



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Esmax Distribución SpA

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.
Paula Acuña L.
Aldo Reyes D.
patricio.delbasto@humphreys.cl
paula.acuna@humphreys.cl
aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA
Enero 2024

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

Humphreys Clasificadora De Riesgo • @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Líneas de bonos y bonos	AA-
Tendencia	Estable

EEFF base	30 de septiembre 2023
-----------	-----------------------

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	Nº 1070 de 23.02.2021
Bonos serie A (BESMX-A)	Primera emisión
Bonos Series B (BESMX-B)	Primera emisión
Bonos serie C (BESMX-C)	Primera emisión
Línea de bonos	Nº 1071 de 23.02.2021

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Ingresos de actividades ordinarias	1.322.211	1.292.055	1.032.238	1.454.159	2.236.275	1.735.039
Costo de ventas	-1.204.573	-1.176.320	-930.558	-1.282.224	-2.011.903	-1.594.273
Ganancia bruta	117.638	115.735	101.680	171.934	224.372	140.766
Gastos de administración ¹	-109.225	-116.142	-122.951	-141.188	-168.088	-136.778
Resultado operacional	19.677	12.748	-9.867	48.288	74.411	14.947
Costos financieros	-5.622	-7.923	-8.125	-10.322	-12.371	-11.692
Utilidad del ejercicio	11.557	15.339	-13.834	37.457	51.084	6.293
EBITDA	31.963	40.134	18.213	83.448	107.825	40.771

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Activos corrientes	171.078	161.257	137.735	226.797	305.584	303.040
Activos no corrientes	214.615	305.384	303.906	327.177	371.591	387.748
Total activos	385.692	466.640	441.641	553.975	677.175	690.788
Pasivos corrientes	95.212	98.208	94.025	159.145	218.275	213.163
Pasivos no corrientes	125.847	244.124	235.922	267.129	299.056	313.879
Total pasivos	221.059	342.332	329.947	426.275	517.331	527.042
Patrimonio	164.633	124.308	111.694	127.700	159.844	163.746
Total patrimonio y pasivos	385.692	466.640	441.641	553.975	677.175	690.788
Deuda financiera ²	103.607	249.332	249.860	281.423	329.164	343.807

¹ Gasto de administración y venta: Incluye costos de distribución, gasto de administración.

² Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los períodos siguientes a 2019 se agrega las cuentas de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

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 Esmax³, 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 durante septiembre de 2023 concentró cerca del 95,5% de los ingresos y un 84,5% del EBITDA, seguido por tiendas de conveniencia, con un 3,5% de los ingresos y un 13,1% del EBITDA; y por último el segmento de lubricantes, con un 1% de los ingresos y 2,4% del EBITDA.

Durante 2022, la empresa generó ingresos por \$ 2.236.275 millones. El EBITDA de la compañía fue de aproximadamente \$ 107.825 millones. Por su parte, la deuda financiera alcanzó \$ 329.164 millones. Durante septiembre de 2023, la compañía mantenía una deuda financiera igual a \$ 343.807 millones de lo que un 74,6% corresponde a pasivos por arrendamiento (un 20,5% a obligaciones con el público y el resto a créditos bancarios), efecto de lo intensivo de la industria en el uso de terrenos. En el mismo periodo, sus ingresos fueron de \$ 1.735.039 millones y generó un EBITDA de \$ 40.771 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 el hecho de que 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 reduce la exposición de sus ventas físicas a crisis o variaciones en el consumo.

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 los segmentos en los que participa.

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. Además, este plan está orientado en cumplir con la implementación de su plan estratégico y con las regulaciones vigentes de la industria.

Otros elementos considerados, son la diversificación de su base de clientes y la baja tasa de incobrabilidad, lo que radica en las características del producto (al considerarse un insumo esencial), 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 100 años de experiencia de la compañía⁴, operando a través de distintas marcas reconocidas en el mercado, periodo en el cual ha presentado un crecimiento consistente en sus operaciones. Actualmente, opera bajo la marca Petrobras⁵ y Esmax³, y

³ Segmento industrial.

⁴ Anteriormente operaba con el nombre de Esso Chile.

⁵ Segmento *retail* en estaciones de servicio.

sustenta su modelo de negocio 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.

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 de 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 para traspasar las fluctuaciones del costo al precio que se cobra a público. Cabe mencionar, que lo anterior podría tener un impacto no menor para la sociedad considerando que la mayor parte del flujo lo explica el segmento combustible, aunque se valora positivamente que en los últimos períodos los otros segmentos (lubricantes y tiendas) han incrementado su importancia relativa con respecto al EBITDA, favoreciendo los grados de diversificación.

En términos de suministro, la compañía se abastece principalmente a partir de la Empresa Nacional del Petróleo (ENAP), quien se encarga de proveer en gran parte el suministro a las compañías del sector, importando el combustible remanente. Al respecto, problemas operativos y/o logísticos podrían afectar el desempeño de la empresa, en particular en la Región Metropolitana, donde la compañía concentra gran parte 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 firma participa en una industria que está expuesta a avances tecnológicos del sector energético, con altos grados de competencia, y los cambios regulatorios que podrían afectar a esta industria. En todo caso, se estima que se trata de riesgos 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.

En términos de ESG⁶, la sociedad mantiene una estrategia de sostenibilidad que se compone de seis pilares (experiencia memorable, equilibrio ambiental, energía social, eficiencia e innovación, equipo comprometido y excelencia sostenible). Durante 2022, elaboró el primer reporte de sostenibilidad (correspondiente al desempeño de la compañía durante el 2021), utilizando el estándar Global Reporting Iniciative (GRI). Adicionalmente durante 2022, nuevamente se hizo una revisión general de los riesgos, tras lo cual se incorporaron factores ambientales y sociales que se pueden revisar en el segundo informe de sostenibilidad reportado el 2023 (relacionado al periodo 2022).

⁶ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Insumo básico para consumo minorista e industrial.
- Marca reconocida.

Fortalezas complementarias

- Amplia experiencia de la administración.

Fortalezas de apoyo

- 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 2022

En términos nominales, durante 2022, los ingresos alcanzaron \$ 2.236.275 millones, lo que representa un aumento de 53,8% respecto de 2021, explicado por alzas en todos los segmentos, especialmente en venta de combustibles (percibiéndose incrementos en volumen y precio promedio).

El costo de venta finalizó en \$ 2.011.903 millones, aumentando un 56,9% respecto al año anterior debido a un mayor costo del combustible. Por su parte, los gastos de administración⁷ alcanzaron los \$ 168.088 millones un 19,1% superior al año anterior y representando un 7,5% de los ingresos (9,7% en 2021).

De esta manera, el EBITDA aumentó 29,2%, desde \$ 83.448 millones en 2021 hasta \$ 107.825 millones en 2022. Por otro lado, la utilidad del ejercicio se incrementó en 36,4%, pasando desde \$ 37.457 millones en 2021 a \$ 51.084 millones en 2022.

De la base de \$ 677.175 millones en activos, \$ 517.331 millones se financiaron con pasivos y \$ 159.844 millones con patrimonio. Por su parte, la deuda financiera de la empresa cerró en \$ 329.164 millones, lo

⁷ Incluye costos de distribución.

que significa un alza de 17,0%.

Resultados septiembre de 2023

Durante septiembre de 2023, los ingresos alcanzaron \$ 1.735.039 millones, lo que representa un aumento de 8,6%, respecto de igual periodo de 2022, principalmente explicado por mayor venta de combustibles (percibiéndose incrementos en el precio promedio, compensado en parte por menores volúmenes).

El costo de venta finalizó en \$ 1.594.273 millones, aumentando un 12,0% respecto al año anterior debido a un mayor costo del combustible. Por su parte, los gastos de administración⁷ alcanzaron los \$ 136.778 millones un 11,9% superior al año anterior y representando un 7,9% de los ingresos (7,7% en igual periodo de 2022).

A partir de los elementos anteriores (menor margen bruto por la baja en los precios del combustible y un desfavorable efecto de la revalorización de los inventarios), el EBITDA se contrajo 52,5%, desde \$ 85.897 millones en septiembre de 2022 hasta \$ 40.771 millones en septiembre de 2023. Por otro lado, la utilidad del ejercicio se redujo en 85,2%, pasando desde \$ 42.468 millones en septiembre de 2022 a \$ 6.293 millones en septiembre de 2023.

De la base de \$ 690.788 millones en activos, \$ 527.042 millones se financiaron con pasivos y \$ 163.746 millones con patrimonio. Por su parte, la deuda financiera de la empresa cerró en \$ 343.807 millones, lo que significa un alza de 4,4% respecto 2022.

Eventos recientes

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, Enex y **Esmax**, se ajusta a las disposiciones de libre competencia. Esto fue declarado inadmisible por el TDLC, y la FNE presentó un recurso de reclamación ante la Corte Suprema, el cual fue acogido con fecha 21 de julio de 2023 con lo cual, mediante resolución dictada con fecha 7 de agosto de 2023 el TDLC dio inicio al proceso de consulta (Rol NC N°517-22) contemplado en el art 31 del DL 211. **Esmax** presentó un escrito haciéndose parte del procedimiento con fecha 22 de septiembre de 2023 y a la fecha, se encuentra en tramitación el proceso de aporte de antecedentes, eventual conciliación y audiencia pública, si no prospera lo anterior.

Por otro lado, con fecha 15 de septiembre de 2023, el único accionista de la Sociedad, Private Equity I Fondo de Inversión, celebró un contrato de compraventa de acciones con Aramco Overseas Company B.V., en virtud del cual el Accionista acordó vender a Aramco el 100% de las acciones suscritas y pagadas en que se divide el capital de Esmax Distribución SpA. Según ha informado el Accionista, la materialización de la venta se encuentra sujeta a condiciones habituales para este tipo de operación, tales como la obtención de las aprobaciones de las autoridades de libre competencia pertinentes, incluida la Fiscalía Nacional Económica.

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

Insumo básico para consumo minorista e industrial: 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 reduce 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 la componen, las que han tendido a mantener su participación en las ventas a lo largo del tiempo.

En los hechos, las ventas de combustible líquido en Chile han experimentado alzas en los últimos cinco años (sin considerar 2020 donde se vio restringida la cadena de suministro y la demanda), alcanzando un incremento de 4,8% en 2022 respecto el año anterior. 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 (actuando como sociedad licenciataria de la marca) dentro del 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 13,3%⁸ 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 además tienen su estrategia de "stand alone") y venta de lubricantes, con una menor participación de mercado.

Experiencia de la administración: A la fecha el único accionista de **Esmax** es Private Equity I, administrado por Ameris Capital Administradora General de Fondos S.A. y en el cual participa como principal aportante Southern Cross Group. Cabe mencionar que la compañía ha operado en Chile desde 1934 a través de

⁸ Según los últimos estados financieros trimestrales.

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. Según información de los estados financieros a septiembre 2023 para sus operaciones, dispone de 298 estaciones de servicio, 159 tiendas de conveniencia y una planta de lubricantes. Además de una infraestructura que le permiten la participación en once aeropuertos y la operación en diez terminales de recepción y almacenamiento⁹.

Diversificación de clientes e incobrabilidad: La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes, considerando que el 49% de los ingresos totales corresponde al segmento minorista, a los cuales la venta se realiza con pago inmediato. Por su parte, en el segmento industrial, se percibe un acotado riesgo de no pago, debido a que los clientes se ven expuestos al no suministro en caso de no pagar la cuenta. En los hechos, la mora sobre 90 días representa un 2,8% de la cartera, cifra bastante inferior a lo exhibido por empresas de servicios básicos (según lo estimado por **Humphreys** al analizar estados financieros de múltiples empresas que abastecen servicios básicos).

Entre sus principales clientes en el segmento combustibles se encuentran industrias, compañías distribuidoras de combustibles, aerolíneas, entre otros. Al respecto, se reconoce positivamente el hecho que ningún cliente representa de forma individual más del 10% de las ventas de combustible (tanto en volumen como en ingresos)¹⁰.

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 durante 2023 (últimos doce meses terminados en septiembre) cerca del 95,6% de los ingresos fueron explicados por la venta de combustibles (y un 87,0% del EBITDA ese mismo año). 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 (representando un 11,7% del EBITDA en 2023 UDM).

Precio de commodities: Si bien se reconoce que el combustible tiende a comportarse como un bien de baja elasticidad (al considerar el efecto de cambios en el precio sobre el volumen vendido), eventuales variaciones de los precios internacionales de los combustibles podrían afectar el costo de los inventarios. Esta situación genera el riesgo de descalce entre los precios de compra y de venta y, por ende, de volatilidad en los márgenes de operación.

Por su parte, el precio del combustible se encuentra asociado al índice West Texas (WTI por sus siglas en inglés) y Brent. En promedio (últimos cinco años), el primero ha fluctuado entre los 94,4 y 39,3 dólares por barril, mientras que el segundo, entre los 100,0 y 42,3 dólares por barril.

⁹ Según información de memoria anual.

¹⁰ Según el último estado financiero trimestral disponible.

No obstante, la sociedad limita esta exposición al ciclo de precios minimizando los días de almacenamiento de sus inventarios, y gestionando el *mix* de abastecimiento entre proveedores nacionales (Enap) o extranjeros, con el fin de optimizar los precios de compra. Asimismo, 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 de líneas de negocio: El principal negocio de la sociedad se relaciona con el combustible (84,5% del EBITDA acumulado a septiembre de 2023 corresponde a este segmento), y frente a problemas de suministro, *shocks* de costos, o bajas en La demanda, tal como ocurrió en 2020, los márgenes podrían verse fuertemente afectados. Asimismo, el combustible tiende a exhibir una baja diferenciación dado su carácter de "*commodity*", lo que aumenta la probabilidad de que la competencia se centre en la variable precio o, específicamente, en el margen.

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 2022 representó aproximadamente un 25,1% del total de ventas, y las tres regiones principales representaron un 48,1%. 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 69% de su abastecimiento¹⁰, importando directamente el porcentaje restante para satisfacer la demanda, el cual es transportado mediante buques a los terminales de abastecimiento para luego ser trasladados, a través de una flota de camiones¹¹, ya sea, a las estaciones de servicios, clientes industriales y/o aeropuertos. Al respecto, se considera que problemas operativos y/o logísticos podrían afectar el desempeño de la empresa, en particular en la Región Metropolitana, donde la empresa concentra cerca del 25,1% 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,

¹¹ Servicio tercerizado.

se estima que cualquier cambio en este sentido no debiera afectar en forma sustancial la viabilidad del negocio.

Antecedentes generales

La compañía

Esmax, es una compañía que 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, operando a través de las marcas Esmax, Petrobras, Lubrax, Chevron y Spacio1 en sus distintos segmentos. 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, en las estaciones de servicio Petrobras.

A la fecha el principal controlador de la sociedad es Private Equity I Fondo de Inversión.

Composición de los flujos

En la Ilustración 1 se puede visualizar la distribución de los ingresos anualizados desglosada por combustibles, lubricantes y tiendas de conveniencia. En el periodo de evaluación, el segmento de mayor importancia lo mantiene combustibles con un 95,6% en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2023, seguido de tiendas por conveniencia con un 3,4% y el resto se explica por lubricantes.

Por otro lado, como se aprecia en la Ilustración 2, combustibles y tiendas explicaron el 87,0% y 11,7%, del EBITDA (últimos doce meses terminados en septiembre de 2023), correspondiendo el resto a lubricantes.



Ilustración 1: Estructura ingresos



Ilustración 2: Estructura EBITDA

Líneas de negocio

Esmax divide sus negocios en tres segmentos, "combustibles", "tiendas de conveniencia" y "lubricantes", 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 Esmax¹², siendo el tercer actor más importante en el mercado. Las ventas son realizadas a clientes minoristas, los que representaron un 51% de las ventas del segmento en 2022 a través de sus 292 de estaciones de servicio, y a clientes industriales, que componen el 49% restante, con una infraestructura que le permiten la participación en once aeropuertos y la operación en diez terminales de recepción y almacenamiento.

El suministro se realiza principalmente a través de ENAP, y en menor medida a través de la importación directa para satisfacer la demanda. El combustible es transportado a los terminales de abastecimiento para luego ser distribuido, a través de una flota de más de 100 camiones⁹, ya sea a las estaciones de servicios, industrias y/o aeropuertos.

Este es el principal negocio en cuanto a generación de flujos para la compañía y como se muestra en la Ilustración 3, los ingresos han exhibido una fuerte tendencia al alza entre 2021 y 2023 (últimos doce meses terminados en septiembre de 2023) que se explica por incrementos en precio y en volumen (excepto en 2023 donde disminuyó levemente en cantidad). Por su parte, el EBITDA exhibe la misma tendencia, con

¹² Operan bajo el nombre de **Esmax** para el segmento industrial.

una contracción en 2023 que se atribuye principalmente a menor ganancia bruta (alza en costo de combustible) y en menor medida a incrementos en gastos de administración.

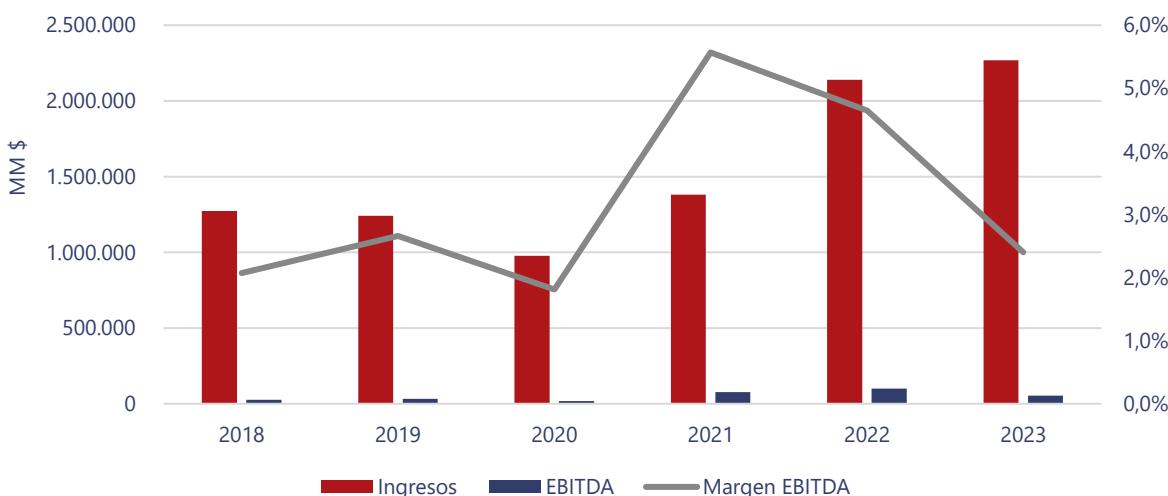


Ilustración 3: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA combustibles

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 159 locales en lo más reciente (septiembre 2023), 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 la segunda en términos de flujos para la compañía, representando a septiembre de 2023 (últimos doce meses) un 3,4% y un 11,7% de los ingresos y del EBITDA total, respectivamente. Cabe mencionar, que los ingresos han exhibido fuertes incrementos por concepto de producto de la implementación de iniciativas de adaptación y potenciamiento del negocio.

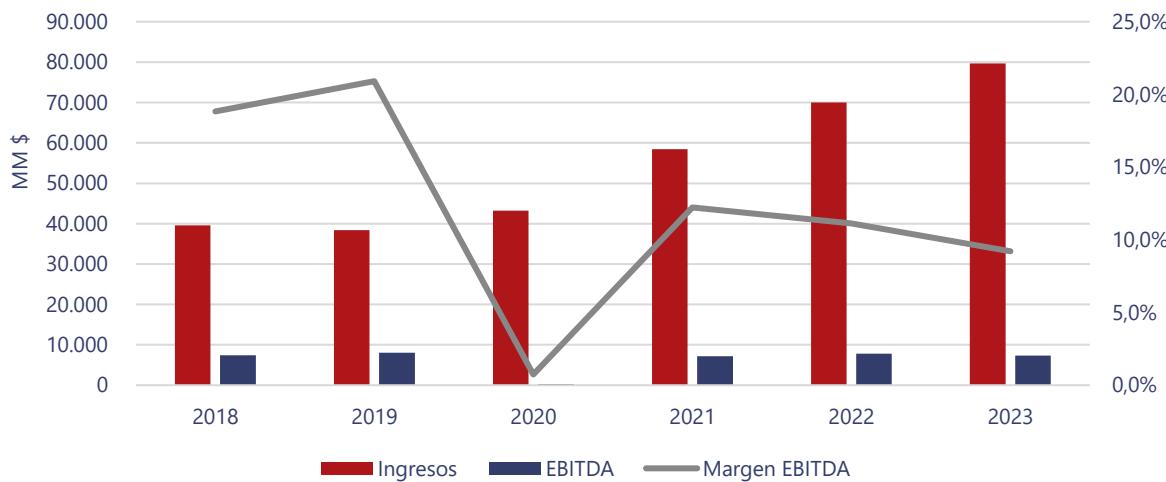


Ilustración 4: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA tiendas

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.

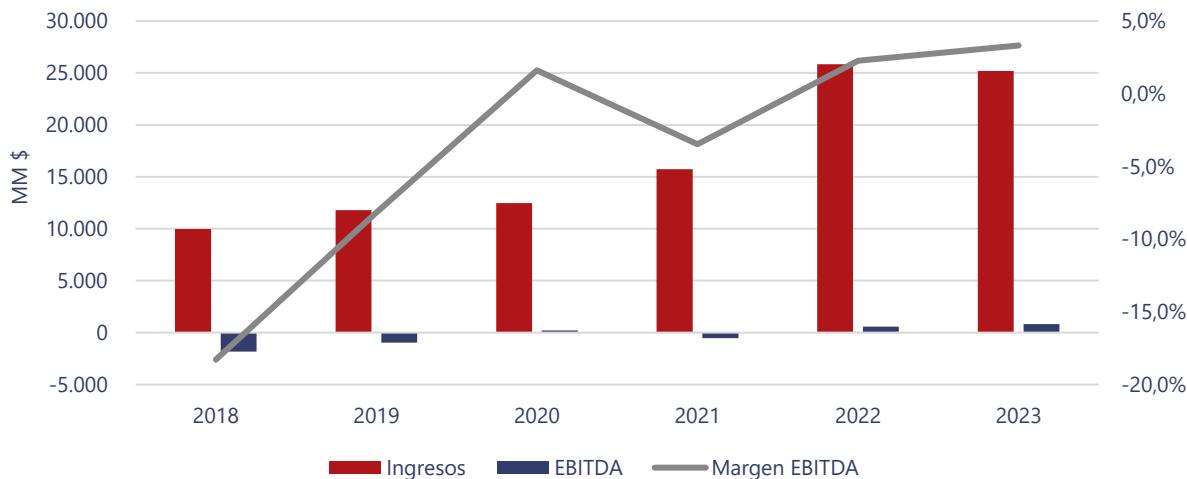


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA lubricantes

En términos de suministro, el 90% de los más de 500 artículos comercializados⁹, son envasados y distribuidos desde la Planta de Lubricantes de Maipú, con una producción de más de 15 millones de litros al año.

Análisis financiero¹³

Evolución de los ingresos y EBITDA

En términos reales, los ingresos de **Esmax** han exhibido una tendencia al alza desde 2020 a la fecha, con un fuerte incremento en 2021 y en 2022, que se explica principalmente por incrementos en el precio del combustible (que presentó su *peak* en 2022) y por alzas en el volumen vendido, a lo que se le suma el crecimiento en los segmentos de tienda de conveniencia y lubricantes. Posteriormente a septiembre de 2023 anualizado, los ingresos se mantuvieron prácticamente sin variación (al analizar los datos de precio y volumen en términos anualizados se percibieron alzas en el primero y una contracción en el segundo, respecto a diciembre de 2022).

Por otro lado, el EBITDA exhibió una tendencia similar con alzas relevantes en 2021 y 2022 ante los incrementos en la ganancia bruta (efecto positivo en la valorización de inventarios ante las alzas recurrentes de precio). No obstante, en 2023 se exhibió una contracción (últimos doce meses terminados en septiembre) debido a disminuciones en el precio de mercado del combustible, lo que tuvo en efecto negativo sobre la valorización de inventarios, traduciéndose en menor margen bruto.

De esta manera, el margen EBITDA que alcanzó niveles altos en 2021 y 2022 (5,7% y 4,9%, respectivamente) respecto a lo exhibido desde 2018, alcanzó un 2,6% en 2023 (UDM).

Por su parte, el flujo de actividades operacionales ha exhibido alzas recurrentes, a excepción de 2021 donde se presentaron incrementos en el pago a proveedores.

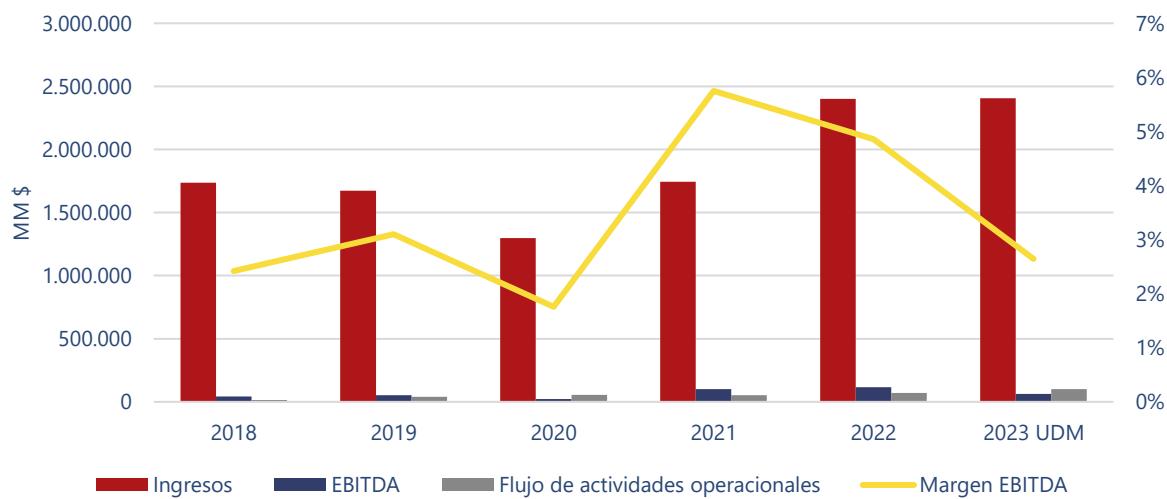


Ilustración 6: Evolución de los ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

¹³ Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Por otro lado, cabe señalar que, a finales de 2019, se realizó una restructuración 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.

Evolución del endeudamiento

El *leverage* (medido como pasivo exigible sobre patrimonio) exhibió incrementos entre 2019 y 2021. El alza de 2019 se explica por la incorporación de los pasivos por arrendamientos (NIIF 16) y menor patrimonio producto de caídas en las ganancias acumuladas por concepto de la división de **Esmax** como parte de una reestructuración societaria. Posteriormente, en 2020 se presentaron pérdidas del ejercicio afectando negativamente al patrimonio de la sociedad (compensado en parte con menores pasivos totales), mientras que en 2021 el *ratio* alcanzó su *peak* alcanzando las 3,3 veces, dado que crecieron fuertemente los pasivos vía mayores cuentas por pagar (principalmente a proveedores) debido a una mayor compra de combustible y mayor plazo de pago a proveedores por importación. A septiembre 2023 el *leverage* alcanzó las 3,2 veces.

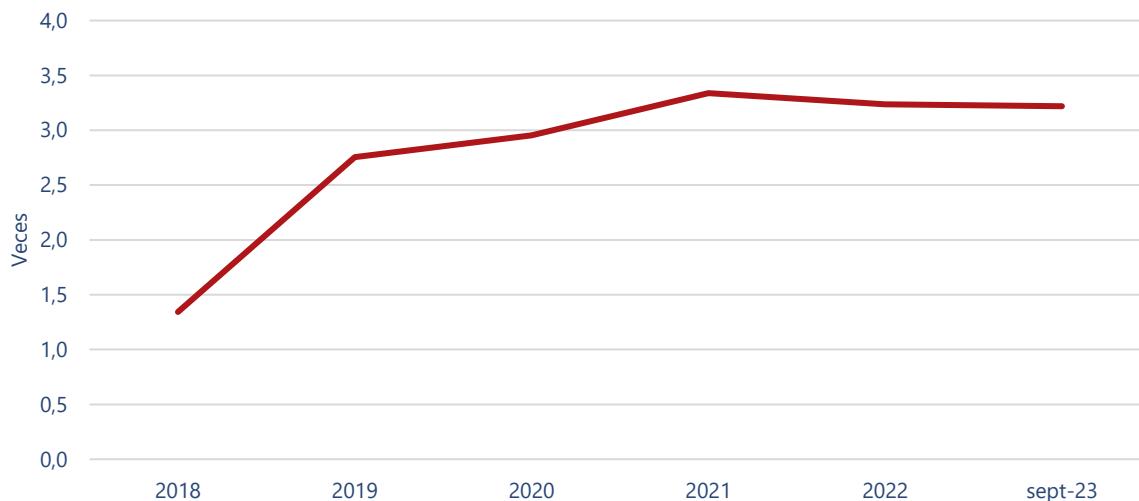


Ilustración 7: Pasivo exigible sobre patrimonio

En términos reales, en el periodo de evaluación la deuda financiera no ha exhibido grandes variaciones (a excepción de 2019 donde se presentó una fuerte alza a partir de los pasivos por arrendamientos) alcanzando los \$ 343.807 millones en 2023. Por su parte, los indicadores deuda financiera sobre EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo exhibieron alzas hasta alcanzar su *peak* en 2020 con 13,6 y 7,4 veces, respectivamente producto de incrementos en la deuda en 2019 y fuerte caída en los flujos en 2020 (contracción en el volumen de ventas como consecuencia del impacto de la pandemia, un efecto negativo en el margen por revalorización de inventarios y un aumento en las provisiones por deterioro de las cuentas por cobrar a clientes). Posteriormente, los indicadores deuda financiera sobre EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo presentan disminuciones hasta alcanzar su mínimo en 2022 de 2,9 veces y 5,0 veces, respectivamente, ante mejoras en los flujos a partir del escenario favorable para la compañía en términos de precio de mercado y mejor desempeño en los negocios diferentes al del combustible.

No obstante, a partir de una fuerte caída en los flujos en 2023 (últimos doce meses terminados en septiembre), los indicadores alcanzaron las 5,4 veces y 5,0 veces, respectivamente. Cabe mencionar, que si

se ajusta este último indicador, sustrayendo de su cálculo las rentabilidades de 2019 y 2020¹⁴, considerando que podrían no ser representativas del largo plazo a partir de la reestructuración societaria y efectos negativos en el negocio por concepto de la pandemia, el *ratio* alcanza las 4,2 veces, y si además si se descuenta de la deuda el monto a recibir por concepto de *swap* para cubrir el pasivo de largo plazo constituido por las obligaciones procedentes de los contratos de arrendamientos denominados en UF y para cubrir la obligación con el público por un monto total de \$ 21.186 millones, el *ratio* alcanza las 3,9 veces.

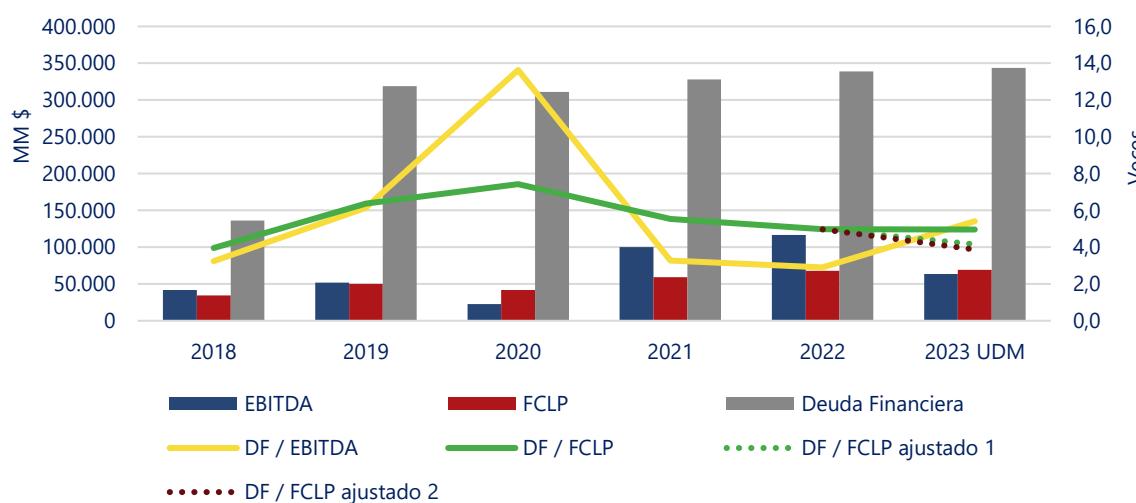


Ilustración 8: Deuda Financiera, EBITDA y FCLP

A septiembre de 2023, un 20,5% de la deuda corresponde a obligaciones con el público, un 5,0% a obligaciones bancarias y el 74,6%, restante, a pasivos por arrendamientos, efecto de lo intensivo de la industria en el uso de terrenos. En general los vencimientos son inferiores a los flujos esperados para la compañía (sin considerar las rentabilidades de 2019 y 2020, como se mencionó anteriormente, por no ser representativas del futuro de la compañía) tendiendo a estar más ajustados en 2030 si se consideran los pasivos por arrendamientos (el bono por sí solo si alcanza a ser cubierto), aunque se considera que con una pequeña porción de caja se podría solventar el monto remanente (en torno al 9,5% de la actual caja). Con todo, se estima que posee una adecuada holgura los próximos seis años.

¹⁴ el FCLP utiliza un promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos cinco años para su cálculo.

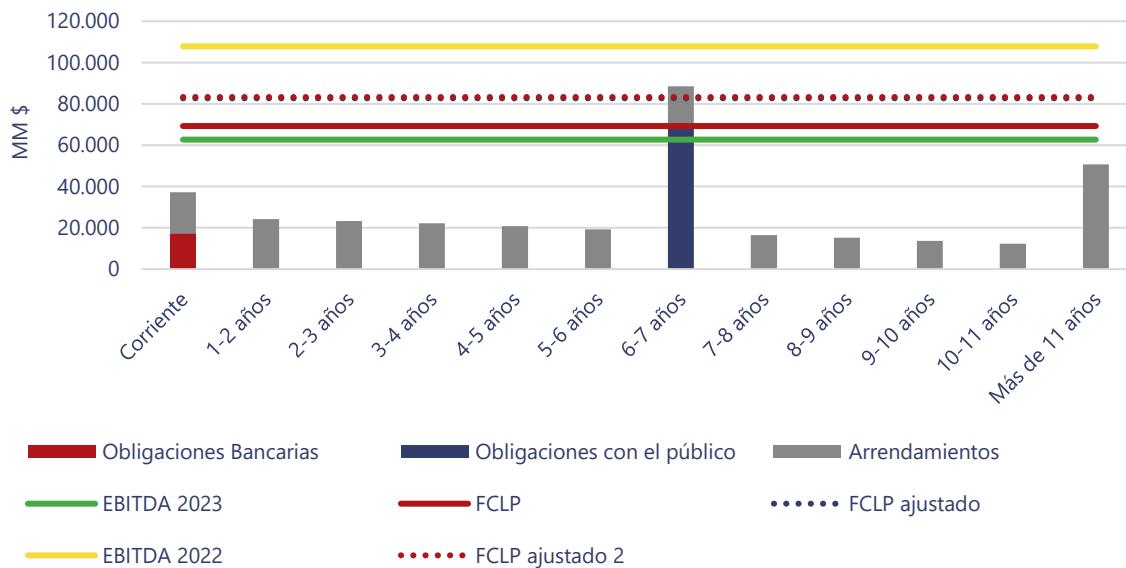


Ilustración 9: *Perfil de vencimientos*

Evolución de la liquidez

El *ratio* de liquidez de **Esmax** (activos corrientes sobre pasivos corrientes), se ha ubicado sobre la unidad de forma persistente con una caída en 2019 (disminución del efectivo y aumento de los pasivos corrientes impulsados por la implementación de la norma NIIF16) y en 2020 (variación negativa de las cuentas por cobrar e inventario, y alza de pasivos financieros y cuentas por pagar).

En la más reciente observación este indicador alcanzó 1,4 veces.

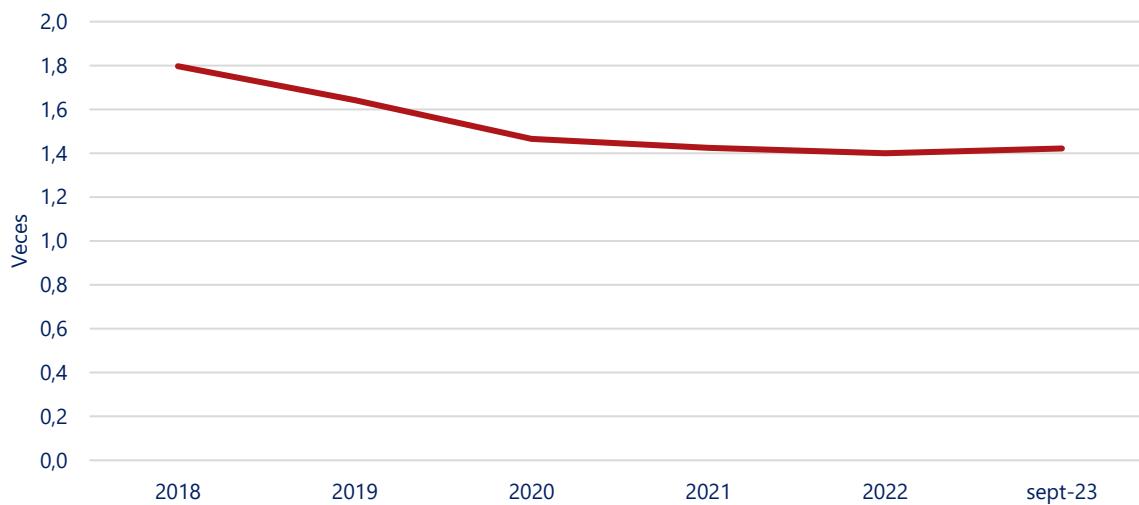


Ilustración 10: *Evolución de la razón circulante*

Evolución de la rentabilidad¹⁵

Los indicadores de rentabilidad han tenido un comportamiento similar durante el período de estudio, con una importante caída en 2020 (exhibió pérdidas, principalmente por menor margen bruto), incrementos en 2021 y 2022 (ambos explicados principalmente ante el fuerte incremento en el margen bruto) y una caída en lo más reciente (fuerte incremento en los costos de venta, contrayendo el margen bruto).

De esta manera, en 2023 los indicadores de rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional alcanzaron 2,2%, 8,7% y 6,9%, respectivamente (8,2%, 35,3% y 20,5%, respectivamente, en 2022).

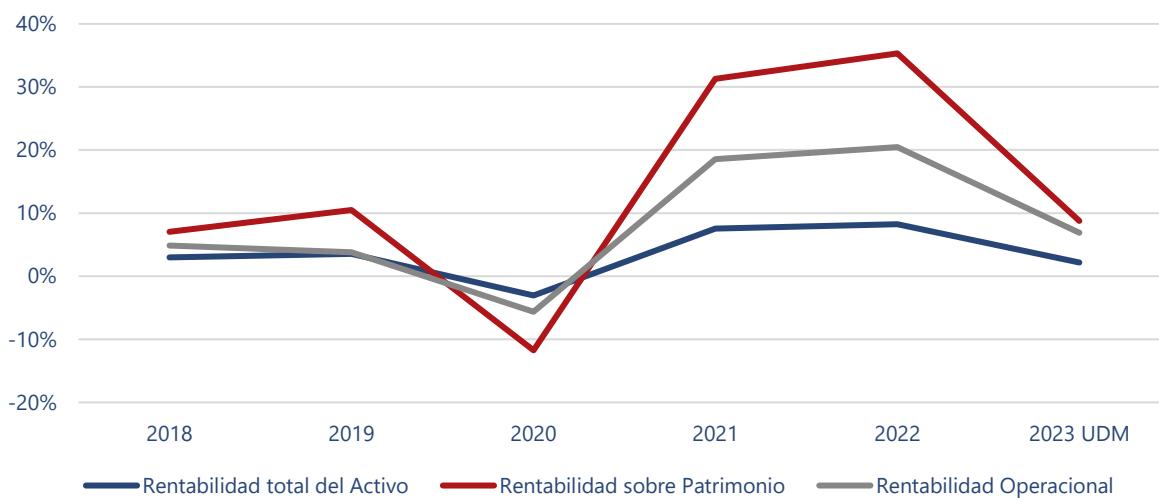


Ilustración 11: Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio

Covenants

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

Covenants financieros		
	Límite	sept 2023
Razón de endeudamiento	Igual o menor a 1,5 veces	0,20 veces
Patrimonio mínimo	Mayor o igual a \$ 85.000 millones	M\$163.746.330

¹⁵ 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.

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Liquidez (veces)	1,11	1,13	1,15	1,16	1,13	1,11
Razón Circulante (Veces)	1,80	1,64	1,46	1,43	1,40	1,42
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,80	1,63	1,46	1,42	1,40	1,42
Razón Ácida (veces)	1,34	1,15	1,04	0,90	0,95	0,90
Rotación de Inventarios (veces)	27,55	25,12	20,23	20,37	21,57	18,07
Promedio Días de Inventarios (días)	13,25	14,53	18,04	17,92	16,92	20,20
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	14,39	15,84	18,84	14,16	16,87	19,29
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	25,37	23,04	19,37	25,78	21,64	18,93
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	14,88	15,82	13,88	9,96	11,97	12,88
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	24,53	23,07	26,30	36,66	30,49	28,33
Diferencia de Días (días)	-0,84	0,03	6,93	10,88	8,85	9,41
Ciclo Económico (días)	-14,09	-14,50	-11,12	-7,04	-8,07	-10,79

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Endeudamiento (veces)	0,57	0,73	0,75	0,77	0,76	0,76
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,34	2,75	2,95	3,34	3,24	3,22
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,76	0,40	0,40	0,60	0,73	0,68
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,24	6,14	13,63	3,27	2,90	5,41

EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,31	0,16	0,07	0,31	0,34	0,18
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	46,87%	72,83%	75,73%	66,02%	63,63%	65,23%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,11%	0,55%	0,03%	0,05%	0,04%	0,02%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,52	0,59	-2,37	4,44	4,92	1,11

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Margen Bruto (%)	8,90%	8,95%	9,84%	11,84%	10,08%	8,08%
Margen Neto (%)	0,87%	1,18%	-1,35%	2,58%	2,30%	0,63%
Rotación del Activo (%)	342,81%	280,38%	236,20%	269,91%	344,78%	348,23%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,17%	3,77%	-3,25%	8,02%	8,56%	2,25%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,00%	3,56%	-3,05%	7,54%	8,24%	2,18%
Inversión de Capital (%)	115,07%	73,30%	79,55%	70,40%	59,65%	59,72%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	17,43	20,75	23,87	22,10	26,74	26,76
Rentabilidad Operacional (%)	4,84%	3,79%	-5,64%	18,55%	20,46%	6,90%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,02%	10,48%	-11,74%	31,30%	35,31%	8,75%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	90,01%	88,85%	87,09%	85,87%	88,39%	90,45%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	91,10%	91,05%	90,16%	88,16%	89,92%	91,92%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	7,07%	7,87%	10,45%	8,40%	6,28%	6,45%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	10,60%	8,03%	-11,44%	41,97%	51,05%	16,24%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,42%	3,10%	1,76%	5,75%	4,86%	2,64%

"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."