiva de personas. No obstante, desde 2006 se ha incorporado a los resultados consolidados el negocio de arriendo de máquinas tragamonedas al casino de Viña del Mar (desarrollado por la filial Slots S.A.) y tras una reestructuración del grupo en 2007, la concesión de alimentos y bebidas del casino y hotel de Viña del Mar (a través de la filial Masterline S.A.).

Las ventas consolidadas de Enjoy en 2009 totalizaron \$83.991 millones, presentando un alza de 30% respecto a 2008. Dicho incremento se explica en parte por el 21% en que se elevaron los ingresos de juego, fruto a la incorporación de las máquinas tragamonedas y mesas de juego en Antofagasta a partir de noviembre de 2008 y al mayor desempeño de Enjoy Coquimbo. Los ingresos de hotel fueron superiores en 60% en 2009, considerando la entrada en operación del Hotel del Desierto (Antofagasta) y el Hotel los Volcanes (Puerto Varas), acompañado de una mayor ocupación en el Hotel la Bahía (Coquimbo). Por su parte, el alza de 36% que registraron los ingresos de alimentos, bebidas y espectáculos se explica por la incorporación de nuevos bares y restaurantes en Antofagasta y el alza en ventas en Coquimbo y Pucón.

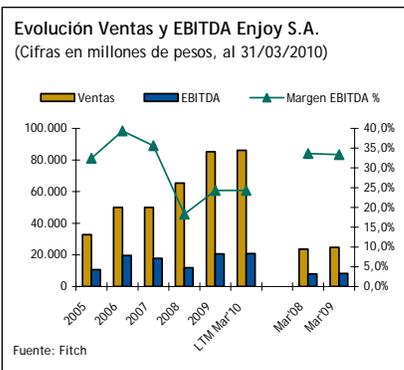
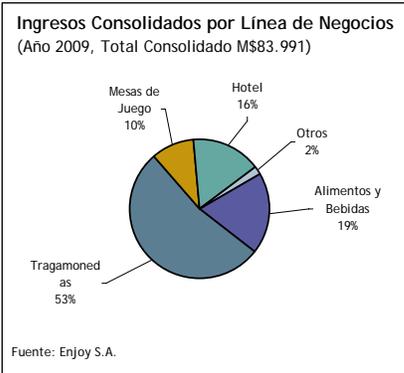
En línea con la incorporación de sus nuevos proyectos y a pesar de que las elecciones presidenciales en enero y el terremoto de febrero tuvieron un efecto negativo sobre el flujo de público a los casinos, en el primer trimestre de 2010 los ingresos consolidados de Enjoy presentaron un alza de 8,7% en relación al periodo comparativo de 2009.

Una de las fortalezas de Enjoy son sus altos márgenes operacionales, con un EBITDA que entre 2003 y 2007 representó en promedio un 35% de las ventas. En 2008 los márgenes experimentaron una caída transitoria (margen EBITDA de 18,3%), asociada principalmente a la apertura de las nuevas operaciones de Enjoy, lo que durante los meses previos al inicio de sus actividades generó gastos de contratación y capacitación de personal, mayores gastos de administración, consultorías y marketing por lanzamientos. De esta manera, en línea con la entrada en régimen de las nuevas operaciones y con las eficiencias operacionales y administrativas asociadas, en 2009 los márgenes operacionales exhibieron una recuperación.

Enjoy alcanzó en 2009 un EBITDA de \$20.375 millones, equivalente a un 24,3% de los ingresos, mientras que en el primer trimestre de 2010 el margen EBITDA llegó a 33,3%, influenciado en parte por la estacionalidad del verano. En de los costos de explotación se incluyen los pagos realizados a las municipalidades por la operación de las licencias de casinos, pagos que consideran el impuesto específico y las entradas al casino.

La mayor contribución al EBITDA consolidado de Enjoy se asocia al negocio de arriendo de máquinas tragamonedas al casino de Viña del Mar (Slots), seguida en 2009 por la operación de Enjoy en Coquimbo y Puerto Varas.

En los últimos doce meses (LTM) terminados al 31 de marzo de 2010, Enjoy alcanzó ventas por \$87.149 millones, un resultado operacional (EBIT) de \$6.802 millones y un EBITDA de \$20.990 millones. A nivel no operacional, gastos financieros por \$8.767 millones y la pérdida de \$1.135 millones asociada a los proyectos en Colchagua y Mendoza, explican principalmente la pérdida neta por \$3.451 millones que la compañía alcanzó durante dicho periodo.



Respecto al flujo de caja, en el periodo LTM terminado al 31 de marzo de 2010, Enjoy requirió \$2.170 millones en capital de trabajo, lo que junto a inversiones en activo fijo por \$5.667 millones y dividendos por \$1.379 millones se tradujo en un Flujo de Caja Libre (FCF) de \$2.996 millones. Además, Enjoy realizó el pago de \$23.880 millones en préstamos con empresas relacionadas (correspondientes también a capital de trabajo), todo lo cual fue cubierto con los \$23.100 millones que recaudó en su apertura bursátil, registrándose en definitiva una variación neta de caja de \$2.422 millones.

Con sus sólidos márgenes operacionales y generación de flujos, Enjoy ha mantenido adecuados indicadores crediticios para su nivel de endeudamiento. Sin embargo, éstos se han visto presionados desde 2007, considerando que la compañía ha ido adquiriendo un mayor nivel de deuda para el financiamiento de sus inversiones, mientras que la generación de flujos asociada a dichos proyectos se incorpora con un desfase de tiempo.

La entrada en régimen de Enjoy Antofagasta junto a la mayor maduración de la oferta en Coquimbo y la puesta en marcha del hotel de Puerto Varas, generó en 2009 una importante alza en los ingresos y flujos operacionales de Enjoy, lo que generó una mejora en los índices crediticios.

En el periodo LTM terminado al 31 de marzo de 2010, Enjoy alcanzó una cobertura EBITDA / Gastos Financieros de 2,4x y una relación Deuda Financiera / EBITDA de 7,9x, indicadores que se comparan positivamente respecto a las 1,2x y 12,9x que, respectivamente, alcanzaron al cierre de 2008.

Considerando la adquisición del casino de Rinconada y las inversiones adicionales que Enjoy realizará sobre dicha operación, es posible esperar un fortalecimiento en los indicadores crediticios de Enjoy, con una relación Deuda Financiera / EBITDA inferior a 4,0x hacia fines de 2011. Dicha proyección considera además el ciclo de inversión del proyecto integral que Enjoy está construyendo en Castro.

Perfil

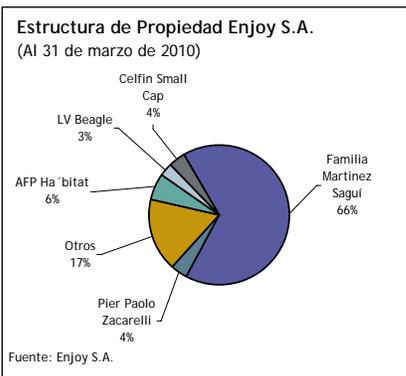
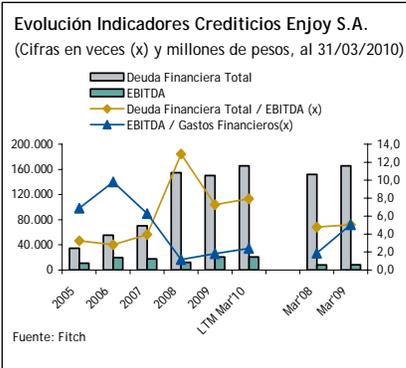
Enjoy es una empresa líder en la industria de la entretención y tiempo libre en Chile, ofreciendo un modelo de recreación integral de servicios relacionados a la entretención, a través de la operación de casinos de juegos y la oferta de servicios hoteleros, gastronómicos, de espectáculos y turísticos.

La compañía es propietaria de los inmuebles y opera actualmente la concesión de los casinos de Antofagasta, Coquimbo, Rinconada, Pucón y Puerto Varas, siendo también propietario y administrador del Hotel del Desierto en Antofagasta, Hotel de la Bahía en Coquimbo, Gran Hotel Pucón y Hotel Los Volcanes en Puerto Varas.

Además, en Chile Enjoy opera el Hotel del Mar y participa en el negocio de tragamonedas en Viña del Mar, manteniendo además un 40% de la propiedad del casino de juegos de Colchagua, mientras que en Argentina posee un 53% de participación sobre un hotel y casino de juegos en Mendoza, teniendo a cargo la operación de este último.

Enjoy se encuentra controlada por los cuatro hermanos de la familia Martínez Seguí (Antonio, Cecilia, Javier y Ximena), quienes mantienen el 66% de las acciones, mientras que Pier-Paolo Zaccarelli posee un 4%, transándose el 30% restante del capital en el mercado bursátil local desde julio de 2009.

Antonio y Javier Martínez Seguí mantienen además (bajo la sociedad Antonio Martínez y Cía.) la licencia de operación del casino de Viña del Mar, dado que las características de dicha licencia impide agruparla bajo la estructura de Enjoy S.A.



Plan Inversiones Enjoy 2007 - 2012

Millones de pesos	Inversión Total	Inversión a Mar'10	Part.% Enjoy	Fecha Inauguración
Antofagasta	51.015	51.015	75,0%	Nov'08
Coquimbo	49.761	49.761	100,0%	Sep'07 (Casino) y May'08 (Hotel)
Slots (Viña del Mar)	1.881	1.881	100,0%	2008
Colchagua	2.508	2.508	40,0%	Sep'08
Pucón	21.432	21.432	100,0%	Dic'07 (Casino) y Jul'08 (Hotel)
Puerto Varas	19.950	19.950	50,0%	Fines 2009
Castro	19.551	3.910	100,0%	May'11 (Casino) y Ago'12 (Hotel)
Mendoza	16.822	16.822	50,0%	Oct'08
Rinconada	63.600	29.256	70,0%	Ago'09 (Casino) y 2010 (Hotel)
Total	246.520	196.535		

Estrategia

La estrategia de Enjoy se ha enfocado en desarrollar y fortalecer su presencia en el negocio de casinos de juego en Chile, iniciando paralelamente un proceso de expansión regional, ingresando al negocio de casinos en Argentina y Croacia.

Enjoy lleva a cabo una estrategia de diferenciación, buscando brindar a sus clientes un modelo de recreación integral. Mediante un monitoreo constante del entorno, Enjoy incorpora las nuevas tendencias y desarrollos tecnológicos del mercado mundial de la entretención. Es así como ha ido incorporando en sus casinos nuevos juegos y renovando la oferta de éstos de acuerdo a estándares internacionales, lo que junto a las continuas inversiones en infraestructura e incorporación de tecnología de punta, sitúan actualmente a los casinos de Enjoy dentro de los más modernos de Sudamérica.

Enjoy ha desarrollado desde 2007 un agresivo plan de inversiones, como parte de su estrategia para enfrentar el nuevo escenario competitivo que se aproximaba fruto del otorgamiento de nuevas licencias de casinos de juegos en Chile. Las inversiones desarrolladas hasta la fecha han permitido a Enjoy incrementar desde cuatro a siete el número de casinos de juego operativos y desde dos a seis el número de proyectos integrales (casino y hotel). Además, la compañía ha adquirido recientemente la licencia de operación del casino de Rinconada de los Andes, proyecto al que incorporará un hotel a fines de 2010, mientras que el casino y hotel de Castro entrarían en operaciones a mediados de 2011 y 2012, respectivamente.

Operaciones

Enjoy desarrolla internamente las distintas actividades asociadas al negocio de entretención, abarcando desde el negocio inmobiliario hasta la operación de cada una de las licencias de casinos. Enjoy desarrolla su negocio a través de dos filiales, cada una de ellas a cargo de un área de negocios o zona geográfica diferente:

- **Enjoy Gestión Ltda.:** Sociedades que operan las mesas de juego y tragamonedas, propietarias de las licencias de operación de cada casino. Además, incorpora sociedades que gestionan el negocio hotelero, gastronómico, de espectáculos y aquellas que prestan servicio a las distintas unidades de negocio, tales como administración, servicios turísticos, programa de fidelización, etc.
- **Inversiones Enjoy SpA.:** Inmobiliarias, propietarias de los inmuebles que se entregan a las sociedades operadoras en arriendo, bajo un contrato de largo plazo. Además agrupa los negocios de Enjoy en el extranjero.

Esta estructura responde a la necesidad de gestionar separado el negocio inmobiliario del negocio de entretención y además, a la particularidad exigida por la Ley de Casinos, de que cada sociedad operadora de una licencia debe ser de objeto único.

Concesiones de Casinos - Chile

Comuna	Grupo
Arica *	Latin Gaming
Iquique *	Citigroup - Fisher
Antofagasta **	Enjoy (75%) - Simunovic (25%)
Calama **	Latin Gaming
Copiapó **	Egasa
Coquimbo *	Enjoy
Ovalle **	Casinos Austria
Viña del Mar *	AM y Cia.
San Antonio **	Ivisa
Rinconada **	Enjoy
Mostazal **	Sun
Santa Cruz **	Cardoen (90%) - Enjoy (10%)
Talca **	Wisecarver - López - Sagredo
Los ángeles **	Casinos Austria
Pinto **	J.L. Giner
Talcaguano **	Clairvest - Valmar
Temuco **	Fischer
Pucón *	Enjoy
Valdivia **	Fischer
Osorno **	Clairvest - Latin Gaming
Puerto Varas *	Enjoy (50%) - Fischer (50%)
Castro **	Enjoy
Coyhaique **	Fischer
Puerto Natales *	Carlos Osben / R. Solorzano
Punta Arenas **	Fisher

(*) Licencias municipales.

(**) Licencias otorgadas con nuevo marco regulatorio.

Posición Competitiva

Actualmente en Chile se encuentran en operación 22 casinos de juego, localizados entre Arica y Punta Arenas, participando Enjoy en seis de ellos: Antofagasta, Coquimbo, Rinconada, Colchagua, Pucón y Puerto Varas.

El negocio de los casinos de juego se encuentra regulado a través de la Ley de Casinos (Ley N°19.995, promulgada el 4 de enero de 2005), que creó la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ), ente encargado de otorgar, renovar y revocar los permisos de operación de casinos de juego en el país, así como de fiscalizar sus actividades.

La Ley de Casinos establece tres restricciones básicas: i) se excluye la Región Metropolitana, ii) puede existir un máximo de 3 Casinos por cada Región del país; iii) debe existir un radio de exclusión de 70 kilómetros viales entre los nuevos casinos o respecto de otros en actual funcionamiento.

Además, la Ley establece que la operadora de cada licencia de concesión debe ser una Sociedad Anónima Cerrada (sujeta a la misma fiscalización que las Sociedades Anónimas Abiertas); cuyo objeto único sea la explotación de un determinado casino.

En términos impositivos, además del Impuesto a la Renta y el Impuesto a las Ventas y Servicios (IVA), la Ley de Casinos establece que la concesionaria deberá cancelar un impuesto específico con tasa única del 20% de los ingresos netos (distribuido un 10% al Gobierno de la Región y un 10% a la municipalidad correspondiente), más 0,07 UTM por persona que ingresa a las salas de juego.

La nueva Ley ha ampliado el número de licencias de casinos desde 7 hasta 25, habiéndose otorgado a la fecha las 18 licencias (15 en 2006 y 3 en 2008). Las nuevas licencias permiten la operación por 15 años a partir de la puesta en servicio del casino. Según lo informado por la SCJ, las 18 nuevas licencias de casinos totalizan una inversión de aproximadamente US\$750 millones, mientras que generarán empleo directo a más de 9 mil personas.

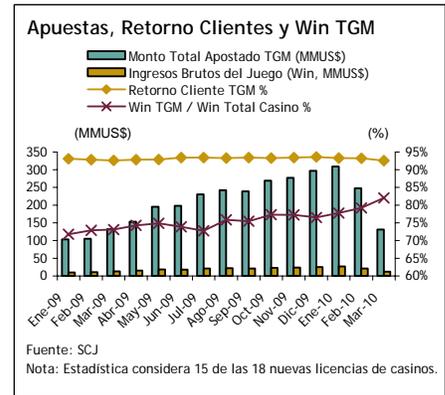
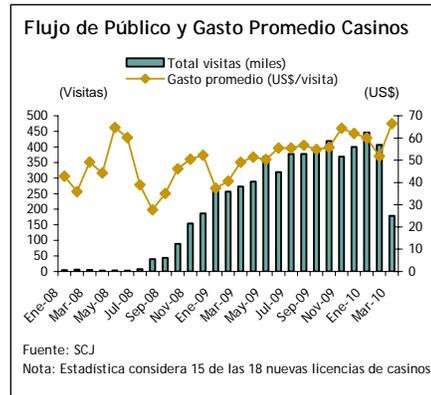
Las licencias se han otorgado bajo un proceso de licitación, compuesto por proyectos privados presentados a la SCJ por grupos empresariales nacionales e internacionales. El objetivo fue escoger proyectos integrales que generen el mayor impacto en el desarrollo económico, social, turístico y cultural en cada lugar de emplazamiento.

Respecto a las 7 licencias municipales autorizadas a través de leyes especiales entre 1982 y 1990 y que en consecuencia operaban con anterioridad a la promulgación de la Ley de Casinos, ésta establece que podrán extenderse hasta el 31 de diciembre de 2015, fecha en la que se someterán al nuevo marco regulatorio. Por ende, éstas deberán ser licitadas previas a su vencimiento a través de un nuevo proceso de otorgamiento de permisos bajo las condiciones establecidas en la Ley de Casinos.

Respecto al desempeño de la industria, 4,1 millones de personas visitaron en 2009 los 15 nuevos casinos que han iniciado sus operaciones y que se encuentran regulados por la nueva Ley, totalizando US\$2.442 millones el nivel de apuestas en Maquinas Tragamonedas (TGM). Dichas máquinas generaron a los clientes un retorno promedio de 93,2% tras lo que explicaron el 75% del total de los ingresos brutos (*win*) de los casinos, los que totalizaron US\$220 millones. De esta manera, en 2009 el gasto de las personas que asistieron a los casinos de juego llegó a un promedio de US\$53,7/visita.

Fruto del terremoto que afectó a la zona centro-sur del país el viernes 27 de febrero de 2010, se observó una importante caída en el flujo de público a los casinos, tras lo cual incluso algunos se vieron obligados a cerrar sus puertas durante unos días, mientras que a la fecha Monticello Grand Casino (Mostazal), Gran Casino de Talca y Marina del Sol (Talcaguano) continúan cerrados.

De esta manera, durante el primer trimestre de 2010 el nivel de apuestas totales en los casinos llegó a US\$688 millones, registrándose en marzo una caída de 47% respecto al mes anterior. A pesar de que el gasto promedio se elevó a US\$59,5/visita, el *win* total percibido por los casinos totalizó US\$60 millones, cifra 17% inferior respecto a los US\$72 millones en ingresos que los casinos registraron durante el último trimestre de 2009.



Características de los Instrumentos

Líneas de Bonos (en trámite de inscripción)

Enjoy se encuentra tramitando ante la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) la inscripción de dos líneas de bonos, cada una por un monto fijo máximo a emitir de UF3.000.000 y un plazo máximo de vencimiento de 10 años y 30 años, respectivamente, para todas las obligaciones de pago que se emitan con cargo a dichas líneas.

El monto, series o sub-series, número de bonos, valor nominal, plazo y tasa de interés se definirán en cada emisión que se realice con cargo a las líneas. Los títulos a emitir corresponden a pagarés desmaterializados al portador.

Uso de los Fondos: Refinanciamiento de pasivos, inversiones u otros usos generales.

Garantías: Las emisiones de bonos no contemplan garantías específicas.

Resguardos: Los principales resguardos contemplados en las líneas de bonos son:

- **Razón de Endeudamiento Neto (medición trimestral):** no superior a 3,0 veces desde el 31/12/2010 y durante 2011. Dicha razón se define como: Obligaciones Financieras Consolidadas menos Caja y Valores Líquidos sobre Patrimonio.
- **Deuda Financiera / EBITDA (medición trimestral):** no superior a 5,0 veces a contar del 31/12/2011; 4,5 veces durante 2012; y 4,0 veces desde 2013 en adelante.
- **Activos libres de gravámenes:** equivalentes a lo menos a 1,0 vez el monto insoluto del total de obligaciones financieras sin garantías a contar del 31/12/2010; 1,15 veces durante 2011; 1,3 veces durante 2012; y 1,5 veces desde 2013 en adelante.
- **Cross Default:** cualquier obligación de Enjoy y/o sus filiales relevantes con terceros cuya mora total acumulada supere US\$25 millones.
- **Cross Acceleration:** cualquier obligación de Enjoy y/o sus filiales relevantes con terceros cuyo monto represente sobre US\$25 millones.
- **Filiales Relevantes:** Enjoy Antofagasta, Enjoy Coquimbo, Enjoy Viña del Mar (Masterline y Slots), Enjoy Pucón y Enjoy Santiago (Salguero Hotels Chile).
- **Activos Esenciales:** Permisos de operación y concesiones que permiten a Enjoy actualmente operar los casinos de juegos, así como también los inmuebles necesarios para las referidas operaciones.

Resguardos Líneas de Bonos

Límite de Endeudamiento Neto (Cons)	Si
Deuda Financiera / EBITDA (Cons)	Si
Activos Libres de Gravámenes	Si
Cross Default	Si
Cross Acceleration	Si
Cross Quiebra	Si
Negative Pledge	Si
Seguros sobre Activos Operacionales	Si
Resguardo ante Fusiones o Divisiones	Si

Resumen Financiero - Enjoy S.A.

(Cifras en millones de pesos, a Marzo 31, 2010)

Tipo de cambio a final del Periodo

	524,46	507,10	636,45	496,89	532,39	512,50
	12m Mar'10	2009	2008	2007	2006	2005

Rentabilidad

EBITDA Operacional	20.990	20.660	11.977	17.805	19.666	10.656
Margen EBITDA Operacional (%)	24,1%	24,3%	18,3%	35,6%	39,3%	32,4%
(FFO - Gastos Fijos) / Capitalización Ajustada (%)	9,5%	11,1%	3,2%	18,5%	18,8%	10,2%
FCF / Ingresos Operacionales (%)	3,4%	-6,6%	-96,9%	-42,5%	-5,9%	-6,7%
Retorno sobre Patrimonio Promedio (%)	-6,5%	-19,0%	-14,0%	12,6%	26,6%	-5,9%

Cobertura (x)

FFO / Gastos Financieros	2,4	2,0	0,6	6,5	8,9	3,9
EBITDA Operacional / Gastos Financieros	2,4	1,8	1,2	6,3	9,8	6,9
EBITDA Operacional / Servicio de Deuda	0,4	0,5	0,1	0,4	0,9	0,4
FFO / Gastos Fijos	2,4	2,0	0,6	6,5	8,9	3,9
FCF / Servicio de Deuda	0,2	0,1	-0,5	-0,4	0,0	0,0
FCF + Caja y Valores Líquidos / Servicio de Deuda	0,3	0,2	-0,4	-0,3	0,1	0,1
CFO / Inversiones en Activos Fijos	1,8	0,7	-0,1	0,3	1,0	1,1

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Financiera Total Ajustada / FFO+Gto Fin. +Arriendos	7,9	6,7	25,9	3,8	3,1	5,8
Deuda Financiera Total Ajustada / EBITDA Operacional	7,9	7,3	12,9	4,0	2,8	3,2
Deuda Financiera Neta Total Ajustada / EBITDA Operacional	7,6	7,0	12,6	3,6	2,6	3,0
Costo de Financiamiento Estimado (%)	5,5%	7,4%	9,1%	4,5%	4,5%	-
Deuda Financiera Corto Plazo / Deuda Financiera Total (%)	28%	23%	65%	63%	38%	71%

Balance

Activos Totales	238.967	222.871	224.356	124.577	110.428	67.550
Caja y Valores Líquidos	5.343	4.705	4.301	6.386	3.296	2.327
Deuda Financiera Corto Plazo	46.551	33.914	101.211	44.318	20.828	24.643
Deuda Financiera Largo Plazo	119.313	116.320	53.425	26.068	34.436	9.832
Deuda Financiera Total	165.864	150.234	154.636	70.387	55.264	34.476
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Financiera Total Ajustada	165.864	150.234	154.636	70.387	55.264	34.476
Patrimonio Total	54.634	52.224	29.672	29.406	39.340	24.423
Capitalización Ajustada	220.498	202.458	184.308	99.793	94.604	58.899

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FFO)	12.211	11.185	-4.255	15.603	15.802	4.430
Variación del Capital de Trabajo	-2.170	45	-1.356	-8.146	1.079	1.740
Flujo de Caja Operativo (CFO)	10.041	11.230	-5.611	7.457	16.882	6.170
Inversiones en Activos Fijos	-5.667	-15.455	-55.365	-24.644	-17.194	-5.528
Dividendos Comunes	-1.379	-1.379	-2.434	-4.096	-2.616	-2.841
Flujo de Caja Libre (FCF)	2.996	-5.604	-63.410	-21.283	-2.928	-2.200
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Netas	-8.354	-146	-19.771	3.053	1.091	-16.887
Otras Inversiones, Neto	-12.095	-6.259	5.457	-3.253	-531	11
Variación Neta de Deuda	8.474	-1.748	60.345	14.457	4.343	14.398
Variación Neta de Capital	23.394	23.394	3.421	9.625	-3.033	291
Otros Financiamientos, Netos	-11.786	-8.498	12.267	602	2.061	5.346
Variación de Caja Total	2.422	1.059	-2.086	3.091	944	925

Resultados

Ingresos Operacionales	87.149	85.167	65.423	50.036	50.003	32.878
Variación de Ventas (%)		30,2%	30,8%	0,1%	52,1%	NM
EBIT Operacional	6.802	6.393	3.162	10.633	13.285	8.096
Gastos Financieros	-8.767	-11.338	-10.234	-2.841	-2.004	-1.550
Resultado Neto	-3.451	-7.788	-4.133	4.325	8.496	-1.447

Vencimientos de Deuda Largo Plazo (a Marzo 31, 2010)

	Abr-Dic 10	2011	2012	2013	2014	2015+
Bancos	5.445	10.890	10.890	10.890	10.894	1.652
Leasings	7.702	9.356	8.584	7.144	6.288	10.769

EBITDA = EBIT + Depreciación y Amortización. EBIT = Resultado Operacional. FFO = Flujo Neto Generado por Actividades de la Operación - Variación Capital de Trabajo (Cuentas Por Cobrar; Inventarios; Cuentas Por Pagar). CFO = FFO + Variación Capital de Trabajo. FCF = CFO + Flujo de Caja No Operativo y Flujo de Caja No Recurrente + Inversión en Activos Fijos + Dividendos Comunes. Gastos Fijos = Gastos Financieros + Dividendos Preferentes + Arriendos. Nota: Es posible que algunas cifras no calcen debido a que se han redondeado.

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEBSITE 'WWW.FITCHRATINGS.COM'. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA AND METHODOLOGIES ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE 'CODE OF CONDUCT' SECTION OF THIS SITE.

Copyright © 2010 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.