



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## **Esmax Distribución SpA**

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Laura Ponce

Paula Acuña

Aldo Reyes

[laura.ponce@humphreys.cl](mailto:laura.ponce@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

**FECHA**

Enero 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos Tendencia	<b>AA- Estable</b>
EEFF base	30 de septiembre 2022

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos	N° 1070 de 23.02.2021
Bonos serie A (BESMX-A)	Primera emisión
Bonos serie B (BESMX-B)	Primera emisión
Bonos serie C (BESMX-C)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 1071 de 23.02.2021

Estados de Resultados Consolidados IFRS					
MM\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	sept-22
Ingresos de actividades ordinarias	1.322.211	1.292.055	1.032.238	1.454.159	1.597.281
Costo de ventas	-1.204.573	-1.176.320	-930.558	-1.282.224	-1.426.881
<b>Ganancia bruta</b>	<b>117.638</b>	<b>115.735</b>	<b>101.680</b>	<b>171.934</b>	<b>170.400</b>
Gastos de administración y venta <sup>1</sup>	-109.225	-116.142	-122.951	-141.188	-122.237
<b>Resultado operacional<sup>2</sup></b>	<b>19.796</b>	<b>11.816</b>	<b>-12.350</b>	<b>57.596</b>	<b>60.585</b>
Costos financieros	-5.622	-7.923	-8.125	-10.322	-10.468
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>11.557</b>	<b>15.339</b>	<b>-13.834</b>	<b>37.457</b>	<b>42.468</b>
EBITDA	31.963	40.134	18.213	83.448	85.897

<sup>1</sup> Gasto de administración y venta: Incluye costos de distribución, gasto de administración.

<sup>2</sup> Incluye ingresos de actividades ordinarias, costo de ventas, otros ingresos por función, gastos de administración y ventas, y otras ganancias (pérdidas).

### Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS

MM\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	171.078	161.257	137.735	226.797	302.974
Activos no corrientes	214.615	305.384	303.906	327.177	363.955
<b>Total activos</b>	<b>385.692</b>	<b>466.640</b>	<b>441.641</b>	<b>553.975</b>	<b>666.930</b>
Pasivos corrientes	95.212	98.208	94.025	159.045	199.764
Pasivos no corrientes	125.847	244.124	235.922	267.229	293.324
<b>Total pasivos</b>	<b>221.059</b>	<b>342.332</b>	<b>329.947</b>	<b>426.275</b>	<b>493.088</b>
Patrimonio	164.633	124.308	111.694	127.700	173.841
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>385.692</b>	<b>466.640</b>	<b>441.641</b>	<b>553.975</b>	<b>666.930</b>
Deuda financiera <sup>3</sup>	103.607	249.332	249.860	281.423	320.703

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

**Esmax Distribución SpA (Esmax)** es una compañía que comercializa y distribuye combustibles y lubricantes, tanto en el mercado minorista como a grandes compañías del sector industrial, a lo que se suma las tiendas de conveniencia, con presencia a lo largo de todo el país. Opera en sus distintos segmentos a través de las marcas Esmax<sup>4</sup>, Petrobras, Lubrax, Chevron y Spacio1. Dentro de sus tres líneas de negocios, el más importante, en términos de flujos, es el segmento de combustibles, el cual concentra cerca del 95% de los ingresos y un 92% del EBITDA, seguido por tiendas de conveniencia, con un 4% de los ingresos y un 7% del EBITDA; y por último el segmento de lubricantes, con un 1% y 1%, respectivamente.

Durante 2021, la empresa generó ingresos por \$ 1.454.159 millones. El EBITDA de la compañía fue de aproximadamente \$ 83.448 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a \$ 281.423 millones. De ésta, un 23% corresponde a obligaciones por créditos y 77% a pasivos por arrendamiento, efecto de lo intensiva de la industria en el uso de terrenos. A septiembre de 2022, la compañía mantenía una deuda financiera igual a \$ 320.703 millones, sus ingresos fueron de \$ 1.597.281 millones y generó un EBITDA de \$ 85.897 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de los bonos emitidos por **Esmax** en "Categoría AA-", se ha tenido en consideración la estabilidad de los flujos de la compañía bajo condiciones normales, asociado a una demanda relativamente estable en el tiempo producto de un consumo, que en una perspectiva de largo plazo, tiende a un crecimiento persistente. Además, en los últimos tres trimestres de 2022 el segmento de lubricantes se ha consolidado exhibiendo un EBITDA

<sup>3</sup> Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega las cuentas de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

<sup>4</sup> Segmento industrial.

positivo. Asimismo, el segmento de tiendas de conveniencia ha mostrado un crecimiento relevante en sus ventas.

También se valora positivamente la posición competitiva de la compañía y la capacidad mostrada en los últimos años para capturar participación de mercado dentro de las industrias en las que participa, posicionando como la tercera distribuidora en términos de participación de mercado, con un sólido 14%<sup>5</sup>.

Adicionalmente, se valora su consistencia, la cual incluye el plan de inversiones que presenta la compañía, orientada a lograr una mejor y mayor cobertura hacia sus clientes, tanto *retail* como industriales.

Otros elementos considerados son la diversificación de su base de clientes en el segmento industrial, en donde, ninguno de ellos representa más del 10% de sus ingresos; y la baja tasa de incobrabilidad, lo que radica en las características del producto (al considerarse un insumo esencial), posibilidad de cortar el suministro por no pago y la modalidad de las ventas que, en gran parte, corresponde al segmento *retail* o minorista.

La clasificación incorpora como factor favorable los más de 80 años de experiencia de la compañía<sup>6</sup>, periodo en el cual ha presentado un crecimiento consistente en sus operaciones, no obstante haber operado a través de distintas marcas, reconocidas en el mercado. Actualmente, opera bajo la marca Petrobras<sup>7</sup> y Esmax<sup>8</sup> y sustenta su modelo de negocios en su amplia red de operaciones y red de distribución, tanto estaciones de servicio como tiendas de conveniencia, a lo largo de todo el país. Además de poseer una infraestructura para operar en aeropuertos y en terminales de recepción y almacenamiento, participando, también, en el área de la aviación.

Un atributo que favorece la clasificación de los títulos de deuda son las altas barreras de entrada del sector; se estima que el ingreso de nuevos competidores de gran escala requeriría elevados montos de inversión, el desarrollo de una adecuada logística y la dificultad para localizar sitios atractivos para el negocio.

También, para efecto de la asignación de la clasificación de riesgo que la deuda financiera de **Esmax** está estructurada con vencimientos anuales inferiores a los flujos esperados para la compañía, al menos si se toma como referencia el EBITDA. Hasta el año 2029, no existen vencimientos y para 2030, cuando se produce el vencimiento del bono *bullet* por UF 2,0 millones, el nivel de EBITDA y FCLP son suficientes para responder con dicha obligación.

Desde otra perspectiva, la categoría de riesgo se ve restringida fundamentalmente, por la baja diferenciación de los combustibles, dado su carácter de "*commodity*", lo que aumenta la probabilidad que la competencia se centre en la variable precio o, específicamente, en el margen. También, en este aspecto, se considera la volatilidad del precio del combustible; sin embargo, existe cierto grado de capacidad de traspasar las fluctuaciones del costo al precio que se cobra a público, ello dado el Mecanismo de Estabilización del Precio del Combustible (MEPCO) que evita los cambios abruptos en el precio del

<sup>5</sup> Análisis razonado de septiembre 2022.

<sup>6</sup> Anteriormente operaba con el nombre de Exxon.

<sup>7</sup> Segmento *retail* en estaciones de servicio.

<sup>8</sup> Segmento industrial.

producto. Con todo, la demanda de combustible muestra una alta elasticidad al precio, lo que podría generar guerras de precios zonales limitando el traspaso de precio al público.

En términos de suministro, la compañía importa directamente el 30% del combustible aproximadamente, comprando el 70% restante del combustible a Empresa Nacional del Petróleo (ENAP), quien se encarga de proveer en gran parte el suministro a las compañías del sector. Problemas operativos y/o logísticos podrían afectar el desempeño de la empresa, en particular en la Región Metropolitana, donde la empresa concentra cerca del 34% de las ventas; no obstante, se estima que, lo más probable, serían solucionables en el corto plazo.

Por otra parte, la clasificación de riesgo se ve restringida por cuanto la compañía participa en una industria que está expuesta a avances tecnológicos del sector energético, con altos grados de competencia del sector, y los cambios regulatorios que podrían afectar a esta industria. En todo caso, se estima que se trata de riesgo que se materializarían gradualmente y en el largo plazo, dando espacio para readecuarse a los nuevos escenarios.

La tendencia de la clasificación se califica como “*Estable*” ya que, en el corto plazo, en opinión de la clasificadora, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

#### Resumen Fundamentos Clasificación

##### Fortalezas centrales

- Estabilidad de las ventas.
- Marca reconocida.

##### Fortalezas complementarias

- Aceptable estructuración de la deuda.
- Insumo básico para consumo minorista e industrial con altos requerimientos de inversión.

##### Fortalezas de apoyo

- Amplia experiencia de la administración.
- Atomización de clientes y bajo nivel de incobrabilidad.

##### Riesgos considerados

- Baja diferenciación de productos.
- Volatilidad precio de *commodities*.
- Concentración de las líneas de negocio combustibles.
- Concentración geográfica de las ventas.
- Mantener la cadena de suministro.
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgo tecnológico.

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2021

Durante 2021, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 1.454.159 millones, lo que representa un aumento de 40,9%, respecto de 2020.

El costo de venta, en 2021, finalizó en \$ 1.282.224 millones, aumentando un 37,8% respecto al año anterior. Esta alza se produjo debido a un mayor costo del combustible. Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$ 121.936 millones un 13,0% superior que el año anterior.

De esta manera, el resultado operacional aumentó desde un resultado negativo de \$ 12.350 millones hasta \$ 57.596 millones.

El EBITDA del ejercicio de 2021 fue de \$ 83.448 millones, lo que representa un alza de 3,6 veces respecto al valor de 2020. La utilidad del ejercicio pasó desde menos \$ 13.834 millones a un resultado positivo de \$ 37.457 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2021 en \$ 281.423 millones, lo que significa un alza de 12,6%.

### Resultados septiembre de 2022

Al tercer trimestre de 2022 los ingresos aumentaron en 60,9%, por otra parte, el costo de ventas lo hizo en un 63,8%. En conjunto, conllevaron un incremento de un 40,3% en la ganancia bruta, comparado con igual período de 2021. Lo anterior se explica en gran parte por el aumento en la actividad y los mayores volúmenes de venta de combustibles, el incremento de ventas en el segmento de lubricantes, debido a una proactiva gestión comercial, y el incremento de ventas en tiendas de conveniencia.

Los costos de distribución y gastos de administración sumaron \$ 122.237 millones, lo que significó un alza de 23,2% con respecto al trimestre acumulado del año pasado. De esta manera, el resultado operacional alcanzó

\$ 60.585 millones, lo que implicó un aumento de 47,7% de lo registrado en igual fecha de 2021.

En tanto, el EBITDA llegó a \$ 85.897 millones, aumentando un 43,4% respecto al igual periodo de 2021. Finalmente, la utilidad del período fue de \$ 42.468 millones.

### Eventos recientes

Como es de conocimiento público, en junio de 2022 se anunció la venta de **Esmax**. Aún no se tiene información de los avances del proceso y de cuando se podría concretar.

En noviembre de 2022, la Fiscalía Nacional Económica (FNE) presentó una consulta frente al Tribunal de Defensa de la Libre Competencia (TDLC), para iniciar un proceso con el fin de analizar si la operación conjunta de las plantas de almacenamiento de combustibles líquidos de Copec, Enx y **Esmax**, se ajusta a

las disposiciones de libre competencia. Esto fue declarado inadmisibles por el TDLC, y la FNE presentó un recurso de reclamación ante la Corte Suprema que actualmente se encuentra en tramitación.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad del pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“-” Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Oportunidades y fortalezas

**Estabilidad de las ventas:** Principalmente, la empresa se desenvuelve en el sector de combustibles líquidos derivados del petróleo, bien asimilable a los de primera necesidad, tanto para el consumo minorista como a nivel industrial, lo que disminuye la exposición de sus ventas físicas a crisis o variaciones en el consumo, sumado a que la industria presenta una estructura estable en cuanto a las compañías que compiten en él, las que han tendido a mantener su participación en las ventas a lo largo del tiempo. Las ventas de combustible en Chile han experimentado un alza promedio anual igual a 18% entre 2019 y 2022<sup>9</sup>. El mercado chileno, en términos de ventas, se caracteriza por la presencia de un claro líder, seguido por dos compañías con presencia de mercado significativa, entre ellas **Esmax**, más un número no elevado de operadores más pequeños.

**Posicionamiento y reconocimiento de marca:** **Esmax** participa, principalmente, en la venta de combustible operando con el nombre de Petrobras en el segmento *retail* y Esmax en el segmento industrial, marcas reconocidas en el mercado chileno y de las tres principales en el rubro, posicionamiento reforzado por constantes campañas publicitarias. Todo lo cual se traduce en, aproximadamente, un 13,4%<sup>10</sup>

<sup>9</sup> Información proporcionada por la compañía.

<sup>10</sup> Información compartida por la compañía (2022).

de participación de mercado. Adicionalmente, la compañía participa en el negocio de tiendas de conveniencia, a través de la marca Spacio1 (las que sirven como complemento de las ventas de combustible) y venta de lubricantes, con una menor participación de mercado.

**Aceptable perfil de vencimientos de deuda<sup>11</sup>:** De acuerdo a la estructura actual de pago de sus pasivos financieros, la compañía posee un holgado perfil de vencimientos hasta el año 2030, donde no existen montos a pagar hasta ese año debido al bono *bullet* por UF 2,0 millones (\$ 66 millones, aproximadamente), cifra adecuada a la generación de EBITDA actual de la compañía, lo cual permitiría eventuales reducciones en la generación de flujos (restringido, eso sí, por los pasivos por arrendamiento). Actualmente, el EBITDA de la compañía alcanza los \$ 115.500 millones en los últimos doce meses, lo que alcanzaría para cubrir el vencimiento del bono en 1,7 veces.

**Experiencia de la administración:** El único accionista de **Esmax** es Private Equity I, el cual es controlado por Southern Cross Group, a partir del año 2017; sin embargo, la compañía ha operado en Chile desde 1934 a través de distintas marcas lo cual no ha sido impedimento para mantener un crecimiento consistente a través del tiempo y permanecer como un actor relevante dentro de la industria. Para sus operaciones, a septiembre de 2022, se dispone de 297 estaciones de servicio, 142 tiendas de conveniencia y una planta de lubricantes. Además de una infraestructura que le permiten la participación en 10 aeropuertos y la operación en 12 terminales de recepción y almacenamiento.

**Diversificación de clientes e incobrabilidad:** La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes, considerando que el 60% corresponde al segmento minorista, a los cuales la venta se realiza con pago inmediato; en cuanto al segmento industrial, ningún cliente representa más del 10% de las ventas en forma individual, asociado a un bajo riesgo de no pago, debido a que estos se ven expuestos al no suministro en caso de no pagar la cuenta.

## Factores de riesgo

**Baja diferenciación en el sector combustibles:** El combustible que entregan las diferentes compañías distribuidoras es básicamente el mismo, de modo que una eventual intensificación de la competencia podría focalizarse en el precio, reduciendo los márgenes de la industria y los resultados de todas las empresas del sector. Este riesgo cobra importancia dado que el 96% de los ingresos provienen de la venta de combustibles. Con todo, como eventual atenuante se tiene la incorporación de servicios complementarios al de distribución, como lo son las tiendas de conveniencia, que ayudan a compensar este factor de riesgo, aunque todavía en forma muy acotada.

**Precio de *commodities*:** Los precios de este combustible por contrato se encuentran indexados principalmente al índice WTI (West Texas Intermediate, Estados Unidos) y al índice Brent (mercado general)

---

<sup>11</sup> Datos anualizados.



los que durante 2022 mostraron aumentos de 18,0%<sup>12</sup> y 22,0%<sup>13</sup> respectivamente con respecto al 2021. Esta situación genera el riesgo de descalce en los precios de compras y de ventas y, por ende, de volatilidad en los márgenes de operación; con todo este riesgo se atenúa parcialmente como consecuencia del mecanismo de estabilización del precio del combustible (MEPCO) que evita los cambios abruptos en el precio del producto.

**Concentración geográfica de las ventas:** Si bien la compañía participa en todas las regiones del país, se observa una dependencia de la región Metropolitana en la generación de ingresos, ya que durante el año 2020 representó aproximadamente un 34% del total de ventas de combustibles, y las tres regiones principales representaron un 57%. Sin embargo, se reconoce que la participación en estas regiones es donde se encuentra concentrada la mayor parte de la población y, dado ello, responde a la estructura del mercado.

**Mantener la cadena de suministro:** En términos de suministro, es ENAP la encargada de proveer en gran parte el suministro a las compañías del sector, la que en el caso de **Esmax** corresponde a cerca del 70% de su abastecimiento, importando directamente el 30% restante para satisfacer la demanda, el cual es transportado a los terminales de abastecimiento para luego ser trasladados, a través de una flota de camiones<sup>14</sup>, ya sea, a las estaciones de servicios, clientes industriales y/o aeropuertos. Problemas operativos y/o logísticos podrían afectar el desempeño de la empresa, en particular en la Región Metropolitana, donde la empresa concentra cerca del 34% de las ventas; no obstante, se estima que, lo más probable, serían solucionables en un plazo breve, en particular porque tendería a ser un problema del sector y, así, del país, dada la importancia como insumo para la industria y el transporte público y privado. Asimismo, se estima que se trata de un riesgo de baja probabilidad de ocurrencia.

**Riesgo tecnológico:** Todo avance tecnológico que favorezca el uso de combustibles alternativos, especialmente si son de menor precio o más amigables con el medio ambiente, se presenta como un riesgo potencial para **Esmax**, el que, si bien no necesariamente comprometería todo el negocio, sí puede restar participación de mercado en algunos de los usos del petróleo. En todo caso, se reconoce que actualmente, y se espera que sea así en el mediano plazo, el costo de cambio a fuentes alternativas es elevado, atenuando fuertemente este riesgo. Dado esto último, se trata de un riesgo que permite ser administrable y da espacio para adaptarse a los cambios de la demanda.

**Riesgo regulatorio:** Dada las características del servicio prestado por **Esmax**, la empresa está sujeta a normativas que regulan su actividad; por lo tanto, en una perspectiva de largo plazo, siempre es posible que se produzcan cambios en las normas vigentes y/o se introduzcan nuevas regulaciones. Con todo, dada la institucionalidad chilena y el criterio técnico con que se abordan las leyes que afectan al sector privado, se estima que cualquier cambio en este sentido no debiera afectar en forma sustancial la viabilidad del negocio.

<sup>12</sup> Variación acumulada desde septiembre de 2021 a septiembre 2022.

<sup>13</sup> Variación acumulada desde septiembre de 2021 a septiembre 2022.

<sup>14</sup> Servicio tercerizado.

# Antecedentes generales

## La compañía

**Esmax**, compañía que opera a través de las marcas Esmax, Petrobras, Lubrax, Chevron y Spacio1 en sus distintos segmentos. La compañía comercializa y distribuye combustibles y lubricantes, tanto en el mercado minorista como a grandes compañías del sector industrial, con presencia a lo largo de todo el país. El combustible es comprado mayormente a ENAP y parte es importado directamente. Adicionalmente está presente en el negocio de tiendas de conveniencia, a través de la marca Spacio1, propiedad de Petrobras.

A diciembre de 2021, el principal controlador de la sociedad es Private Equity I Fondo de Inversión.

## Composición de los flujos

La distribución de los ingresos durante los nueve primeros meses del año 2022, en combustibles, lubricantes y tiendas de conveniencia fue de un 95,2%, 1,2% y 3,6%, respectivamente. A diciembre 2021, la cifra era de 94,3%, 1,1% y 4,6% de las ventas, respectivamente.

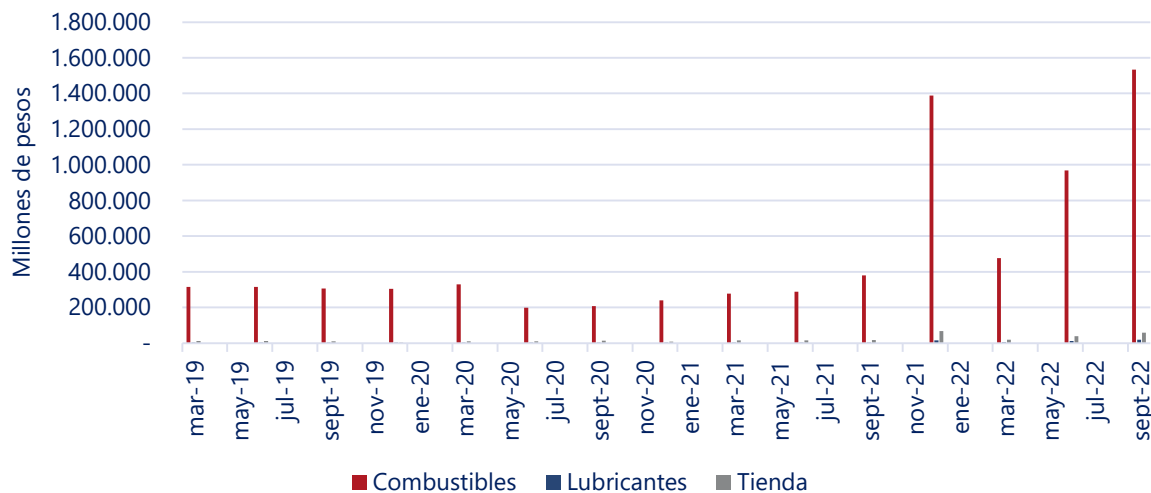


Ilustración 1: Estructura ingresos

Por su parte, en el mismo orden anterior, a septiembre de 2022 las contribuciones al EBITDA fueron de 92,4%, 0,9% y 6,8%, como se aprecia en el siguiente gráfico:

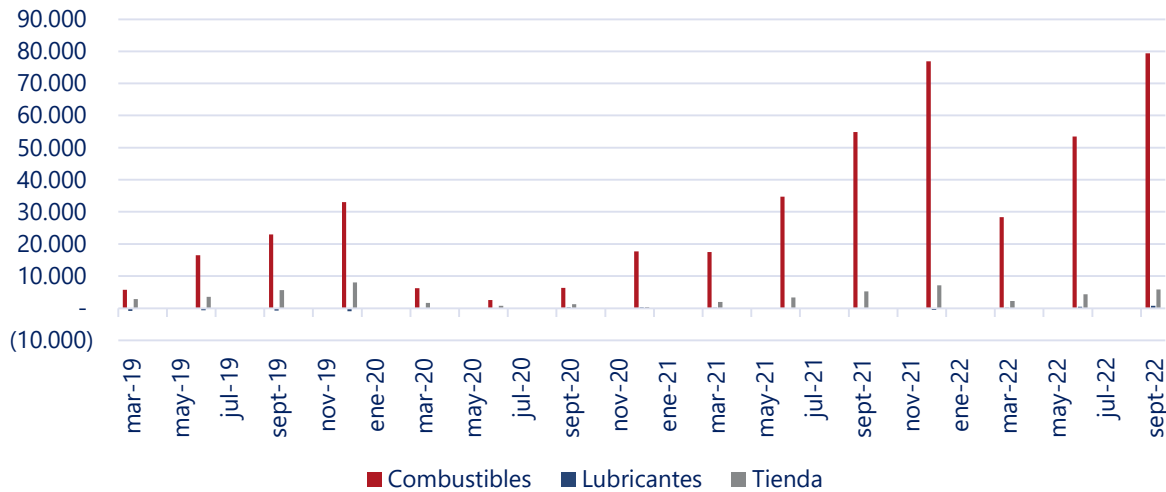


Ilustración 2: Estructura EBITDA

## Líneas de negocio

**Esmax** divide sus negocios en tres segmentos, “combustibles”, “lubricantes” y “tiendas de conveniencia”, todos ellos corresponden a servicios relacionados a las estaciones de servicio. A continuación, se describen las principales características de estas líneas:

### Combustibles

**Esmax** participa en el negocio de la venta de combustibles a través de las marcas Petrobras y Esmax<sup>15</sup>, de la cual son licenciatarios, siendo el tercer actor más importante con un 14% de participación de mercado. Las ventas son realizadas a clientes minoristas, los que representan un 55% de las ventas del segmento a través de sus 297 de estaciones de servicio, y a clientes industriales, que representan el 45% restante, con una infraestructura que le permiten la participación en diez aeropuertos y la operación en doce terminales de recepción y almacenamiento.

El suministro se realiza principalmente a través de ENAP, cerca del 70% de su abastecimiento, y el 30% restante es importando directamente para satisfacer la demanda, el cual es transportado a los terminales

<sup>15</sup> Operan bajo el nombre de Esmax para el segmento industrial.

de abastecimiento para luego ser trasladados, a través de una flota de 100 camiones<sup>16</sup>, ya sea a las estaciones de servicios, industrias y/o aeropuertos.

## Lubricantes

La compañía comercializa diferentes marcas de lubricantes, entre las cuales destacan Lubrax y Chevron, los que son utilizados por diversos sectores, incluyendo el automotriz, industrial, aviación, ferroviario y marítimo.

En términos de suministro, más del 50% de los lubricantes vendidos en Chile es procesado en una planta propia, ubicada en la comuna de Maipú, la cual tiene una capacidad de producción de 15 mil metros cúbicos anuales y donde se fabrica una amplia gama productos.

## Tiendas de conveniencia

La compañía participa en el negocio de tiendas de conveniencia, las cuales se encuentran tanto en las estaciones de servicio Petrobras como en ubicaciones *stand alone*, sumando un total de 142 locales, los cuales operan bajo la licencia de la marca Spacio1, la que tiene presencia en todas las regiones del país, comercializando una amplia variedad de productos de consumo masivo, principalmente alimentos.

Actualmente esta línea de negocio es el segundo en términos de flujos para la compañía, representando a septiembre de 2022 un 6,8% y un 3,6% de los ingresos y del EBITDA de la compañía, respectivamente.

# Análisis financiero<sup>1718</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de Esmax abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2018 y septiembre de 2022.

## Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Esmax** de los últimos doce meses a septiembre de 2022 fueron de \$ 2.167.477 millones, lo que representa un aumento de 49,2% respecto de al ejercicio del 2021, esto debido principalmente al aumento de ventas de lubricantes y el crecimiento del segmento de tiendas de conveniencia. Por su parte, el EBITDA anualizado a septiembre de 2022 llegó a \$ 115.500 millones y experimentó un aumento de 41,9%

<sup>16</sup> Servicio tercerizado

<sup>17</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a septiembre de 2021.

<sup>18</sup> Cabe señalar que, a finales de 2019, se realizó una reestructuración societaria, creando nuevas compañías, con la finalidad de traspasar en gran parte los activos inmobiliarios que poseía y separar el negocio de distribución de lo inmobiliario. Por tanto, a partir de 2019, los indicadores podrían no ser comparables.

con respecto al ejercicio de 2021, explicado por el aumento en la actividad y los mayores volúmenes de venta de combustibles, incremento en ventas en el segmento de lubricantes y tiendas de conveniencia.

El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 3,5% en los últimos tres años<sup>19</sup>. En lo más reciente, se observa como la compañía comienza a mejorar su rendimiento, lo cual se refleja en un incremento del margen EBITDA, alcanzando a septiembre de 2022 un 5,3%.

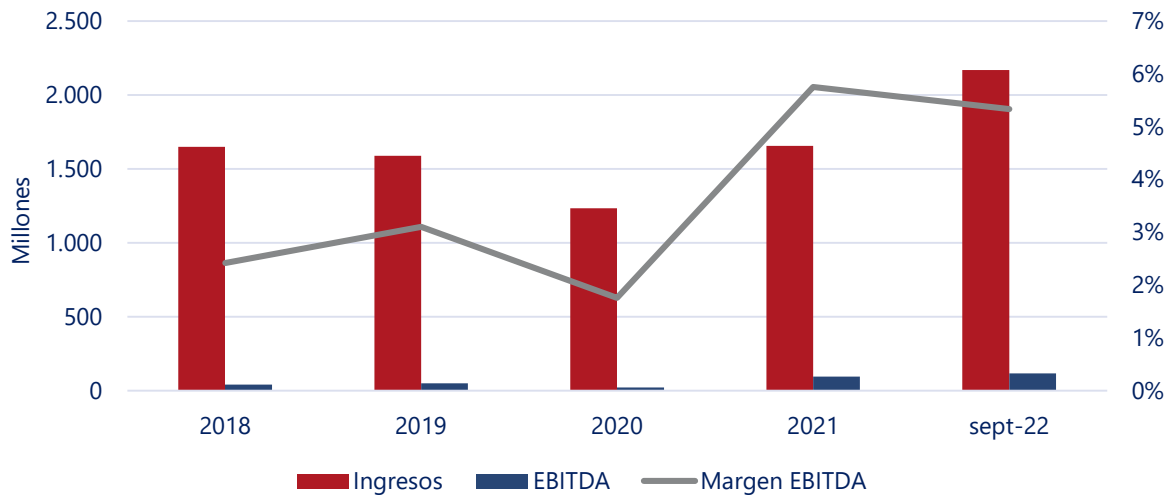


Ilustración 3: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

## Evolución del endeudamiento financiero

A septiembre de 2022, la deuda financiera de **Esmax** aumentó un 14% llegando a \$ 320.703 millones, la que en un 26% corresponde a obligaciones con el público por créditos y el 74%, restante, a pasivos por arrendamientos, efecto de lo intensiva de la industria en el uso de terrenos. El aumento se debe, principalmente, a que la deuda se encuentra en UF y toma de líneas de capital de trabajo.

La deuda financiera en relación al EBITDA disminuyó desde las 3,3 veces en diciembre de 2021 a 2,8 veces en septiembre de 2022, básicamente por un aumento del EBITDA.

De la misma forma, y en relación al FCLP ajustado, el endeudamiento relativo cayó desde las 5,5 veces, en diciembre de 2021, a 3,2 veces en septiembre de 2022. Para el cálculo de este indicador se estima un retorno de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas, considerando los años 2021 y 2022 únicamente. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

<sup>19</sup> Considerando años 2019, 2020 y 2021

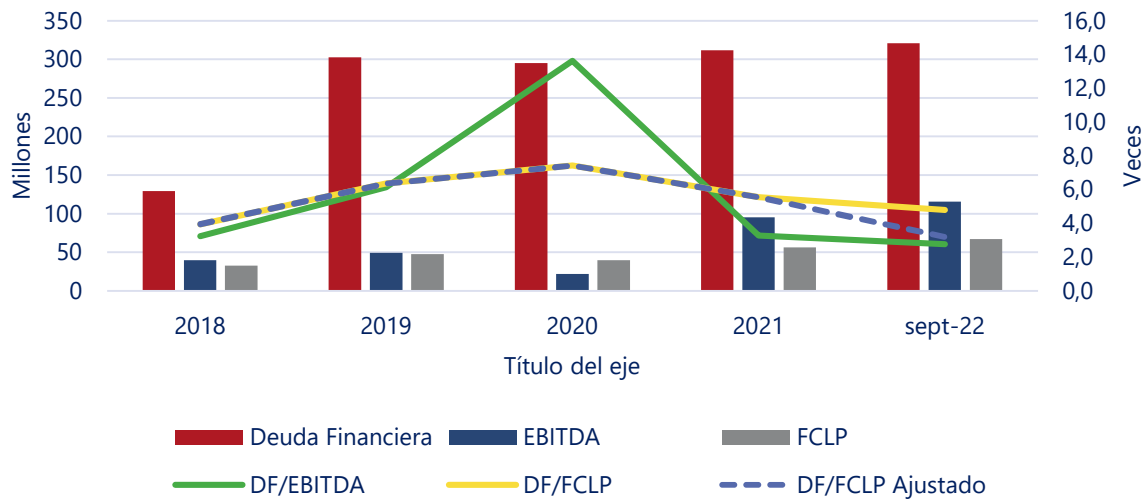


Ilustración 4: Deuda Financiera, EBITDA y FCLP

La deuda financiera de **Esmax** está estructurada con un bono bullet, el cual presenta un vencimiento inferior a los flujos esperados para la compañía, o al último EBITDA.

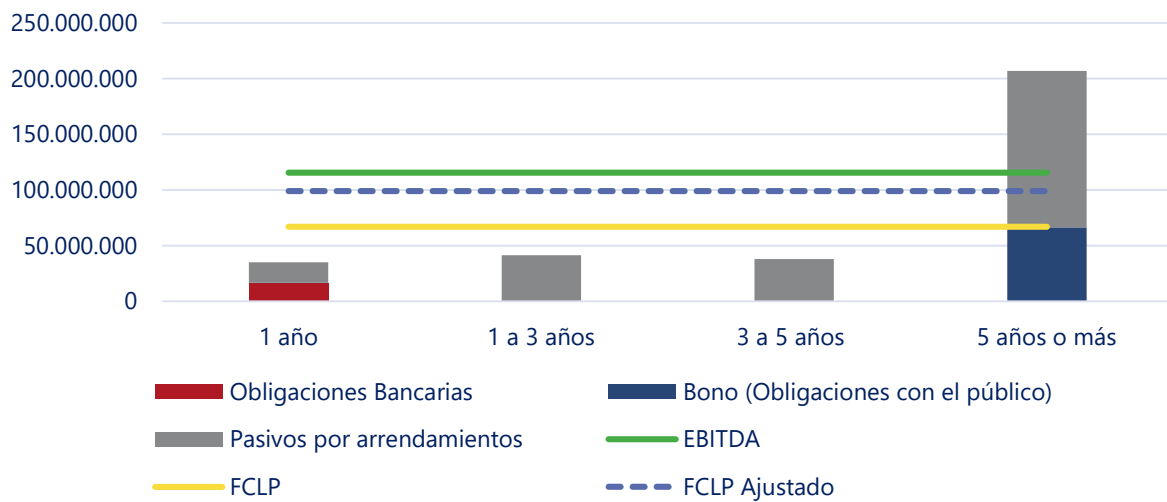


Ilustración 5: Perfil de vencimientos

## Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de **Esmax**, medida como razón circulante<sup>20</sup>, se ha ubicado con ratio sobre uno, en forma persistente, en donde la más reciente observación de este indicador alcanzó un nivel de 1,52 como se muestra en la Ilustración 6.

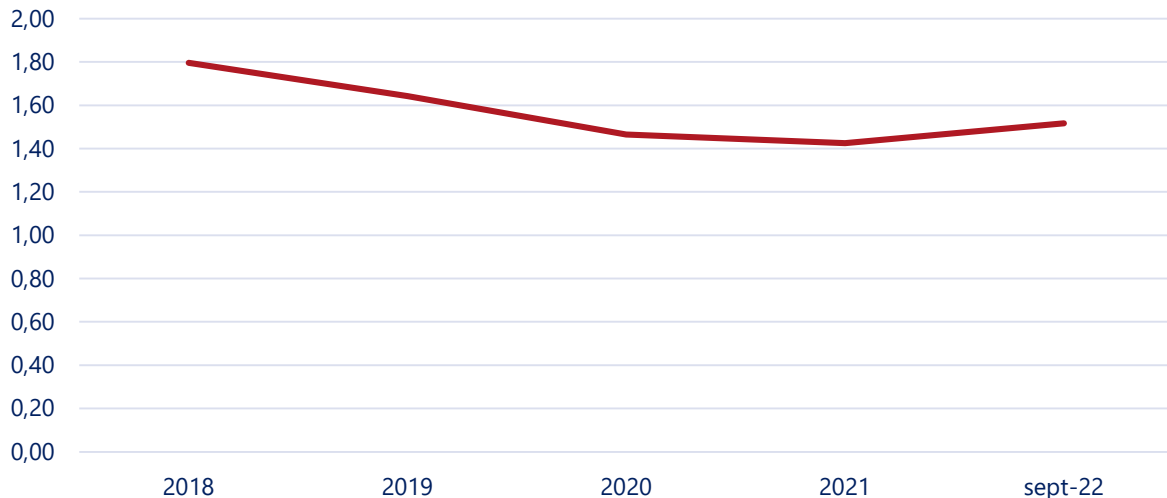


Ilustración 6: Evolución de la razón circulante

## Evolución de la rentabilidad<sup>21</sup>

Como se puede observar en la Ilustración 7, los indicadores de rentabilidad han tenido un comportamiento similar durante el período de estudio, manteniendo la misma tendencia. A septiembre de 2022 se ven resultados mejores que los prepandemia, por ende, mayores utilidades. En el tercer trimestre del año 2022, los indicadores llegan a 21,9%, 9,3% y 34,0% en la rentabilidad operacional, de los activos y del patrimonio, respectivamente.

<sup>20</sup> Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

<sup>21</sup> Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.  
 Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.  
 Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

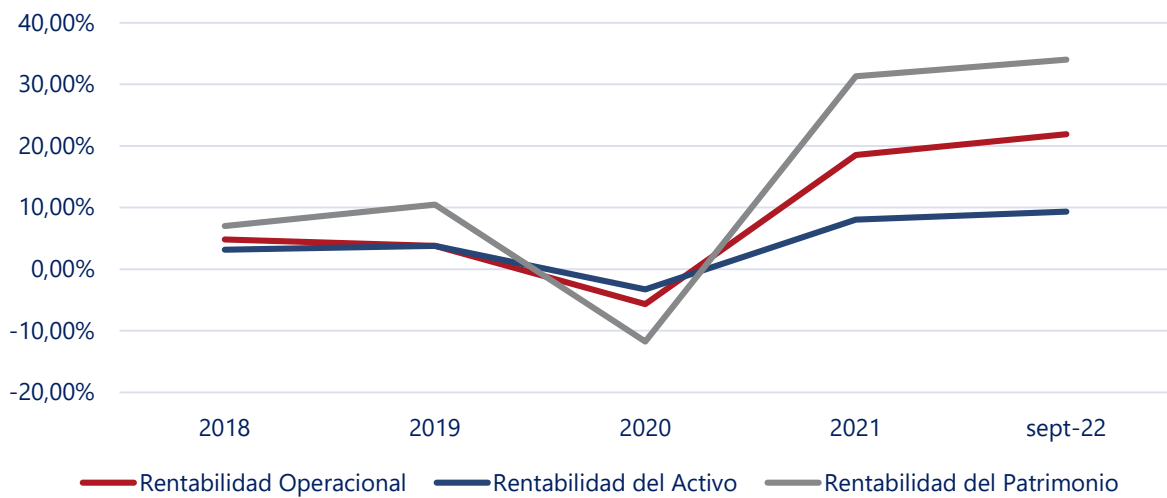


Ilustración 7: Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio

## Covenants

El contrato de emisión de la línea de bonos presenta los siguientes *covenants* financieros:

Covenants financieros		
	Límite	sept 2022
Razón de endeudamiento	Igual o menor a 1,5 veces	0,33 veces
Patrimonio mínimo	Mayor o igual a \$ 85.000 millones	M\$173.841.459



## Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	sept-22
Liquidez (veces)	1,11	1,13	1,15	1,16	1,14
Razón Circulante (Veces)	1,80	1,64	1,46	1,43	1,52
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,80	1,63	1,46	1,42	1,51
Razón Ácida (veces)	1,34	1,15	1,04	0,90	0,90
Rotación de Inventarios (veces)	27,55	25,12	20,23	20,37	17,98
Promedio Días de Inventarios (días)	13,25	14,53	18,04	17,92	20,30
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	14,39	15,84	18,84	14,16	16,40
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	25,37	23,04	19,37	25,78	22,26
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	14,88	15,82	13,88	9,96	11,95
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	24,53	23,07	26,30	36,66	30,53
Diferencia de Días (días)	-0,84	0,03	6,93	10,88	8,28
Ciclo Económico (días)	-14,09	-14,50	-11,12	-7,04	-12,02

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	sept-22
Endeudamiento (veces)	0,57	0,73	0,75	0,77	0,74
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,34	2,75	2,95	3,34	2,84
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,76	0,40	0,40	0,60	0,68
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,24	6,14	13,63	3,27	2,78
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,31	0,16	0,07	0,31	0,36
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	46,87%	72,83%	75,73%	66,02%	65,04%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,11%	0,55%	0,03%	0,05%	0,02%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,52	0,59	-2,37	4,44	4,68

<b>Ratios de rentabilidad</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>sept-21</b>
Margen Bruto (%)	8,90%	8,95%	9,84%	11,84%	10,75%
Margen Neto (%)	0,87%	1,18%	-1,35%	2,58%	2,55%
Rotación del Activo (%)	342,81%	280,38%	236,20%	269,91%	324,99%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,17%	3,77%	-3,25%	8,02%	9,34%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,00%	3,56%	-3,05%	7,54%	8,81%
Inversión de Capital (%)	115,07%	73,30%	79,55%	70,40%	52,86%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	17,43	20,75	23,87	22,07	21,00
Rentabilidad Operacional (%)	4,84%	3,79%	-5,64%	18,55%	21,93%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,02%	10,48%	-11,74%	31,30%	34,04%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	90,01%	88,85%	87,09%	85,87%	87,57%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	91,10%	91,05%	90,16%	88,16%	89,25%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	7,07%	7,87%	10,45%	8,40%	6,75%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	10,60%	8,03%	-11,44%	41,97%	48,68%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,42%	3,10%	1,76%	5,75%	5,33%

*"La opinión de las entidades clasificadoras 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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma."*