



Knowledge & Trust

STRATEGIC ALLIANCE WITH



Insight beyond the rating.

ENJOY S.A.

Contenido:

Resumen de la Clasificación	2
Antecedentes de la Compañía	5
Clasificación de Riesgo del Negocio	7
Clasificación del Riesgo Financiero	12
Solvencia del emisor	15
Clasificación de Riesgo del Instrumento	16
Anexos	18

Responsable de la Clasificación:

Francisco Loyola
floyola@icrchile.d

Analista:

Maricela Plaza
mplaza@icrchile.d
2 896 82 00



Reseña Anual de Clasificación Junio de 2015

Clasificación

<u>Instrumento:</u>	<u>Clasificación</u>	<u>Tendencia</u>
Líneas de Bonos N°s 637 (Series A y D) y 638 (Series C y E) y bono de monto fijo Serie F	BBB	Estable
Línea de Efectos de Comercio (en proceso de inscripción) Títulos Accionarios	N2/BBB Primera Clase Nivel 4	Estable Estable

Estados Financieros: 31 de marzo 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, la Compañía o la Sociedad). Respecto a los Títulos Accionarios – nemotécnico Enjoy –, se ratifica en Primera Clase Nivel 4 y en Categoría N2/BBB la línea de Efectos de Comercio.

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. La mayor incertidumbre respecto a esto, eran las licencias municipales cuyo vencimiento debía ser el 31 de diciembre de 2015, lo que implica que la plaza quedaría sin funcionamiento durante todo el plazo que tarda la licitación (2 años aproximadamente). Durante este año, se discutieron ciertas modificaciones a la Ley 19.995, entre las cuales se encuentra la extensión del vencimiento de las licencias municipales (hasta el 1 de enero de 2018) y la modificación de la estructura de adjudicación de los permisos de operación, lo que fue despachado recientemente por el Senado.

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 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, mostrando a marzo de 2015 ingresos SCJ históricos para la industria.

- **Ubicación y diversificación de los activos:** Las operaciones de Enjoy se concentran en Chile (AA-, internacional), Uruguay (BBB-, internacional), minoritariamente en Argentina (Default Selectivo) e indirectamente llega a Brasil (BBB-, internacional) a través de su operación uruguaya.

Respecto a la economía chilena, ésta se desaceleró durante 2014, cuya menor actividad obedeció a una serie de factores, entre los cuales se encuentra la incertidumbre generada por las reformas impulsadas por el Ejecutivo, lo que podría haber influido en las decisiones de consumo e inversión. A pesar de esto, si se analiza respecto a otros países de América Latina y el Caribe, sólo Chile, Uruguay y algunos países del Caribe forman parte de las economías de alto ingreso.

Según publicaciones de CEPAL, para el 2015 se espera que el crecimiento del PIB repunte levemente en casi todos los países de la región. Este aumento en la actividad vendría respaldado por la recuperación de la demanda global, particularmente a raíz de la mejora del ciclo en Estados Unidos y gracias a políticas fiscales y monetarias expansivas en algunos países. Uruguay, por su parte, sigue registrando un crecimiento razonable, aunque está desacelerándose gradualmente producto de su vinculación a la actividad argentina y brasileña.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, Enjoy se ubica en economías con buenas condiciones económicas de mediano plazo (excluyendo Argentina), con buena dispersión geográfica y con acceso a mercados en desarrollo, lo que ofrece oportunidades de crecimiento.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta Enjoy, existe un mix entre clientes locales y turistas y entre casinos de frecuencia y de destino, existiendo además, un alto flujo de visitas en casi todos los casinos de juego.

- **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 constante de Capex, de manera tal de mantener estándares de muy alta calidad. En relación a esto, Enjoy cuenta con 9 casinos, 6.675 máquinas de azar, 371 mesas de juego y 654 posiciones de bingo a diciembre de 2014. Además de operar 6 hoteles en Chile y uno en Uruguay, muchos de estos, reciben la categoría 5 estrellas. 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 la fecha, situación que debería variar una vez que Dream fusione sus operaciones con Monticello y alcance una participación de mercado cercana a la de Enjoy, medido 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.

- **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 mantiene moderadas ganancias en algunos de sus casinos SCJ respecto a la industria y mantiene un bajo retorno del capital, principalmente producto de los altos costos financieros que han impactado en el nivel de utilidad. Lo anterior debería mejorar conforme al nuevo plan de negocios que mantiene en marcha la Compañía, que incluye un giro en la estrategia comercial, eficiencias a nivel de cadena Enjoy, transformación del negocio *non gaming*, entre otros.

- **Situación financiera:** Respecto al nivel de deuda, entre los años 2011 y marzo de 2015 la Compañía incrementó su deuda financiera en 15% aproximadamente producto de la constante incorporación de capital de trabajo para el financiamiento y mejoramiento de sus operaciones actualmente vigentes. En opinión de esta Clasificadora, los niveles de deuda de la Compañía se han mantenido en niveles muy elevados por varios períodos y a marzo de este año – a pesar de lograr revertir fuertemente esta situación y obtener mejores indicadores respecto a los años anteriores – continúa con un endeudamiento elevado respecto a su generación de flujos y con baja liquidez (medido como activo circulante sobre pasivo circulante).

A marzo de 2015, los ingresos de Enjoy se incrementaron 0,1% respecto al año anterior, derivado de los mejores resultados de todas las unidades chilenas, producto tanto del modelo de gestión, como de la recuperación del efecto de la Ley del Tabaco, con lo cual el ingreso del segmento nacional creció 11,2% en el trimestre. Contrarrestó esto, la disminución de 11,8% del segmento internacional, influido principalmente por la baja en los ingresos en salones VIP de mesas. Con todo, si bien los ingresos provenientes de casinos de juego disminuyeron, impactados por Conrad, los ingresos provenientes de Alimentos y Bebidas y Hoteles aumentaron respecto al primer trimestre de 2014.

Respecto al Ebitda, a marzo de 2015 éste disminuyó 13,1% respecto al año anterior, con un margen Ebitda de 27,5% (31,7% a marzo de 2014), cuya variación se relaciona, principalmente, con la baja en los ingresos de mesas de juego en Conrad de Punta del Este. El Ebitda acumulado 12 meses fue de \$50.548 millones, un 5,1% menos que el acumulado a diciembre de 2014.

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: Metodología de Clasificación Industria de Casinos de Juego;
Metodología General de Clasificación de Empresas.

LÍNEA DE EFECTOS 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	Ago-12	Abr-13	May-13	Dic-13	Abr-14	May-14	Jun-14	May-15
CLASIFICACIÓN	A-	BBB+	BBB+	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB
ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN	Confirmación: Línea 637 (Series A, B, D) y 638 (Series C, E)	Modificación: Línea 637 (Series A, B, D) y 638 (Series C, E)	Confirmación: Línea 637 (Series A, B, D) y 638 (Series C, E)	Modificación: Línea 637 (Series A, D) y 638 (Series C, E)	Confirmación: Línea 637 (Series A, D) y 638 (Series C, E)	Confirmación: Línea 637 (Series A, D) y 638 (Series C, E)	Nuevo Instrumento: bono monto fijo, serie F	Confirmación: Línea 637 (Series A, D) y 638 (Series C, E)
TENDENCIA	Negativa	Estable	Estable	En Observación	Estable	Estable	Estable	Estable
ACCIÓN DE TENDENCIA	Confirmación	Modificación	Confirmación	Modificación	Modificación	Confirmación	Primera Clasificación	Confirmación

ACCIONES	Ago-12	May-13	May-14	May-15
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	May-15
CLASIFICACIÓN	N2/BBB
ACCIÓN DE CLASIFICACIÓN	Primera Clasificación
TENDENCIA	Estable
ACCIÓN DE TENDENCIA	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
**Fecha Informe:
Junio.2015**

ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA¹

La Compañía participa en la industria de entretenimiento en Chile (AA-, internacional), Uruguay (BBB-, internacional), minoritariamente en Argentina (Default Selectivo) e indirectamente llega a Brasil (BBB-, internacional) a través de su operación uruguaya. A diciembre de 2014, la Compañía mantenía 9 casinos, 6.675 máquinas de azar, 371 mesas de juego y 654 posiciones de bingo. Además de operar 6 hoteles en Chile, 1 en Uruguay y una cadena de restaurantes *non fast food* relevantes en Chile.

Enjoy es controlada por Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Ltda., e Inversiones Cumbres Ltda., cuyos accionistas son la familia Martínez, siendo por tanto, los controladores indirectos de Enjoy. Los 12 mayores accionistas a marzo de 2015, se presentan en el siguiente detalle:

ACCIONISTAS	
INV. E INMOB. ALMONACID LTDA.	47,36%
INVERSIONES CUMBRES LIMITADA	9,74%
FONDO DE INVERSIÓN LARRAIN VIAL BEAGLE	8,45%
COMPASS SMALL CAP CHILE FONDO DE INVERSION	8,41%
HARRAHS INTERNATIONAL HOLDING COMPANY INC	4,55%
SIGLO XXI FONDO DE INVERSIÓN	4,25%
LARRAÍN VIAL S.A. CORREDORA DE BOLSA	3,84%
INVERSIONES MEGEVE DOS LTDA.	3,68%
FONDO DE INVERSIÓN SANTANDER SMALL CAP.	1,28%
CHILE FONDO DE INVERSIÓN SMALL CAP	1,24%
BANCHILE C. DE B. S.A.	0,82%
FONDO MUTUO SANTANDER ACCIONES CHILENAS	0,80%
Total 12 mayores accionistas	94,42%

Tabla 1: Estructura de propiedad marzo de 2015
(Fuente: SVS)

DIRECTORIO	
ANTONIO MARTÍNEZ SEGUÍ	Presidente
ANTONIO MARTÍNEZ RUIZ	Director
VICENTE DOMÍNGUEZ VIAL	Director
DARÍO CALDERÓN GONZÁLEZ	Director
MIGUEL GUERRERO GUTIÉRREZ	Director
OCTAVIO BOFILL GENZSCH	Director
IGNACIO GONZÁLEZ MARTÍNEZ	Director
PIERPAOLO ZACCARELLI FASCE	Director
THOMAS JENKIN	Director
COMITÉ DE DIRECTORES	
VICENTE DOMINGUEZ VIAL	Independiente
MIGUEL 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 establecidas: (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.

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

**INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO**

¹ Fuente: SVS, Memoria anual 2014, Enjoy.

ENJOY

**Fecha Informe:
Junio.2015**

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

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL NEGOCIO

1. Industria de Casinos de Juego²

Fecha Informe:
Junio.2015

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 la Superintendencia de Casinos de Juego (SCJ).

En Chile sólo pueden funcionar 24 casinos de juego, excluyendo a la Región Metropolitana (donde no se pueden instalar) y a la comuna de Arica que se rige por una ley especial que no limita su número. La Ley de Casinos establece que en cada región puede existir un máximo de 3 casinos y no pueden estar ubicados a una distancia vial inferior a 70 Km.

A través de concesiones municipales se mantienen en operación 7 casinos de juego (Arica, Iquique, Coquimbo, Viña del Mar, Pucón, Puerto Varas, Puerto Natales), los que inicialmente tenían vigencia hasta el 2015. Recientemente, el Senado despachó el proyecto que prorroga las actuales concesiones municipales, con lo cual la licencia de operación se extendería por dos años más.

Al amparo de la Ley N° 19.995 se encuentran en operación 16 de los 18 cupos existentes (Calama, Antofagasta, Copiapó, Rinconada, San Antonio, Mostazal, Santa Cruz, Talca, Talcahuano, Los Ángeles, Temuco, Valdivia, Osorno, Castro, Coyhaique y Punta Arenas), los cuales mantienen su vigencia por un período de 15 años contados desde la fecha en que comienzan a operar.

Respecto a los resultados de la industria de juego, ésta se vio particularmente afectada en 2013 (Gráfico 1), luego de la entrada en vigencia de la Ley del Tabaco. Durante el 2014 la industria se recuperó parcialmente de este efecto transitorio, pero no logra llegar a los niveles que venía alcanzando en 2012 – que corresponde al año previo a la Ley del Tabaco –, lo que puede observarse, además, en la ganancia promedio por máquina indicada en Gráfico 4. En contraposición, al primer trimestre de 2015 la industria acumuló ingresos 2,8% superiores a los obtenidos a marzo de 2012, lo que representa el mejor trimestre para la industria SCJ.

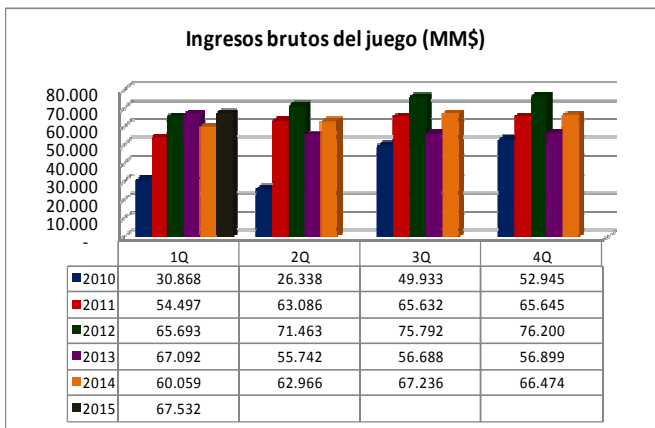


Gráfico 1: Ingresos brutos del Juego, industria SCJ
(Fuente: Confeción propia con información de SCJ)

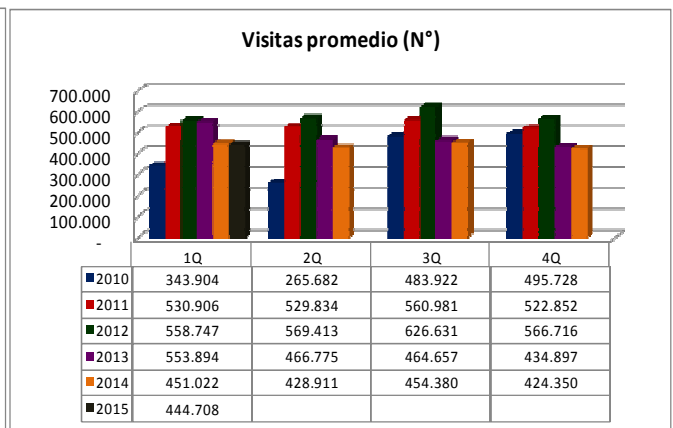


Gráfico 2: N° visitas promedio, industria SCJ
(Fuente: Confeción propia con información de SCJ)

INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO

En relación al número de visitas, si bien la industria ha presentado recuperaciones importantes en términos de ingresos, el número de visitas promedio no ha logrado llegar a los niveles de 2012. De hecho, a marzo de 2015 las visitas son incluso menores a las de 2011, cuando existían 15 casinos en operación SCJ (Gráfico 2). Los mayores niveles de ingreso de la

² Fuente: SCJ

ENJOY

Fecha Informe:
Junio.2015

industria son resultado del mayor gasto promedio por cliente, los que al 2014 no sólo superan el gasto de 2012, sino que llegan a niveles históricos (Gráfico 3).

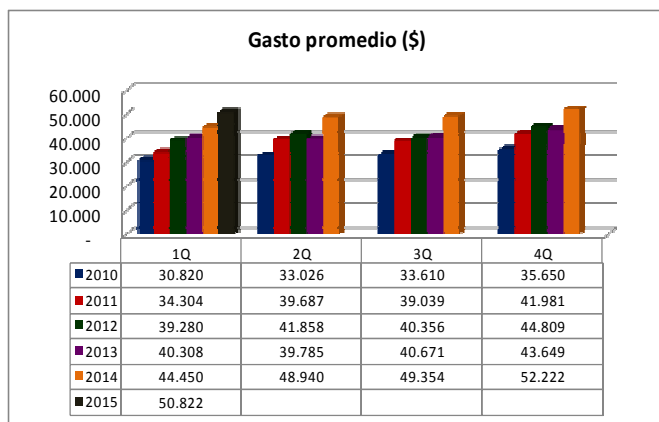


Gráfico 3: Gasto promedio industria SCJ
(Fuente: Confección propia con información de SCJ)

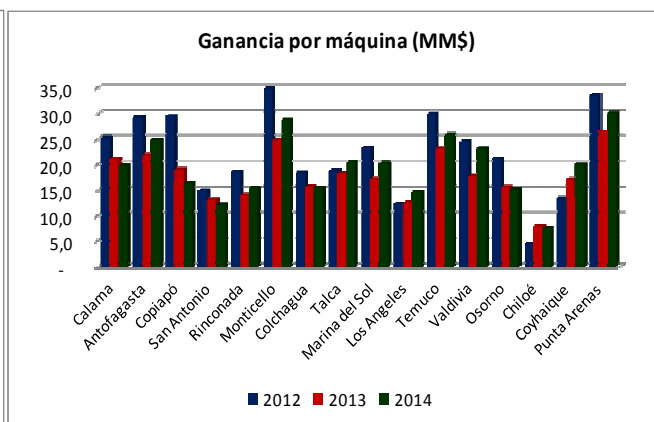


Gráfico 4: Ganancia anual por máquina industria SCJ
(Fuente: Confección propia con información de SCJ)

2. Principales riesgos asociados al negocio

1. **Sensibilidad a la actividad económica nacional:** Un cambio en el nivel de ingreso de las personas como resultado de un período de contracción económica, podría afectar el nivel de gasto en entretenimiento, turismo y el flujo de público a los casinos, hoteles y restaurantes, y por ende, afectar los resultados de la Compañía. En la actualidad el mercado más sensible financieramente para Enjoy, es el mercado argentino, unidad que no consolida y que no es parte de las principales operaciones de Enjoy. Si bien la Compañía no puede controlar este riesgo, la apertura al mercado uruguayo permite diversificar las fuentes de ingresos. Por otra parte, Enjoy implementa políticas de retención de clientes a través de campañas de marketing directo y ofertas a nivel general.
2. **Renovación de licencias de casino:** Las licencias municipales y las nuevas licencias otorgadas por la Ley de casinos de juego, se entregan a los operadores por períodos acotados de tiempo. A pesar de que la Compañía podrá postular nuevamente a esas licitaciones, tendrá que competir con otros operadores de casino, existiendo el riesgo de no renovación de licencias, aun cuando existen activos que son propiedad de Enjoy, como Coquimbo y Pucón. Si bien cada licitación considera un riesgo de pérdida de licencias, también existe la oportunidad de adquisición de permisos de operación adicionales tras cualquier proceso. Con todo, si bien la no renovación de una de las tres franquicias municipales – cuyo vencimiento es el que está más próximo – afectaría los ingresos de la Compañía, para Enjoy este daño es menor gracias a la incorporación de Conrad, lo que diversificó las operaciones.

En el caso de Uruguay, el contrato de concesión ha sido renovado hasta el 31 de diciembre de 2036. Los riesgos de revocación de esta concesión dicen relación al incumplimiento grave de la normativa uruguayana (por ejemplo, falta de pago del canon anual).

3. **Riesgos regulatorios:** Eventuales cambios en las regulaciones o contratos relativos a la industria de casinos o de la entretenimiento en general, podrían afectar la operación de los casinos, hoteles, restaurantes y, en particular, los ingresos de la Sociedad. Al respecto, en cada uno de los países en que opera Enjoy, se han aprobado leyes que restringen fumar en espacios cerrados. En respuesta a ese cambio de legislación en Chile, Enjoy construyó terrazas con máquinas de azar, intentando mitigar con ello, el impacto negativo en los ingresos.
4. **Máquinas de juego ilegales:** Enjoy, y la industria del juego en general, se ven enfrentados a la competencia de operadores de máquinas de juego ilegales, lo que podría llegar a producir bajas en los ingresos de los casinos de juego, en la eventualidad que se legisle a favor de este tipo de operaciones.

ENJOY

Fecha Informe:
Junio.2015

3. Clasificación de Riesgo del Negocio: Posición de ENJOY en la Industria

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:

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. Lo anterior, en el sentido que la Ley 19.995 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 respecto a esto, son las licencias municipales cuyo vencimiento es el 31 de diciembre de 2015, lo que implica que la plaza quedaría sin funcionamiento durante todo el plazo que tarda la licitación (2 años aproximadamente). Durante este año, se discutieron ciertas modificaciones a la Ley 19.995 entre las cuales se encuentra la extensión del vencimiento de las licencias municipales (hasta el 1 de enero de 2018) y la modificación de la estructura de adjudicación de los permisos de operación, existiendo a partir de las próximas licitaciones, una oferta económica asociada al proceso, que complementa la propuesta técnica que normalmente presenta un operador. Lo anterior significa que operacionalmente los operadores de casinos de juego tendrán que ser lo suficientemente sólidos para presentar ofertas económicas competitivas. Estas modificaciones a la Ley de casinos deberían ser promulgadas próximamente.

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 económicamente 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, a lo menos, iguale el mejor puntaje ponderado que arroje el proceso de evaluación entre distintos solicitantes.

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, mostrando a marzo de 2015 ingresos SCJ históricos para la industria.

2. Ubicación y diversificación geográfica³

Las operaciones de Enjoy se concentran en Chile (AA-, internacional), Uruguay (BBB-, internacional), minoritariamente en Argentina (Default Selectivo) e indirectamente llega a Brasil (BBB-, internacional) a través de su operación uruguaya.

Respecto a la economía chilena, ésta se desaceleró durante 2014, cuya menor actividad obedeció a una serie de factores, entre los cuales se encuentra la incertidumbre generada por las reformas impulsadas por el ejecutivo, lo que podría haber influido en las decisiones de consumo e inversión. A pesar de esto, si se analiza respecto a otros países de América Latina y el Caribe, sólo Chile, Uruguay y algunos países del Caribe forman parte de las economías de alto ingreso.

Según publicaciones de CEPAL, para el 2015 se espera que el crecimiento del PIB repunte levemente en casi todos los países de la región. Este aumento en la actividad vendría respaldado por la recuperación de la demanda global, particularmente a raíz de la mejora del ciclo en Estados Unidos y gracias a políticas fiscales y monetarias expansivas en algunos países.

INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO

³ Fuente: (1) “Las Américas: El norte se recupera, el sur aún espera”, FMI, abril 2015; (2) “El momento económico internacional y nacional”, Centro de Estudios Públicos – Vittorio Corbo, enero 2015; (3) “Perspectivas económicas de América Latina 2015: educación, competencias e innovación para el desarrollo”, CEPAL, diciembre 2015.

ENJOY
**Fecha Informe:
Junio.2015**

Según proyecciones del FMI, el crecimiento de América Latina y el Caribe será de 0,9% en 2015 (1,3% de crecimiento en 2014), lo que significa que por quinto año consecutivo continúa la tendencia de menor crecimiento. Las perspectivas a corto plazo de América del Sur siguen siendo relativamente débiles, con contracción del PIB proyectado en tres de las economías más grandes —Argentina, Brasil y Venezuela—, mientras que sólo Chile y Perú registrarían un repunte del crecimiento. En cambio, se proyecta que el crecimiento se mantenga estable en América Central y el Caribe, y se fortalezca en México. Para el 2016, el crecimiento regional se ubicaría en torno al 2%.

Uruguay, por su parte, sigue registrando un crecimiento razonable, aunque está desacelerándose gradualmente producto de su vinculación a la actividad argentina y brasileña.

Lo anterior significa que, mirado desde una perspectiva sólo latinoamericana, Enjoy se ubica en economías con buenas condiciones económicas de mediano plazo (excluyendo Argentina), con buena dispersión geográfica y con acceso a mercados en desarrollo, lo que ofrece oportunidades de crecimiento.

Respecto a los tipos de clientes con los que cuenta Enjoy, existe un mix entre clientes locales y turistas y entre casinos de frecuencia y de destino, existiendo además, un alto flujo de visitas en casi todos los casinos de juego.

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 constante de Capex, de manera tal de mantener estándares de muy alta calidad. En relación a esto, Enjoy cuenta con 9 casinos, 6.675 máquinas de azar, 371 mesas de juego y 654 posiciones de bingo a diciembre de 2014. Además de operar 6 hoteles en Chile y uno en Uruguay. El Hotel del Desierto (II Región), 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 2014, situación que debería variar una vez que Dream fusione sus operaciones con Monticello y alcance una participación de mercado cercana a la de Enjoy, medido 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.

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 mantiene moderadas ganancias en algunos de sus casinos SCJ respecto a la industria y mantiene un bajo retorno del capital, principalmente producto de los altos costos financieros

ENJOY

que han impactado en el nivel de utilidad.

Fecha Informe:
Junio.2015

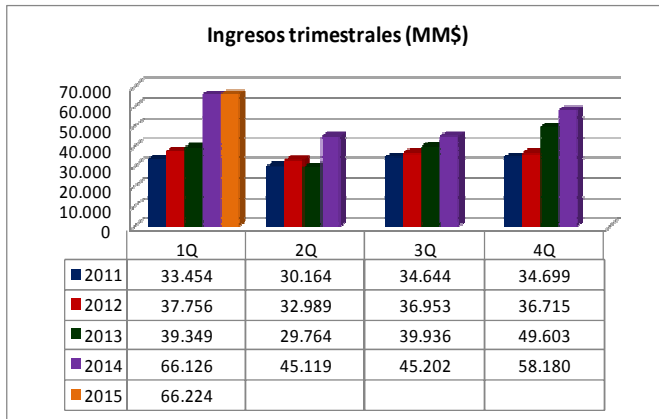
Lo anterior debería mejorar conforme al nuevo plan de negocios que mantiene en marcha la Compañía que incluye un giro en la estrategia comercial, eficiencias a nivel de cadena Enjoy, transformación del negocio *non gaming*, entre otros.

INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO

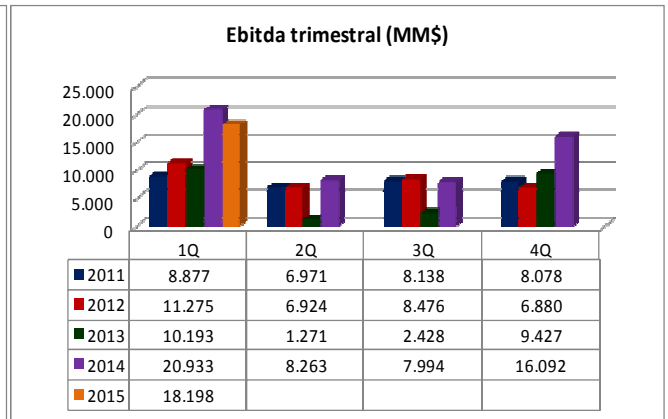
ENJOY

CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO
1. Situación financiera de la Compañía
Fecha Informe:
Junio.2015

A marzo de 2015, los ingresos de Enjoy se incrementaron 0,1% respecto al año anterior, derivado de los mejores resultados de todas las unidades chilenas, producto tanto del modelo de gestión, como de la recuperación del efecto de la Ley del Tabaco, con lo cual el ingreso del segmento nacional creció 11,2% en el trimestre. Contrarrestó este efecto, la disminución de 11,8% del segmento internacional, influido principalmente por la baja de ingresos de los salones VIP de mesas. Con todo, si bien los ingresos provenientes de casinos de juego disminuyeron, impactados por Conrad, los ingresos provenientes de Alimentos y Bebidas y Hoteles aumentaron respecto al primer trimestre de 2014.

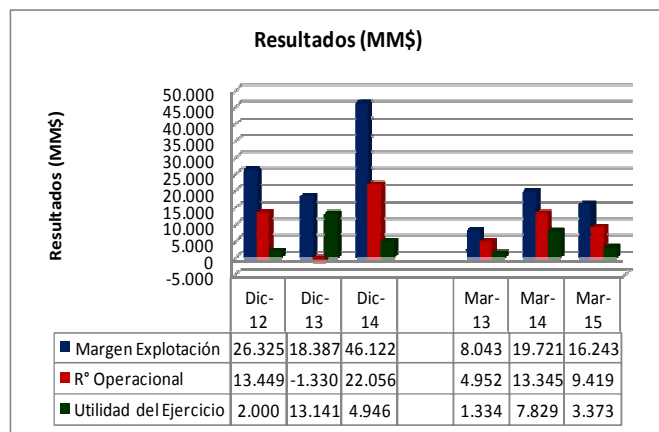

Gráfico 5: Ingresos trimestrales

(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)

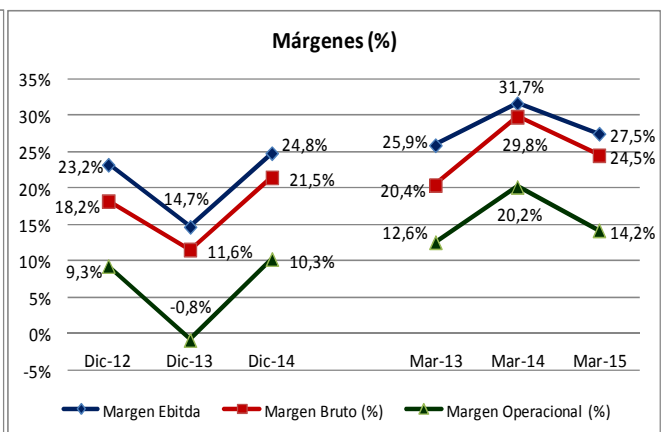

Gráfico 6: Ebitda trimestral

(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)

Respecto al Ebitda⁴, a marzo de 2015 éste disminuyó 13,1% respecto al año anterior, con un margen Ebitda⁵ de 27,5% (31,7% a marzo de 2014), cuya variación se relaciona, principalmente, con la baja en los ingresos de mesas de juego en Conrad de Punta del Este. El Ebitda acumulado 12 meses, por su parte, fue de \$50.548 millones, 5,1% menos que el acumulado a diciembre de 2014.


Gráfico 7: Resultados

(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)


Gráfico 8: Márgenes

(Fuente: Elaboración propia con información de Estados Financieros)

**INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO**

⁴ Ebitda = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + depreciación y amortización + deterioro (reverso) de activos corrientes

⁵ Margen Ebitda = Ebitda / Ingresos de actividades ordinarias

ENJOY
**Fecha Informe:
Junio.2015**

Respecto a la utilidad de la Compañía, a marzo de 2015 ésta disminuyó 56,9% respecto al año anterior, producto principalmente de: (1) los menores ingresos de Conrad en el trimestre; (2) la variación del valor justo de la Opción Call y; (3) mayores costos variables de Chile por mayor actividad durante la temporada.

2. Indicadores Primarios/Adicionales en la clasificación del riesgo financiero

La tabla 3 muestra los indicadores primarios usados por ICR para determinar la clasificación de riesgo financiero y los niveles históricos obtenidos a nivel consolidado.

Indicador (N° de veces)	Dic-11	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Mar-15
Deuda financiera sobre Ebitda ⁶	5,86	5,58	9,16	4,25	4,26
Deuda financiera neta sobre Ebitda ⁷	5,66	4,83	8,25	3,86	3,69
Cobertura de gastos financieros netos ⁸	3,25	2,61	1,69	3,30	3,15
Endeudamiento total ⁹	2,95	3,35	3,16	2,90	2,45
Endeudamiento financiero ¹⁰	2,36	2,42	1,62	1,49	1,23
Endeudamiento financiero neto ¹¹	2,29	2,09	1,46	1,36	1,07
Razón circulante ¹²	0,49	0,56	0,49	0,67	0,84

Tabla 3: Indicadores primarios en la clasificación de riesgo financiero
(Fuente: Elaboración propia con información de SVS)

Respecto al nivel de deuda, entre el año 2011 y marzo de 2015 la Compañía incrementó su deuda financiera en 15% aproximadamente, producto de la constante incorporación de capital de trabajo para el financiamiento y mejoramiento de sus operaciones actualmente vigentes. En opinión de esta Clasificadora, los niveles de deuda de la Compañía se han mantenido en niveles muy elevados por varios períodos (Tabla 3) y a marzo de este año – a pesar de lograr revertir fuertemente esta situación y obtener mejores indicadores respecto a años anteriores – continúa con un endeudamiento elevado respecto a su generación de flujos, y con baja liquidez (medido como activo circulante sobre pasivo circulante).

La mejora del indicador de deuda financiera neta sobre Ebitda a marzo de 2015, hace relación a la mayor caja disponible derivada de la temporada alta del negocio, lo que impactó positivamente la liquidez de la Compañía. La variación negativa de la cobertura de gastos financieros netos corresponde a la baja en el Ebitda, derivado principalmente de la disminución de los ingresos en Conrad. La disminución del endeudamiento, por su parte, se relaciona con el incremento del patrimonio derivado del aumento de capital realizado en la filial Inversiones Inmobiliarias Enjoy SpA., con lo cual se inyectaron recursos por \$20.000 millones aproximadamente.

Tal y como ya se mencionó, si bien ICR reconoce que la Compañía está en una posición financiera menos desfavorable respecto a la que mantuvo en 2013 e incluso 2012, considera que el nivel de deuda aún es elevado respecto a la generación de flujos de la Compañía, a pesar que el Ebitda ha presentado mejoras relevantes durante los últimos períodos.

Esta Clasificadora espera que los indicadores de deuda de la Compañía mejoren durante los próximos períodos, principalmente sustentado en el modelo de negocios – que se enfoca hacia el cliente y la eficiencia –, y por la recuperación del efecto de la Ley del Tabaco (lo que se ha venido evidenciando los últimos períodos y donde a marzo de 2015 los ingresos de las unidades de negocios chilenas, superan el nivel obtenido a marzo de 2012, que corresponde al período previo a la entrada en vigencia de la Ley del Tabaco). De no ser así, vale decir, si la Compañía incorporara mayores niveles de deuda u operacionalmente estuviese por debajo de lo proyectado a tal nivel que sus indicadores se deterioraran

**INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO**

⁶ Deuda financiera sobre Ebitda = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes) / Ebitda

⁷ Deuda financiera neta sobre Ebitda = (Otros pasivos financieros corrientes + otros pasivos financieros no corrientes – Efectivo y Equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / Ebitda

⁸ Cobertura de gastos financieros netos = Ebitda / (Gastos financieros – Ingresos financieros)

⁹ Endeudamiento total = Pasivos totales / Patrimonio total

¹⁰ Endeudamiento financiero = (Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes) / Patrimonio total

¹¹ Endeudamiento financiero neto = (Otros pasivos financieros corrientes + Otros pasivos financieros no corrientes – Efectivo y Equivalentes – Otros activos financieros corrientes) / Patrimonio total

¹² Razón circulante = Activo circulante / Pasivo circulante

ENJOY

respecto a los actuales, la clasificación de riesgo y/o tendencia asignada podrían ajustarse.

**Fecha Informe:
Junio.2015**

Respecto al perfil de amortización, del total de vencimientos para este año, cerca del 45% se concentran en el segundo trimestre (principalmente bonos series A y D y minoritariamente serie F), a ser cubierto tanto con flujos propios de la operación como por vía de refinanciamiento.

**INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO**

ENJOY

Fecha Informe:
Junio.2015**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* 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 *Clasificación 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 aquellas compañías cuya 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 los activos, características de estos 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 *Clasificación del Riesgo Financiero*, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada, tanto al alza como a la baja.

ENJOY

 Fecha Informe:
Junio.2015

CLASIFICACIÓN DE RIESGO DEL INSTRUMENTO
1. Bonos

La Compañía mantiene deuda vigente a través de las líneas de bonos N° 637 (series A y D) y 638 (series C y E) y a través del bono a monto fijo serie F, según el siguiente detalle:

SERIE DE BONOS	FECHA INSCRIPCIÓN	PLAZO (años)	MONTO INSCRITO	MONTO COLOCADO	DEUDA VIGENTE	TASA DE EMISIÓN	VENCIMIENTO
Serie A (línea 637)	17-jun-10	5	UF 3.000.000	UF 1.000.000	UF 250.000	4%	20-jun-15
Serie D (línea 637)	02-sep-10	5	\$42.630 millones	\$21.300 millones	\$5.325 millones	7%	20-jun-15
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 1.325.142	6,25%	14-jun-21

Tabla 4: Detalle series de bonos

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

Los Covenants asociados a estas emisiones son los siguientes:

INDICADOR	Exigido 2013				Exigido 2014				+	Niveles obtenidos 2013				Niveles obtenidos 2014				Nivel obtenido 2015	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4		+	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3		Q4
Deuda Financiera Neta sobre Ebitda ¹³	4,5	4,5	-	-	4,0	4,0	-	-	-		4,34	4,33	-	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera Neta sobre Ebitda ¹⁴	-	-	-	-	5,5	5,5	4,0	4,0	4,0		-	-	-	-	5,41	4,82	3,91	3,86	3,69
Deuda financiera Neta sobre Patrimonio	2,5	2,5	2,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0		1,32	0,92	1,38	1,46	1,32	1,45	1,20	1,35	1,07
Activos libres de gravámenes	1,30	1,30	1,30	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5		1,80	2,20	2,93	2,98	2,96	2,99	3,20	3,91	4,33

Tabla 5: 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 mediana en el mercado, con presencia bursátil de 35% en los últimos 12 meses y un *floating* de 40% aproximadamente.

La clasificación asignada a las acciones ENJOY, hace relación a la solvencia de la Compañía (BBB), a la presencia bursátil (35% promedio) y al *floating* (40%).

3. Efectos de Comercio

Recientemente 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 \$10.000 millones, cuyo vencimiento será a 10 años y cuyos fondos serán destinados al refinanciamiento de pasivos de corto plazo y/o financiamiento de capital de trabajo.

 INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO

¹³ *Covenant* incluye obligaciones con bancos, con el público y de 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.).

¹⁴ *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.).

ENJOY

Fecha Informe:
Junio.2015

Dentro de la escritura pública que contiene las características de la emisión, se establece que la Compañía deberá dar cumplimiento a los mismos Covenants establecidos para los bonos vigentes (Tabla5).

Respecto a la clasificación de esta línea de efectos de comercio, existe una relación estándar entre el rating de corto y de largo plazo (solventia) 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 Solventia 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 es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a la que pertenece o en la economía.

INDUSTRIA
CASINOS DE
JUEGO

ENJOY

ANEXOS

 Fecha Informe:
 Junio.2015

SITUACIÓN FINANCIERA ENJOY (MM\$)					
	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Mar-14	Mar-15
Activos Corrientes	54.343	70.186	77.716	75.052	86.755
Activos No Corrientes	283.087	478.376	513.398	491.943	516.398
Activos Totales	337.430	548.562	591.114	566.996	603.153
Efectivo y Equivalentes	25.398	21.333	20.942	30.138	28.901
Otros Activos Financieros Corrientes	5.805	4.540	4.030	5.330	4.874
Pasivos Corrientes	96.454	143.828	115.875	155.179	102.822
Pasivos No Corrientes	163.482	272.962	323.530	271.573	325.617
Pasivos Totales	259.936	416.791	439.405	426.753	428.439
Deuda Financiera Corriente	52.848	70.854	57.721	87.165	51.013
Deuda Financiera No Corriente	134.555	142.834	168.915	127.508	164.459
Deuda Financiera Total	187.404	213.689	226.636	214.673	215.472
Deuda Financiera Neta	162.006	192.355	205.695	184.535	186.571
Patrimonio	77.494	131.771	151.710	140.243	174.714
Ingresos de Explotación	144.413	158.652	214.627	66.126	66.224
Costos de Explotación	-118.088	-140.265	-168.505	-46.405	-49.981
Margen Explotación	26.325	18.387	46.122	19.721	16.243
R° Operacional	13.449	-1.330	22.056	13.345	9.419
Gastos Financieros Netos	12.851	13.811	16.157	4.167	4.049
Gastos Financieros Netos 12 meses	12.851	13.811	16.157	14.976	16.039
Utilidad del Ejercicio	2.000	13.141	4.946	7.829	3.373
Razón Circulante	0,56	0,49	0,67	0,48	0,84
Endeudamiento Total (Nº de Veces)	3,35	3,16	2,90	3,04	2,45
Endeudamiento financiero	2,42	1,62	1,49	1,53	1,23
Endeudamiento financiero neto	2,09	1,46	1,36	1,32	1,07
Ebitda	33.555	23.319	53.282	20.933	18.198
Margen Ebitda	23,2%	14,7%	24,8%	31,7%	27,5%
Ebitda 12 meses	33.555	23.319	53.282	34.059	50.548
Cobertura de Gastos Financieros Netos 12 meses	2,61	1,69	3,30	2,27	3,15
Deuda Financiera Neta / Ebitda (Nº de Veces)	4,83	8,25	3,86	5,42	3,69
Capex	23.096	17.135	12.677	3.112	1.946
Ebitda - Capex (12 meses)	10.459	6.184	40.605	16.569	39.037
(Ebitda - Capex)/Gastos Financieros netos (12 meses)	0,81	0,45	2,51	1,11	2,43
Margen Bruto (%)	18,2%	11,6%	21,5%	29,8%	24,5%
Margen Operacional (%)	9,3%	-0,8%	10,3%	20,2%	14,2%
Rentabilidad activos	0,6%	3,0%	0,9%	4,3%	0,1%
Rentabilidad patrimonio	2,5%	12,6%	3,5%	15,4%	0,3%

 INDUSTRIA
 CASINOS DE
 JUEGO