



## **Esmax Distribución SpA**

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**  
Patricio Del Basto A.  
Paula Acuña L.  
Aldo Reyes D.  
[patricio.delbasto@humphreys.cl](mailto:patricio.delbasto@humphreys.cl)  
[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)  
[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

**FECHA**  
Enero 2025

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

Fono (+56) 2 2433 5200 • [ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  [@humphreyschile](https://twitter.com/humphreyschile)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	<b>AA</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	30 de septiembre 2024

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

<b>Estados de Resultados Consolidados IFRS</b>						
<b>MM\$ de cada año</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>sept-24</b>
Ingresos de actividades ordinarias	1.292.055	1.032.238	1.454.159	2.236.275	2.323.785	1.758.579
Costo de ventas	-1.176.320	-930.558	-1.282.224	-2.008.064	-2.124.895	-1.596.034
<b>Ganancia bruta</b>	<b>115.735</b>	<b>101.680</b>	<b>171.934</b>	<b>228.211</b>	<b>198.890</b>	<b>162.545</b>
Gastos de administración	-116.142	-122.951	-141.188	-168.088	-185.549	-154.195
<b>Resultado operacional</b>	<b>12.748</b>	<b>-9.867</b>	<b>48.288</b>	<b>74.411</b>	<b>28.045</b>	<b>19.986</b>
Costos financieros	-7.923	-8.125	-10.322	-12.371	-15.520	-10.977
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>15.339</b>	<b>-13.834</b>	<b>37.457</b>	<b>51.084</b>	<b>12.826</b>	<b>9.458</b>
EBITDA	40.134	18.213	83.448	107.825	62.717	46.527

<b>Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS</b>						
<b>MM\$ de cada año</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>sept-24</b>
Activos corrientes	161.257	137.735	226.797	305.584	282.821	272.014
Activos no corrientes	305.384	303.906	327.177	371.591	391.071	409.224
<b>Total activos</b>	<b>466.640</b>	<b>441.641</b>	<b>553.975</b>	<b>677.175</b>	<b>673.893</b>	<b>681.238</b>
Pasivos corrientes	98.208	94.025	159.145	218.275	190.129	170.312
Pasivos no corrientes	244.124	235.922	267.129	299.056	314.741	321.601
<b>Total pasivos</b>	<b>342.332</b>	<b>329.947</b>	<b>426.275</b>	<b>517.331</b>	<b>504.869</b>	<b>491.913</b>
Patrimonio	124.308	111.694	127.700	159.844	169.023	189.325
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>466.640</b>	<b>441.641</b>	<b>553.975</b>	<b>677.175</b>	<b>673.893</b>	<b>681.238</b>
Deuda financiera	249.332	249.860	281.423	329.164	347.711	339.116

# 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 empresas 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 Petrobras (en proceso de cambio a la marca Aramco), Lubrax, Chevron, Spacio1 (en proceso de cambio a aStop) en sus distintos segmentos. Dentro de sus tres líneas de negocios, el más importante, en términos de flujos, es el segmento de combustibles, el cual hasta septiembre de 2024 concentró cerca del 94,9% de los ingresos y un 88,9% del EBITDA, seguido por tiendas de conveniencia, y por último el segmento de lubricantes.

Entre enero y septiembre de 2024, la empresa generó ingresos por \$ 1.758.579 y un EBITDA de \$ 46.527 millones. Por su parte, la deuda financiera alcanzó \$ 339.116 millones, siendo la mayor parte pasivos por arrendamiento, efecto de lo intensivo de la industria en el uso de terrenos y locales para estaciones de servicio y tiendas de conveniencia. Durante 2023, la empresa generó ingresos por \$ 2.323.785 millones, con un EBITDA de \$ 46.527 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 de uso casi imprescindible, 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 evalúa positivamente la posición competitiva de la compañía y la capacidad mostrada en los últimos años para mantener su participación de mercado dentro de los segmentos en los que participa.

Adicionalmente, se valora su programa de inversiones, orientado a lograr una mejor y mayor cobertura hacia sus clientes, tanto *retail* como industriales. Además, este programa 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.

La clasificación incorpora como factor favorable los más de 100 años de experiencia de la compañía<sup>1</sup>, operando a través de distintas marcas reconocidas en el mercado, periodo en el cual ha presentado un crecimiento consistente en sus operaciones.

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 ubicaciones estratégicas para el

---

<sup>1</sup> Anteriormente operaba con el nombre de Esso Chile.

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. 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 compañía considerando que la mayor parte del flujo lo explica el segmento combustible, aunque se valora positivamente que en los últimos periodos 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.

Adicionalmente, la compañía 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 al sector. 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.

Finalmente, se considera la existencia de riesgo de refinanciamiento, considerando que el Flujo de Caja de Largo Plazo estimado por **Humphreys**, no alcanzaría por sí mismo a cubrir los vencimientos de 2030, quedando sujeto a las condiciones de la economía y la compañía al momento del refinanciamiento.

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 ESG<sup>2</sup>, la compañía 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), el cual ha continuado publicándose anualmente, utilizando el estándar *Global Reporting Initiative* (en adelante se trabajará con memoria integrada). Cabe mencionar que la compañía cuenta con un área dedicada a la sostenibilidad, y con la incorporación del nuevo controlador, se estarán implementando estándares globales en esta área.

---

<sup>2</sup> 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.
- Riesgo de refinanciamiento.

## Hechos recientes

### Resultados septiembre 2024

En términos nominales, entre enero y septiembre de 2024, los ingresos alcanzaron \$ 1.758.579 millones, lo que representa un aumento de 1,4% respecto de igual periodo de 2023, principalmente explicado por mayor venta en todos sus segmentos, especialmente de combustibles (alza en precio promedio, compensado en parte por menores volúmenes).

El costo de venta finalizó en \$ 1.596.034 millones, manteniéndose estable con respecto al año anterior.

Por su parte, los gastos de administración (incluyendo los costos de distribución) alcanzaron los \$ 154.195 millones, un 12,7% superior al año anterior (alza explicada en mayor medida por gastos por remuneraciones y comisiones de venta) y representando un 8,8% de los ingresos (7,9% en igual periodo de 2023).

A partir de los elementos anteriores, el EBITDA exhibió un incremento de 14,1%, alcanzando los \$ 46.527 millones en 2024.

Considerando las variaciones mencionadas (sin grandes fluctuaciones en las partidas no operacionales), el resultado del ejercicio se incrementó en 50,3%, alcanzando los \$ 9.458 millones en septiembre de 2024.

De la base de \$ 681.238 millones en activos, \$ 491.913 millones se financiaron con pasivos y \$ 189.325

millones con patrimonio. Por su parte, la deuda financiera de la empresa cerró en \$ 339.116 millones.

## Resultados 2023

En términos nominales, durante 2023, los ingresos alcanzaron \$ 2.323.785 millones, lo que representa un aumento de 3,9% respecto 2022, principalmente explicado por mayor venta en todos los segmentos (especialmente de combustibles) exceptuando lubricantes, debido a un incremento en el precio promedio, compensado en parte por menores volúmenes.

El costo de venta finalizó en \$ 2.124.895 millones, incrementándose 5,8% con respecto al año anterior exhibiendo un alza en todos sus segmentos (especialmente de combustible), exceptuando lubricantes.

Por su parte, los gastos de administración (incluyendo los costos de distribución) alcanzaron los \$ 185.549 millones, un 10,4% superior al año anterior (alza explicada en mayor medida por gastos por remuneraciones y comisiones de venta) y representando un 8,0% de los ingresos (7,5% en 2022).

A partir de los elementos anteriores, el EBITDA exhibió una caída de 41,8% alcanzando los \$ 62.717 millones (caída en los volúmenes de venta, e impacto negativo de la baja en los precios en los márgenes de combustible, generando un desfavorable efecto en la revalorización de los inventarios).

A partir de las variaciones mencionadas, sumado a incremento en otras pérdidas y a los costos financieros (compensado en parte por caídas de resultados por unidad de reajuste y diferencias de cambio menos negativas) el resultado del ejercicio se contrajo 74,9%, alcanzando los \$ 12.826 millones en 2023.

De la base de \$ 673.893 millones en activos, \$ 504.869 millones se financiaron con pasivos y \$ 169.023 millones con patrimonio. Por su parte, la deuda financiera de la empresa cerró en \$ 347.711 millones.

## Eventos recientes

El 15 de septiembre de 2023 **Esmax** informó mediante Hecho Esencial que su único accionista había celebrado un contrato de compraventa de acciones con Aramco Overseas Companu B.V. ("Aramco"), para la transferencia a éste del 100% de las acciones suscritas y pagadas en que se dividía el capital de **Esmax**. De esta manera, habiéndose cumplido las condiciones a que se encontraba sujeta la transacción en marzo de 2024 se materializó la compraventa de las acciones de la compañía por parte del vendedor a Aramco.

El 4 de enero de 2017 **Esmax** celebró un contrato con Petróleo Brasileiro S.A. para el uso de las marcas Petrobras, Spacio 1 y marcas anexas a Petrobras, durante 8 años. Posteriormente, el 25 de julio de 2024 se extendió el uso de la marca de Petrobras Chile por parte de **Esmax**, la extensión comenzaría el 3 de enero de 2025 hasta el 31 de diciembre de 2025. Actualmente la empresa está en proceso de cambio a la marca Aramco y aStop. Por otro lado, la empresa mantiene licencia de Lubrax desde el 4 de enero de 2017, la que fue renegociada y terminaría el 4 de enero de 2033.

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría AA

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de 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.

### 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:** La empresa se desenvuelve principalmente en el sector de combustibles líquidos derivados del petróleo, bien de uso casi imprescindible, 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.

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 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 13,6%<sup>3</sup> de participación de mercado. Además, se considera el impacto del cambio de marca a Aramco, así como los beneficios que podría traer consigo la renovación de la imagen corporativa.

Adicionalmente, la compañía participa en el negocio de tiendas de conveniencia, a través de la marca "Spacio1" y "aStop" (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 Aramco Overseas Company B.V. ("Aramco"), filial de Saudi Aramco, compañía petrolera estatal de Arabia Saudita. Cabe mencionar que 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. Cabe mencionar que, según información de los estados financieros a septiembre

<sup>3</sup> Segundo los últimos estados financieros trimestrales.

2024 para sus operaciones, dispone de 299 estaciones de servicio y una planta de lubricantes. Además de una infraestructura que le permiten la participación en aeropuertos y la operación en terminales de recepción y almacenamiento.

**Diversificación de clientes e incobrabilidad:** La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes, considerando que cerca del 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 3,1% 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 totales de la compañía<sup>4</sup>.

## 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 2024 (últimos doce meses terminados en septiembre) cerca del 94,9% de los ingresos fueron explicados por la venta de combustibles (y un 89,2% del EBITDA ese mismo año). Con todo, como atenuante destacan los 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 8,2% del EBITDA en 2024 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.

No obstante, la compañía 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

<sup>4</sup> Según información proporcionada por la compañía.

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 compañía se relaciona con el combustible (88,9% del EBITDA acumulado a septiembre de 2024 corresponde a este segmento), y frente a problemas de suministro, *shocks* de costos, o bajas en la demanda, tal como ocurrió en 2020, los resultados 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.

**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 2023 representó aproximadamente un 28,6% del total de ventas, y las tres regiones principales representaron un 49,6%. 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**, según información de los últimos estados financieros, corresponde a cerca del 70% de su abastecimiento del segmento combustible, 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 camiones<sup>5</sup>, 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 28,6% del total de ventas (2023); 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>5</sup> Servicio tercerizado.

**Riesgo de refinanciamiento:** Al analizar el calendario de pagos de la compañía, se observa que en 2030 se tienen vencimientos elevados en relación con la capacidad actual de generación de flujos anuales, presentándose el riesgo de refinanciamiento para ese año. En consecuencia, la posibilidad de refinanciamiento queda sujeta a las condiciones de mercado y de la economía en esa fecha.

De esta manera, el Flujo de Caja de Largo Plazo actual (sin considerar crecimiento a futuro) estimado por **Humphreys** asciende a \$ 78.563 millones, mientras que el bono y los arrendamientos ascienden a \$ 74.036 millones y \$ 21.905 millones<sup>6</sup>.

## 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 marcas Petrobras (en proceso de cambio a la marca Aramco), Lubrax, Chevron, Spacio1 (en proceso de cambio a aStop) 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 las marcas Spacio1 y aStop tanto en las estaciones de servicio Petrobras y Aramco como en ubicaciones *stand alone*.

A la fecha el principal controlador de la compañía es Aramco Overseas Company B.V. ("Aramco"), filial de Saudi Aramco, compañía petrolera estatal de Arabia Saudita.

### 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 94,9% en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024, seguido de tiendas por conveniencia con un 3,9% y el resto se explica por lubricantes.

Por otro lado, como se aprecia en la Ilustración 2, combustibles explica 89,2% del EBITDA, tiendas un 8,2% y lubricantes el resto (últimos doce meses terminados en septiembre de 2024).

<sup>6</sup> Aproximación en base a información del estado financiero.

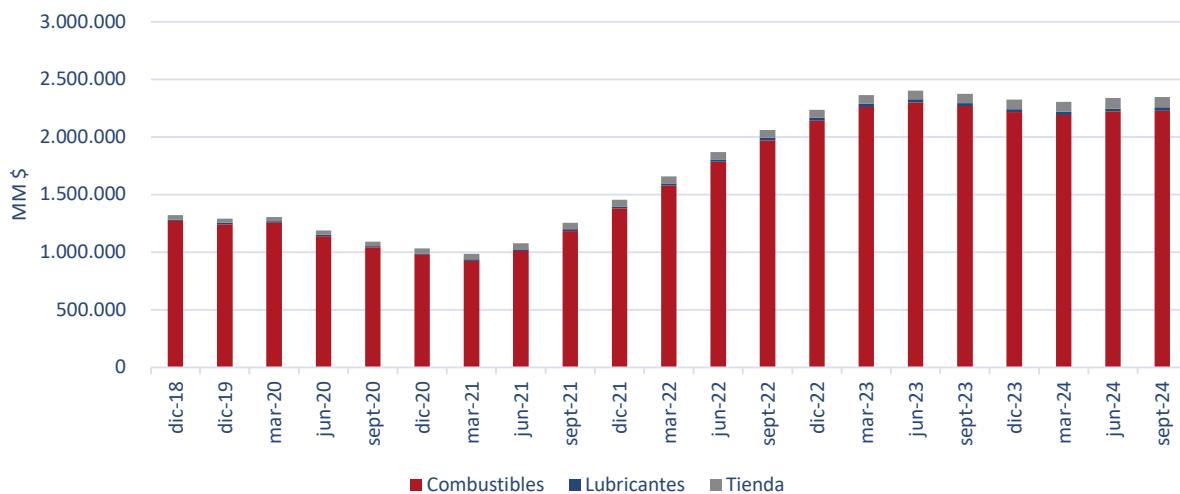


Ilustración 1: Estructura ingresos (valores anualizados)

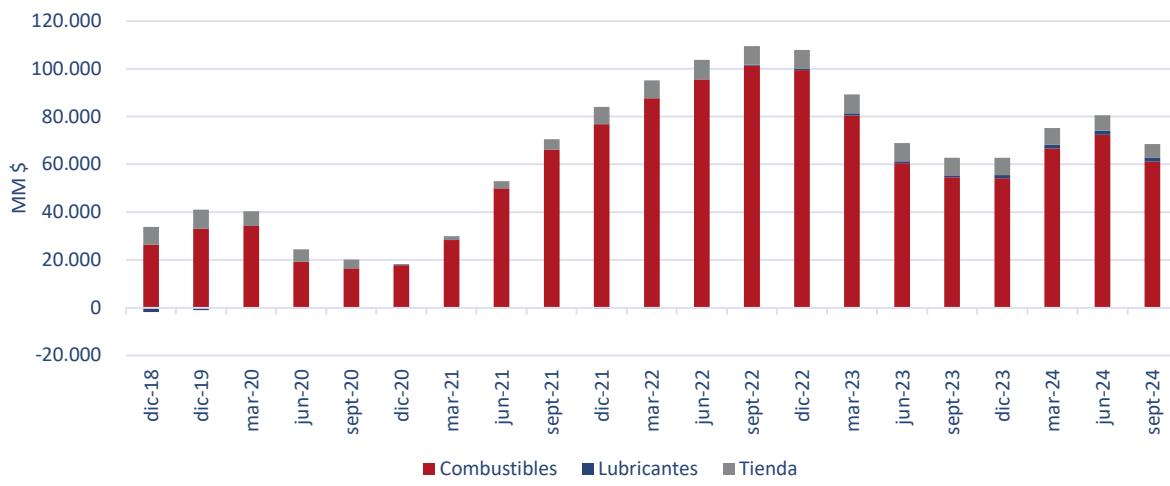


Ilustración 2: Estructura EBITDA (valores anualizados)

## 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 la marca Petrobras y en proceso de cambio a la marca Aramco, 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 2023 a través de sus 299 de estaciones de servicio, y a clientes industriales, que componen el 49% restante.

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 camiones, 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, en términos nominales, los ingresos han exhibido mayores niveles entre 2022 y 2024 (últimos doce meses terminados en septiembre de 2024) debido principalmente a un incremento en el nivel de precio promedio.

Por su parte, en términos nominales, el EBITDA exhibió su *peak* en 2022, y presentó una fuerte contracción en 2023 con cierta recuperación en 2024. Al respecto, los incrementos de 2021 y 2022 responden a mayor nivel de resultado bruto a partir de mayor nivel de precio promedio y volumen, mientras que la baja de 2023 responde a menor resultado bruto por mayor nivel de costo de ventas dada la baja en los precios que generó un efecto desfavorable en la revalorización de los inventarios, a lo que se sumó una caída en los volúmenes de venta. En lo más reciente, el EBITDA presentó un repunte, a partir de una baja en los costos de venta y mayor resultado bruto.

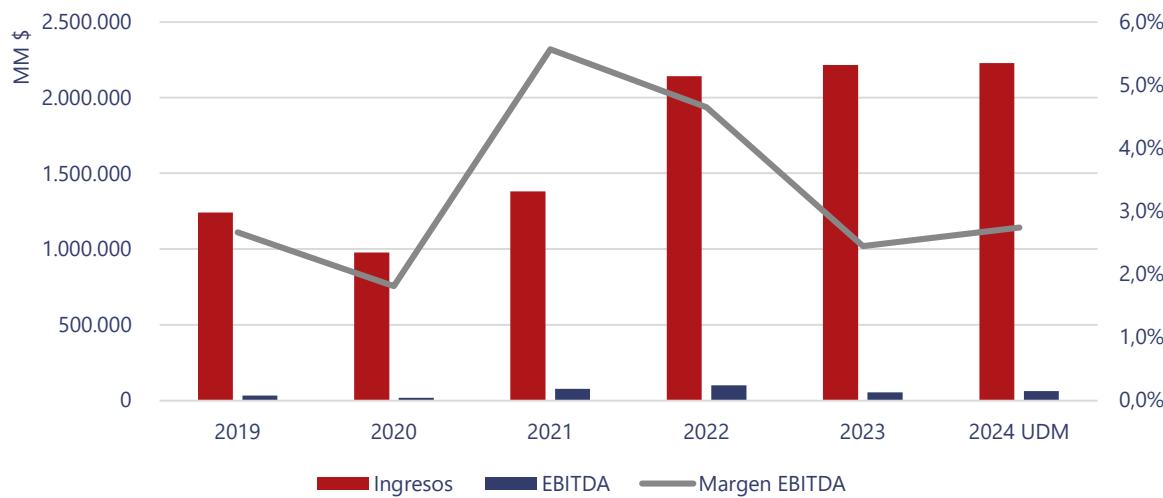


Ilustración 3: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA combustibles

## Tiendas de conveniencia

La compañía participa en el negocio de tiendas de conveniencia que se dedican a comercializar una amplia variedad de productos de consumo masivo (principalmente alimentos), operando bajo la marca "Spacio 1" y "aStop", tanto en las estaciones de servicio Petrobras como en ubicaciones *stand alone*. A septiembre de 2024, cuenta con 165 locales, con presencia en todas las regiones del país.

Actualmente, esta línea de negocio es la segunda en términos de flujos para la compañía. Cabe mencionar, que en términos nominales, los ingresos han exhibido fuertes incrementos producto de la implementación de iniciativas de adaptación y potenciamiento del negocio (crecimiento de red de tiendas, cambios de imagen, infraestructura y *layouts* de los locales, rediseño del modelo de operación de la cadena de tiendas y diversificación de la oferta de productos).

Sin embargo, en términos nominales, el EBITDA se ha mantenido fluctuando en torno a los \$ 7.158 millones, con una fuerte caída en 2020 (incremento en los gastos de administración debido a gastos excepcionales como medidas de protección para contener la pandemia; apertura de nuevos puntos de venta que se tradujeron en gastos de puesta en marcha específicos del ejercicio y cambio de criterio en la distribución de los gastos por segmentos), una recuperación en 2021, y nuevas bajas en 2023 y 2024 (UDM). Cabe mencionar, que las contracciones de 2023 y 2024 responden a mayor nivel de gastos de administración.

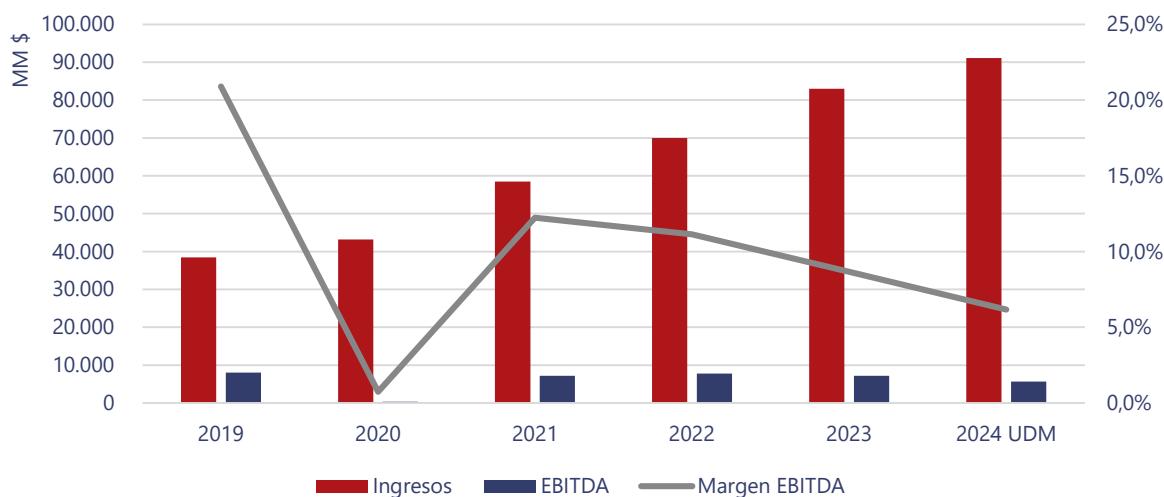


Ilustración 4: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA tiendas

## Lubricantes

La compañía comercializa diferentes marcas de lubricantes, siendo licenciataria de Lubrax y distribuidor de Chevron y Valvoline en Chile, y sus ventas están orientadas a vehículos livianos y pesados. Además del sector automotriz, los productos son utilizados por diversos sectores, incluyendo el industrial, minero, ferroviario y marítimo.

**Esmax** cuenta con una planta propia, ubicada en la comuna de Maipú, la cual tiene una capacidad de producción de aproximadamente 15 mil metros cúbicos anuales a través de 5 líneas de producción y envasado, que incluyen aceites para motores a gasolina y diésel, aceites para transmisiones, aceites hidráulicos, aceites industriales, grasas, FLUA (solución que reduce las emisiones de NOx en vehículos diésel), aguas desmineralizadas y anticongelantes.

En términos nominales, los ingresos exhibieron un fuerte incremento en 2022, manteniendo niveles similares en los siguientes períodos. Lo anterior se explica principalmente por un mayor nivel de precio promedio.

El EBITDA por su parte ha exhibido un comportamiento más volátil, exhibiendo alzas desde 2022 a la fecha que se explican por mayor nivel de resultado bruto.

Cabe mencionar, que este segmento de negocio ha exhibido resultados favorables en el tiempo, con recurrentes crecimientos en los márgenes, a partir de la incorporación de nuevos clientes y productos.

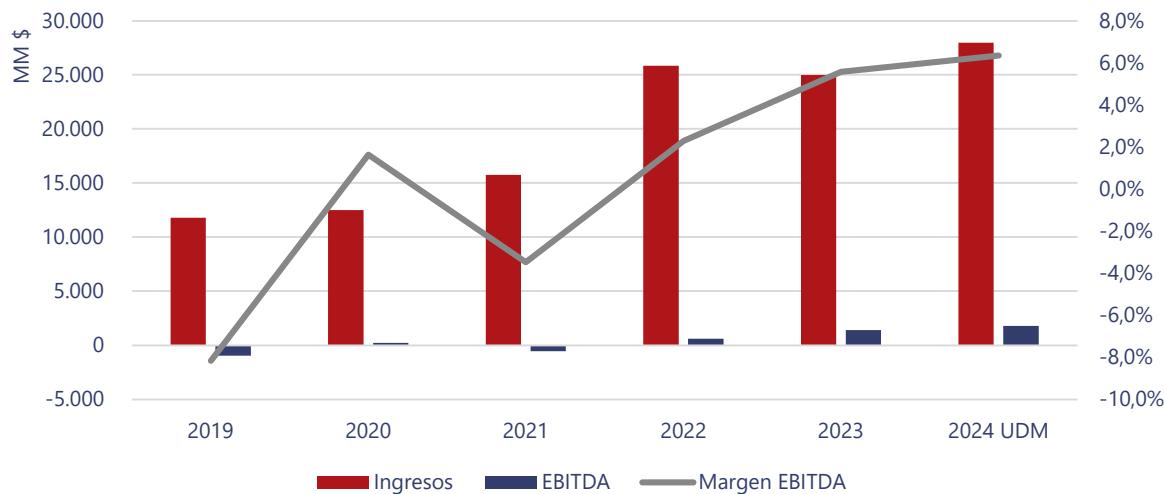


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA lubricantes

## Análisis financiero<sup>7</sup>

### Evolución de ingresos, flujo operacional y EBITDA

En términos reales, los ingresos de **Esmax** exhibieron incrementos en 2021 y 2022, que se explica principalmente por alzas en el precio del combustible 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 en 2023 y los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024, se exhibieron contracciones que se explican por menores volúmenes de combustible y de lubricantes.

Por otro lado, el EBITDA exhibió incrementos relevantes en 2021 y 2022 ante alzas 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 debido a disminuciones en el precio de mercado del combustible, lo que tuvo un efecto negativo sobre la valorización de inventarios, traduciéndose en menor margen bruto. Por su parte, el negocio de tiendas de conveniencia también experimentó una disminución debido al aumento de costos (principalmente por presiones inflacionarias, implementación de la Ley de 40 horas, alzas en el sueldo mínimo, entre otros). Además, las nuevas aperturas requieren un periodo de maduración para alcanzar niveles de venta más altos, lo que conlleva gastos adicionales, como sueldos y arriendos, que aún

<sup>7</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período y para variables de flujo los resultados trimestrales se presentan anualizados.

no se han visto compensados por los ingresos generados. Lo anterior se vio compensado en parte por mejor desempeño del segmento lubricantes que ha exhibido alzas recurrentes en su EBITDA.

En los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024, el EBITDA exhibió cierta recuperación a partir de mejoras en la ganancia bruta de todos los negocios (combustible presentó mejoras en los márgenes de los negocios B2B), compensado en parte por aumentos en los gastos de administración de sus negocios (combustible y lubricantes lograron incrementar su EBITDA, mientras que el segmento tienda exhibió una caída).

De esta manera, el margen EBITDA que alcanzó 5,7% en 2021, exhibió caídas hasta alcanzar en su punto más bajo en 2023 con un 2,7%. No obstante, en 2024 se percibió un leve repunte al alcanzar 2,9%.

El flujo de actividades operacionales alcanzó su punto máximo en 2022, con un total de \$74.135 millones. Sin embargo, a partir de ahí, comenzó a registrar caídas, alcanzando los \$40.465 millones en los últimos doce meses finalizados en septiembre de 2024. Al respecto, las menores cifras de 2023 se debieron a la disminución de los flujos en el negocio de combustibles, aunque este descenso fue parcialmente compensado por alzas en los segmentos de tiendas y lubricantes. No obstante, la situación empeoró en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2024, debido a la contracción del segmento de tiendas. Este conjunto de factores resultó en menores cobros provenientes de las ventas de bienes y servicios, mayores pagos a empleados y un incremento en los impuestos pagados.

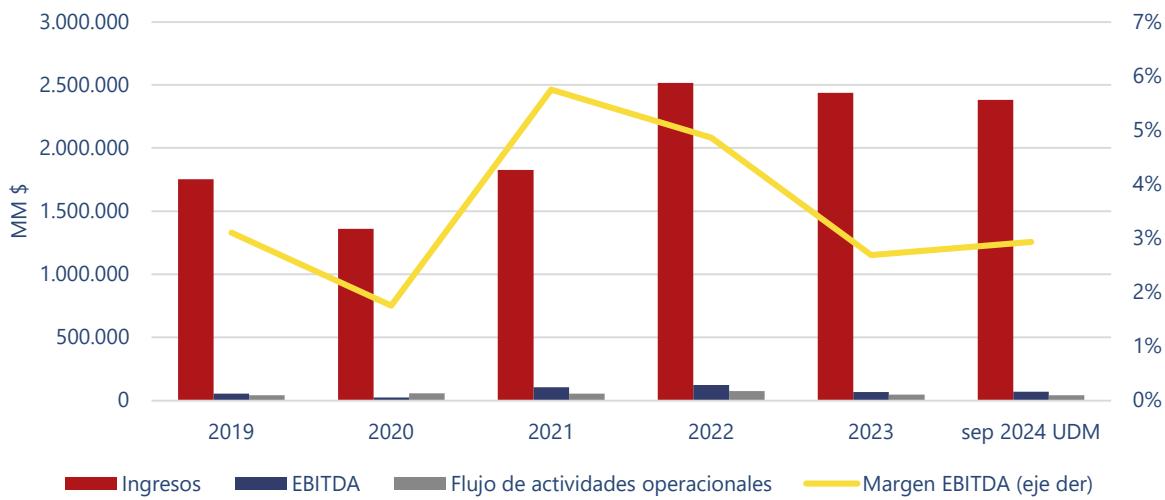


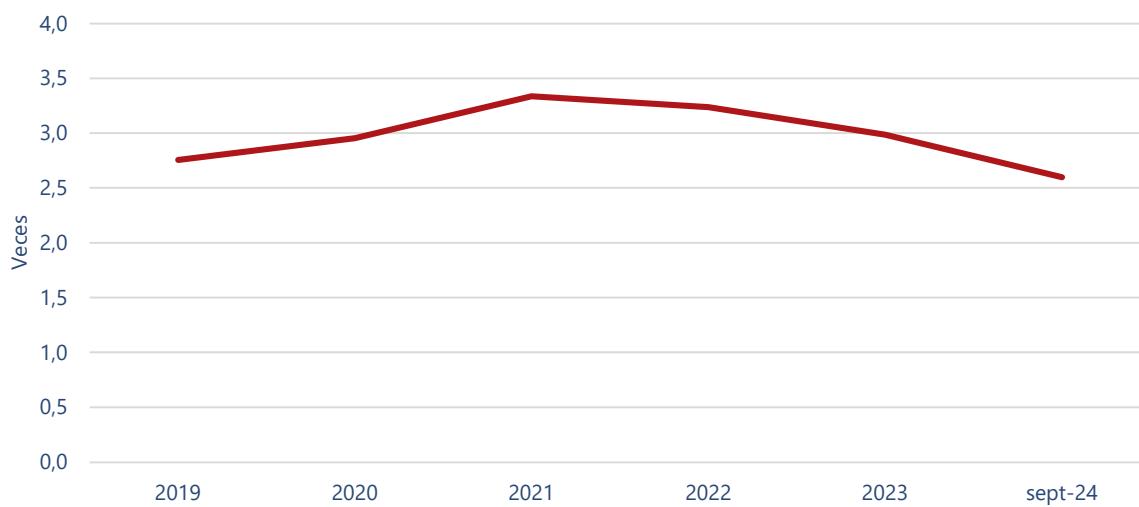
Ilustración 6: Evolución de los ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

## Evolución del endeudamiento

El *leverage* (medido como pasivo exigible sobre patrimonio) exhibió incrementos en 2020 y 2021. El alza de 2020 se explica por resultados desfavorables lo que perjudicó al patrimonio de la compañía (compensado en parte con menores pasivos totales), mientras que en 2021 el *ratio* alcanzó su *peak* de 3,3 veces, dado que crecieron fuertemente los pasivos financieros de largo plazo (reestructuración de pasivos financieros que se llevó a cabo mediante la colocación de un bono corporativo en el mercado local, que consideró también fondos para cubrir las inversiones de 2021), así como las cuentas por pagar

(principalmente a proveedores) debido a una mayor compra de combustible y mayor plazo de pago a proveedores por importación.

Posteriormente, el leverage exhibió caídas hasta alcanzar su nivel más bajo en septiembre de 2024 de 2,6 veces. Estas disminuciones responden a recurrentes incrementos en los niveles de patrimonio por resultados favorables, lo cual se vio reforzado por menores niveles de pasivos en 2023 y 2024 (a partir de la amortización de deuda de corto plazo y menores niveles de cuentas por pagar por la caída en los precios del combustible).



*Ilustración 7: Pasivo exigible sobre patrimonio*

En términos reales, en el periodo de evaluación la deuda financiera ha exhibido una leve tendencia al alza, con una caída en 2024, que se debe al pago de la deuda de corto plazo por un monto de \$17.000 millones.

Por su parte, los indicadores deuda financiera sobre EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo alcanzaron su *peak* en 2020 con 13,6 y 7,4 veces, respectivamente producto de la fuerte caída en los flujos (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, producto de la caída en los flujos en los períodos posteriores, ambos indicadores alcanzaron las 4,9 veces en 2024.

Cabe mencionar, que si se ajusta la deuda financiera sobre FCLP, sustrayendo de su cálculo la rentabilidad de 2020<sup>8</sup> (pandemia) y descontando de la deuda el monto a recibir por concepto de *swap* de flujo de efectivo para cubrir el pasivo de largo plazo constituido por las obligaciones procedentes de los contratos

<sup>8</sup> el FCLP utiliza un promedio de la rentabilidad anual de los activos de los últimos cinco años para su cálculo.

de arrendamientos y obligaciones con el público (bono) denominados en UF (\$ 22.383 millones), el indicador alcanza las 4,0 veces.

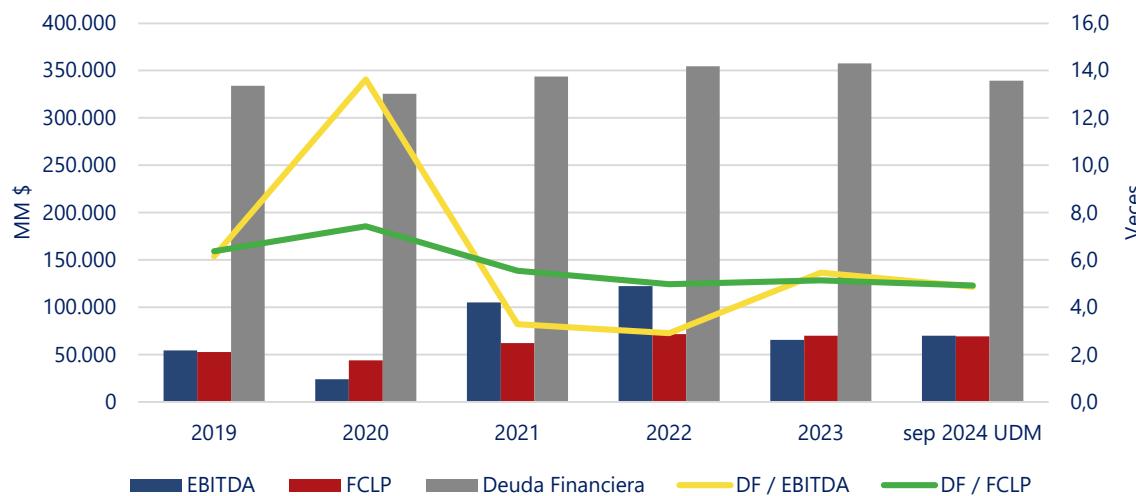


Ilustración 8: Deuda Financiera, EBITDA y FCLP

A septiembre de 2024, un 77,9% de la deuda financiera corresponde a pasivos por arrendamientos (y un 21,9% corresponde a obligaciones con el público) efecto de lo intensivo de la industria en el uso de terrenos.

En general los vencimientos son inferiores al Flujo de caja de Largo Plazo estimado por **Humphreys** (flujo actual, sin crecimiento) a excepción de 2030, considerando que el flujo esperado asciende a \$ 78.563 millones, mientras que el bono y los arrendamientos ascienden a \$ 74.036 millones, \$ 21.905 millones<sup>9</sup>, respectivamente.

Cabe mencionar, que a la fecha la entidad cuenta con un inventario de \$ 115.112 millones (en su mayoría combustibles), una caja de \$ 29.330 millones y el monto a recibir por concepto de *swap* de flujo de efectivo para cubrir el pasivo de largo plazo constituido por las obligaciones procedentes de los contratos de arrendamientos y obligaciones con el público denominados en UF, alcanza los \$ 22.383 millones.

<sup>9</sup> Aproximación en base a información del estado financiero.

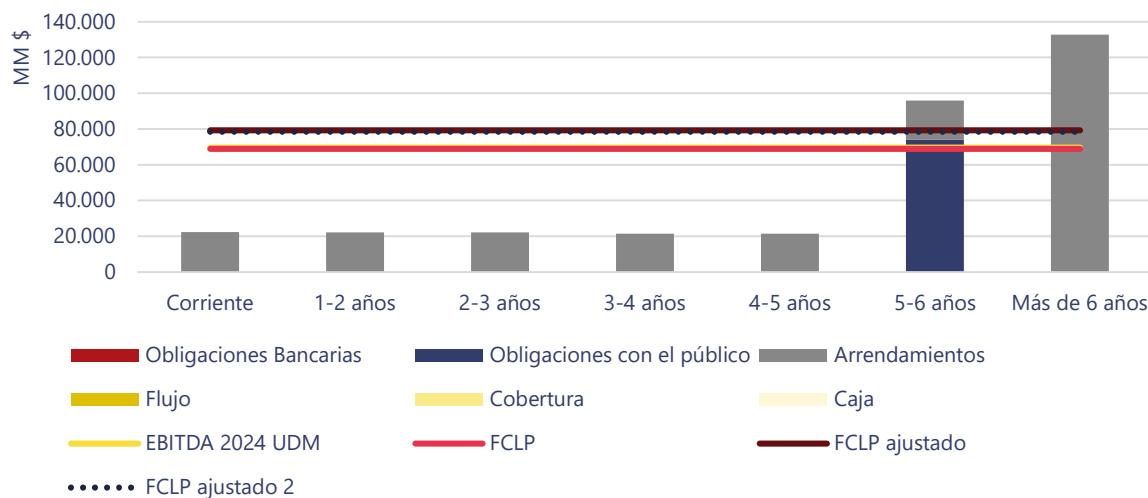


Ilustración 9: Perfil de vencimientos

## Evolución de la liquidez

El *ratio de liquidez de Esmax* (activos corrientes sobre pasivos corrientes), se ha ubicado sobre la unidad de forma persistente, exhibiendo incrementos en 2023 y 2024 hasta alcanzar las 1,6 veces por concepto de la amortización de deuda de corto plazo y menor nivel de cuentas por pagar (explicado anteriormente).

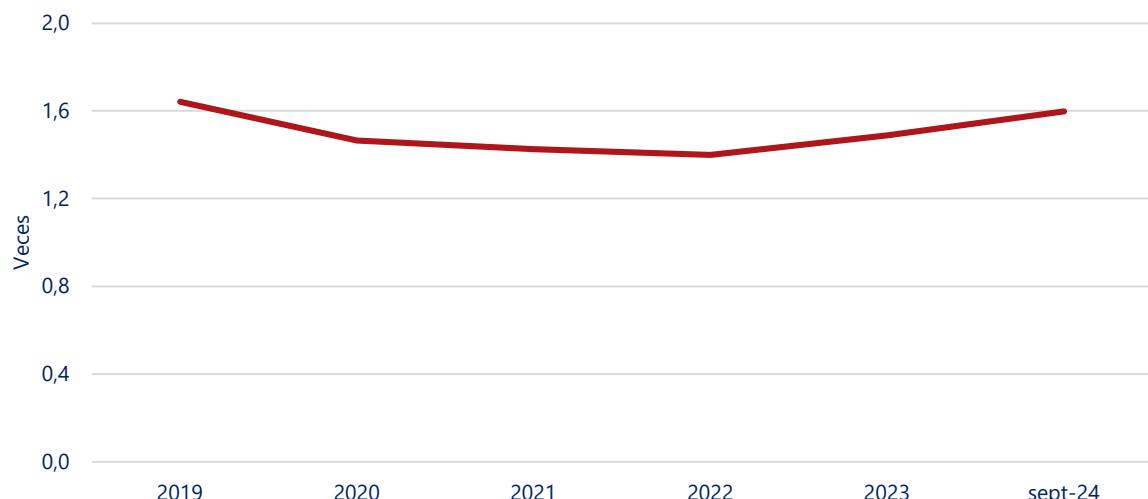


Ilustración 10: Evolución liquidez

## Evolución de la rentabilidad<sup>10</sup>

Los indicadores de rentabilidad han tenido un comportamiento similar durante el período de estudio, con una importante caída en 2020 (pérdidas netas, principalmente por menor margen bruto), incrementos en 2021 y 2022 (ambos explicados principalmente ante el fuerte incremento en resultado bruto) y una caída en 2023, con un leve repunte en 2024 (en ambos años se percibieron menores niveles de resultado bruto y mayores gastos de administración y costos financieros en relación a 2022) apalancada en mejoras en la ganancia bruta, aunque manteniéndose inferior a 2022.

De esta manera, en 2024 los indicadores de rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional alcanzaron 2,3%, 9,1% y 8,1%, respectivamente (1,9%, 7,7% y 6,9%, respectivamente, en 2023).

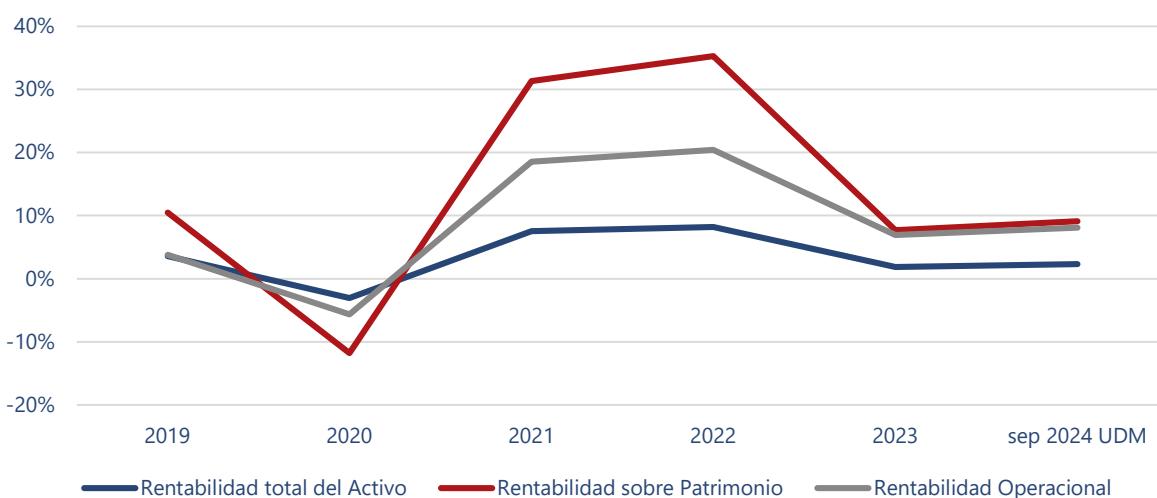


Ilustración 11: Evolución de la rentabilidad

## Covenants financieros

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

	Límite	sept 2024
Razón de endeudamiento	Igual o menor a 1,5 veces	0,24 veces
Patrimonio mínimo	Mayor o igual a \$ 85.000 millones	M\$189.324.525

<sup>10</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.

## Ratios financieros<sup>11</sup>

Ratios de liquidez	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Liquidez (veces)	1,13	1,15	1,16	1,13	1,11	1,12
Razón Circulante (Veces)	1,64	1,46	1,43	1,40	1,49	1,60
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,63	1,46	1,42	1,40	1,48	1,60
Razón Ácida (veces)	1,15	1,04	0,90	0,95	1,01	0,92
Rotación de Inventarios (veces)	25,12	20,23	20,37	21,53	22,14	18,29
Promedio Días de Inventarios (días)	14,53	18,04	17,92	16,95	16,48	19,95
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	15,84	18,84	14,16	16,87	17,35	20,35
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	23,04	19,37	25,78	21,64	21,04	17,94
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	15,82	13,88	9,96	11,95	14,84	15,11
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	23,07	26,30	36,66	30,55	24,60	24,15
Diferencia de Días (días)	0,03	6,93	10,88	8,91	3,56	6,21
Ciclo Económico (días)	-14,50	-11,12	-7,04	-8,05	-12,92	-13,74

Ratios de endeudamiento	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Endeudamiento (veces)	0,73	0,75	0,77	0,76	0,75	0,72
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,75	2,95	3,34	3,24	2,99	2,60
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,40	0,40	0,60	0,73	0,60	0,53
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	6,14	13,63	3,27	2,90	5,46	4,86
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,16	0,07	0,31	0,34	0,18	0,21
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	72,83%	75,73%	66,02%	63,63%	68,87%	68,94%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,55%	0,03%	0,05%	0,04%	0,02%	0,00%
Veces que se gana el Interés (veces)	0,59	-2,37	4,44	4,92	0,71	1,00

Ratios de rentabilidad	2019	2020	2021	2022	2023	sept-24
Margen Bruto (%)	8,95%	9,84%	11,84%	10,24%	8,54%	9,41%
Margen Neto (%)	1,18%	-1,35%	2,58%	2,30%	0,55%	0,69%
Rotación del Activo (%)	280,40%	236,20%	269,91%	344,79%	351,64%	349,62%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,77%	-3,25%	8,02%	8,56%	1,91%	2,39%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,56%	-3,05%	7,54%	8,24%	1,87%	2,33%
Inversión de Capital (%)	73,30%	79,55%	70,40%	59,65%	57,83%	57,05%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	20,75	23,87	22,10	26,74	25,56	23,42
Rentabilidad Operacional (%)	3,79%	-5,64%	18,55%	20,46%	6,91%	8,12%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	10,48%	-11,74%	31,30%	35,31%	7,70%	9,09%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	88,85%	87,09%	85,87%	88,23%	89,93%	89,03%

11 Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período y para variables de flujo los resultados trimestrales se presentan anualizados.

Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	91,05%	90,16%	88,16%	89,76%	91,46%	90,59%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	7,87%	10,45%	8,40%	6,28%	6,73%	7,33%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	8,04%	-11,44%	41,97%	51,05%	16,45%	17,99%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	3,10%	1,76%	5,75%	4,86%	2,69%	2,93%

*"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."*