



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Esmax Distribución SpA

Primera Clasificación del Emisor y sus valores

ANALISTAS:
Antonio González G.
Carlos García B.
antonio.gonzalez@humphreys.cl
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Enero 2022

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 2021

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				
M\$ de cada año	2018	2019	2020	sept 2021
Ingresos totales	1.322.210.990	1.292.055.341	1.032.238.134	992.591.661
Costo de ventas	-1.204.573.045	-1.176.320.009	-930.558.240	-871.159.709
Ganancia bruta	117.637.945	115.735.332	101.679.894	121.431.952
Gastos de administración ¹	-109.224.761	-116.142.141	-122.950.681	-99.208.470
Resultado operacional	8.413.184	-406.809	-21.270.787	22.223.482
Costos financieros	-5.622.475	-7.922.721	-8.125.231	-7.403.690
Utilidad del ejercicio	11.557.096	15.338.626	-13.833.781	27.459.616
EBITDA	31.962.705	40.134.478	18.212.894	59.880.959

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

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS				
M\$ de cada año	2018	2019	2020	sept 2021
Activos corrientes	171.077.909	161.256.652	137.734.727	197.564.142
Activos no corrientes	214.614.536	305.383.742	303.906.266	316.466.486
Total activos	385.692.445	466.640.394	441.640.993	514.030.628
Pasivos corrientes	95.212.205	98.207.980	94.025.487	122.780.531
Pasivos no corrientes	125.847.094	244.124.404	235.921.578	259.456.293
Total pasivos	221.059.299	342.332.384	329.947.065	382.236.824
Patrimonio	164.633.146	124.308.010	111.693.928	131.793.804
Total patrimonio y pasivos	385.692.445	466.640.394	441.640.993	514.030.628
Deuda financiera ²	103.606.835	249.332.131	249.859.602	268.479.736

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, con presencia a lo largo de todo el país. Opera con las licencias de las marcas Petrobras y Lubrax. Adicionalmente está presente en el negocio de tiendas de conveniencia, a través de la licencia Petrobras con la marca Spacio1, propiedad de Petrobras. 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 80%³ del EBITDA, seguido por tiendas de conveniencia, con un 4% de los ingresos y un 20% del EBITDA; y por último el segmento de lubricantes, con un 1% y ±2%, respectivamente.

Durante 2020, ejercicio excepcional producto de la pandemia, la empresa generó ingresos por \$ 1.032.238 millones. El EBITDA de la compañía fue de aproximadamente \$ 18.213 millones. Por su parte, la deuda financiera llegaba a \$ 249.860 millones. De ella, un 19% corresponde a obligaciones por créditos y 81% a pasivos por arrendamiento, efecto de lo intensiva de la industria en el uso de terrenos. A septiembre de 2021, la compañía mantenía una deuda financiera igual a \$ 268.480 millones, la cual incluye la colocación del bono corporativo por 2 millones de UF, sus ingresos fueron de \$ 992.592 millones y generó un EBITDA de \$ 59.881 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. Según datos de la SEC, desde el año 2014 las ventas de combustibles han mostrado una tendencia al alza, sustentado además por el crecimiento del parque automotriz en el país.

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 13%; por su parte, en el negocio de

² 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".

³ Promedio de los últimos 2 años.

tiendas de conveniencia mantiene un posicionamiento cercano al 21%, y en el negocio de lubricantes de un 6%⁴. A su vez, el segmento de ventas industriales (B2B), ha logrado mantener un nivel estable de ventas, con una participación de mercado cerca de un 11%.

También, sin pronunciarse sobre la posibilidad de éxito de la estrategia de crecimiento, se valora positivamente 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 positivos son la atomización de su base de clientes, en donde, ninguno de ellos representa más del 5% de sus ingresos; 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, donde mayoritariamente corresponde a ventas del segmento retail.

Otro elemento que incorpora la clasificación son los más de 80 años de experiencia de la compañía, 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 y sustenta su modelo de negocios en su amplia red de operaciones, 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.

Un atributo que favorece la clasificación de los títulos de deuda son las altas barreras 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 2028, no existen vencimientos y para 2029, cuando se produce el vencimiento del bono *bullet* por \$ 60.177 millones, el nivel de EBITDA actual es suficiente para responder con dicha obligación, no así el FCLP anual el cual requeriría crecer un 3,6% anual para igualar la amortización del *bullet*.

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 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 25% del combustible, comprando el 75% restante del combustible a 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 30% 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.

⁴ Información proporcionada por la compañía en base a datos SEC y Nielsen a diciembre 2020.

Cabe señalar que producto de la crisis provocada por la pandemia, tanto los ingresos como el EBITDA de 2020 se vieron deteriorados. Si bien en 2021 han persistido las restricciones provocadas por la pandemia, de acuerdo con la clasificadora, los efectos sobre el emisor serían menos relevantes que el año anterior, tomando en consideración el proceso de inoculación que se está llevando a cabo en el país y que ya se ha comenzado a retomar los niveles normales de actividad.

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.

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 2020

Durante 2020, los ingresos totales de la empresa llegaron a \$ 1.032.238 millones, lo que representa una disminución de 20,1%, respecto de 2019.

El costo de venta, en 2020, finalizó en \$ 930.558 millones, disminuyendo un 20,9% respecto al año anterior. Esta caída se produjo debido a un menor costo del combustible por una menor demanda y un menor precio del petróleo. Mientras que, los gastos de administración alcanzaron los \$ 122.950 millones un 5,9% superior que el año anterior.

De esta manera, el resultado operacional disminuyó desde un resultado negativo de \$ 407 millones hasta \$ 21.271 millones negativos.

El EBITDA del ejercicio de 2020 fue de \$ 18.213 millones, lo que representa una caída de 54,6% respecto a 2019. La utilidad del ejercicio pasó desde \$ 15.339 millones a un resultado negativo de \$ 13.834 millones.

La deuda financiera de la empresa cerró 2020 en \$ 249.859 millones, lo que significa una leve alza de 0,2%.

Resultados septiembre de 2021

Al tercer trimestre de 2021 los ingresos totales aumentaron en 28,7%, por otra parte, el costo de ventas lo hizo en un 24,2%, en conjunto, conllevaron un incremento de un 73,3% en la ganancia bruta comparado con igual período de 2020. Lo anterior se explica en gran parte por el aumento en los volúmenes de venta, por crecimiento y consumo.

Los costos de distribución y gastos de administración sumaron \$ 99.208 millones, lo que significó un alza de 12,8% con respecto al trimestre acumulado del año pasado. De esta manera, el resultado operacional alcanzó \$ 22.223 millones, lo que implicó un aumento importante respecto de lo registrado en igual fecha de 2020 en donde alcanzó un resultado negativo de \$ 17.856 millones.

En tanto, el EBITDA llegó a \$ 59.881 millones, valor superior a lo obtenido en igual periodo de 2020, influenciado por una recuperación económica. Finalmente, la utilidad del período fue de \$ 27.460 millones.

Definición de categorías 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 2,5% entre 2016 y 2019, salvo en 2020 el cual, debido a las restricciones de movilidad impuestas por las autoridades a raíz de la pandemia, tuvo una disminución en el consumo. 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 Petrobras, más un número no elevado de operadores más pequeños.

Posición y reconocimiento de marca: **Esmax** participa, principalmente, en la venta de combustible operando con el nombre de Petrobras, marca reconocida en el mercado chileno y una de las tres principales en el rubro, posicionamiento reforzado por constantes campaña publicitaria. Todo lo cual se traduce en, aproximadamente, un 13%⁵ 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 deuda⁶: De acuerdo a la estructura actual de pago de sus pasivos financieros, la compañía posee un holgado perfil de vencimientos hasta el año 2029, donde no existen montos a pagar hasta ese año debido al bono *bullet* por \$ 60.177 millones, 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 \$ 71.326 millones en los últimos doce meses, lo que alcanzaría para cubrir el vencimiento del bono en 1,2 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 2021, se dispone de 295 estaciones de servicio y 134 tiendas de conveniencia. Además de una infraestructura que le permiten la participación en 11 aeropuertos y la operación en 11 terminales de recepción y almacenamiento.

Baja concentración de clientes e incobrabilidad: La empresa posee una elevada atomización en su cartera de clientes, considerando que el 55% corresponde al segmento minorista, a los cuales la venta se realiza con pago inmediato; en cuanto al segmento industrial, ningún cliente representa más del 5% 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 95% 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) los

⁵ Información compartida por la compañía (2020).

⁶ Datos anualizados.

que durante 2020 mostraron caídas de 31,1% y 35,8%, respectivamente con respecto al 2019, lo que muestra su alto nivel de variabilidad. 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 30% del total de ventas de combustibles, y las tres regiones principales representaron un 50%. 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 75% de su abastecimiento, importando directamente el 25% restante para satisfacer la demanda, el cual es transportado a los terminales de abastecimiento para luego ser trasladados, a través de una flota de 95 camiones⁷, ya sea, a las estaciones de servicios, industrias 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 30% 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.

⁷ Servicio tercerizado.

Antecedentes generales

La compañía

Esmax, que opera con las licencias de las marcas Petrobras y Lubrax, 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. 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 2020, el principal controlador de la sociedad es Private Equity 1, fondo de inversión cuyo mayor aportante es Southern Cross Group.

Composición de los flujos

La distribución de los ingresos durante los nueve primeros meses del año 2021, en combustibles, lubricantes y tiendas de conveniencia fue de un 94,7%, 1,0% y 4,3%, respectivamente. A diciembre 2020, la cifra era de 95,4%, 1,4% y 3,2% de las ventas, respectivamente.

Ilustración 1
Estructura ingresos
2019 – septiembre 2021



Por su parte, en el mismo orden anterior, a septiembre de 2021 las contribuciones al EBITDA fueron de 91,9%, -0,5% y 8,6%, como se aprecia en el siguiente gráfico:

Ilustración 2
Estructura EBITDA
2019 – septiembre 2021



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 la marca Petrobras, de la cual son licenciatarios, siendo el tercer actor más importante con un 13% 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 295 de estaciones de servicio, y a clientes industriales, que representan el 45% restante, con una infraestructura que le permiten la participación en once aeropuertos y la operación en once terminales de recepción y almacenamiento.

El suministro se realiza principalmente a través de ENAP, cerca del 75% de su abastecimiento, y el 25% restante es importando directamente para satisfacer la demanda, el cual es transportado a los terminales de abastecimiento para luego ser trasladados, a través de una flota de 95 camiones⁸, ya sea a las estaciones de servicios, industrias y/o aeropuertos.

⁸ Servicio tercerizado.

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 de productos.

Tiendas de conveniencia

La compañía participa en el negocio de tiendas de conveniencia a través de una cadena de 134 locales, los cuales operan bajo la licencia de la marca Spacio 1, 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 marzo de 2021 un 3,2% y un 9,9% de los ingresos y del EBITDA de la compañía, respectivamente.

Análisis financiero⁹

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de Esmax abarcando los ejercicios anuales comprendidos entre 2018 y septiembre de 2021.

Evolución de los ingresos y EBITDA

Los ingresos de **Esmax** de los últimos doce meses a septiembre de 2021 fueron de \$ 1.273.062 millones, lo que representa un aumento de 17,9% respecto de al ejercicio del 2020, año que estuvo fuertemente impactado por las medidas sanitarias tomadas a causa de la pandemia, las que, al eliminarse durante el transcurso del 2021, permitieron la recuperación en la actividad económica del país. Por su parte, el EBITDA anualizado a septiembre de 2021 llegó a \$ 71.326 millones y experimentó un aumento de 275% con respecto al ejercicio de 2020, explicado por menores restricciones al movimiento de la población y por el mejor desempeño del plan estratégico de la compañía, en especial durante los últimos meses del 2021. El Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)¹⁰ se situó en \$ 45.383 millones.¹¹

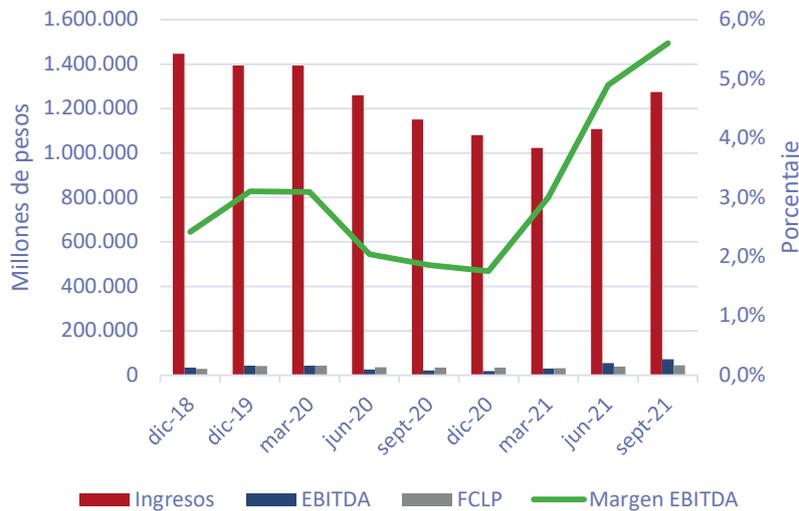
El EBITDA, como porcentaje de los ingresos, ha promediado un 2,9% en los últimos tres años. En lo más reciente, se observa como la compañía comienza a mejorar su rendimiento, lo cual se refleja en un incremento del margen EBITDA, alcanzando a septiembre de 2021 un 5,6%.

⁹ 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.

¹⁰ El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

¹¹ Para una descripción más en detalle de este indicador, véase: <http://www.humphreys.cl/resources/uploads/2015-04/ft-fclp-abril-2015.pdf>.

Ilustración 3
Evolución de los ingresos, Ganancia Bruta, EBITDA y margen EBITDA
 2018 – septiembre 2021



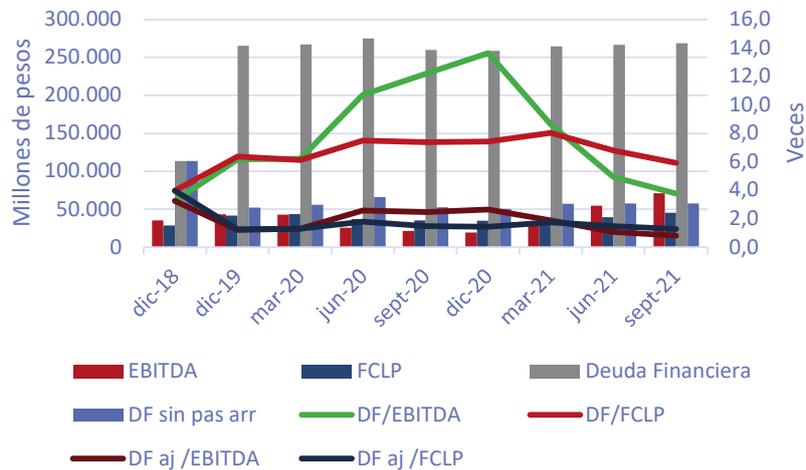
Evolución del endeudamiento financiero

A septiembre de 2021, la deuda financiera de **Esmax** aumentó un 3,8% llegando a \$ 268.480 millones, la que en un 21% corresponde a obligaciones con el público por créditos y el 79%, restante, a pasivos por arrendamientos, efecto de lo intensiva de la industria en el uso de terrenos. Este aumento se destina, principalmente, al financiamiento de la inversión del año 2021. Respecto al incremento de la deuda financiera durante el periodo 2019 se explica, en gran parte, a la implementación de la NIIF 16.

Al eliminar el efecto NIIF 16, se observa en la Ilustración 4, que la deuda financiera en relación al EBITDA disminuyó desde las 2,6 veces en diciembre de 2020 a 0,8 veces en septiembre de 2021, básicamente por un aumento del EBITDA que, producto de la reactivación económica, alcanza niveles más cercanos a su potencialidad, después de verse afectado por la pandemia.

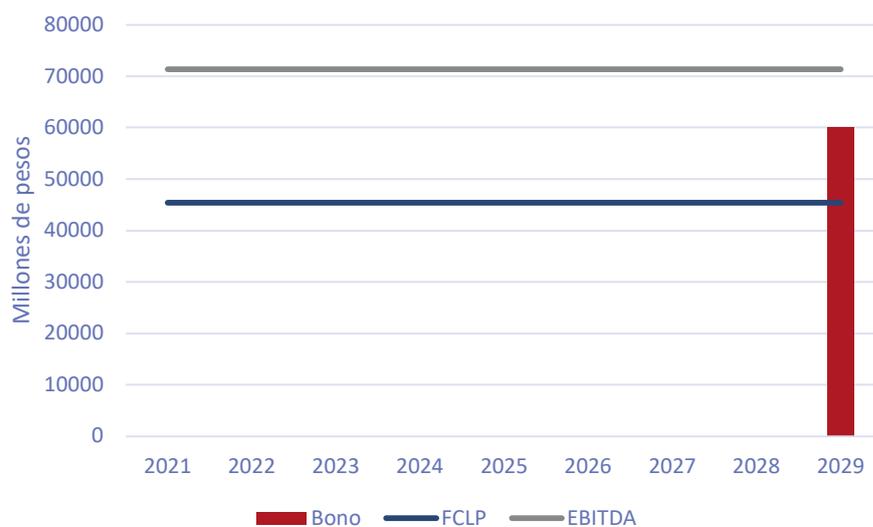
De la misma forma, y en relación al FCLP, el endeudamiento relativo a este indicador cayó desde las 1,4 veces, en diciembre de 2020, a 1,3 veces en septiembre de 2021. Para el cálculo de este indicador se estima una rentabilidad de largo plazo de los activos en base a las rentabilidades pasadas, considerando que el periodo 2020 fue excepcional. Con todo esto es posible aseverar, en opinión de **Humphreys**, que la compañía presenta una buena capacidad de pago.

Ilustración 4
Deuda Financiera, EBITDA y FCLP
2018 – septiembre 2021



La deuda financiera de **Esmax** está estructurada con un bono *bullet*, el cual presenta un vencimiento inferior a los flujos esperados para la compañía, al menos si se toma como referencia el último EBITDA. Para 2030, cuando se produce el vencimiento del bono *bullet* por \$ 60.177 millones, el nivel de EBITDA actual es suficiente para responder con dicha obligación, no así el FCLP anual el cual requeriría crecer un 3,6% anual para igual la amortización del *bullet*. Sin embargo, si para el cálculo del FCLP se excluye la rentabilidad de los activos de 2020 (por lo excepcional), se alcanza un monto \$ 53.597 millones y, en dicho caso, su incremento anual debiese ser de sólo 1,5%. Con todo, a juicio de la clasificadora, para efecto del análisis de la capacidad de pago. También, es importante considerar la elevada probabilidad de éxito de una reestructuración en caso de ser necesaria.

Ilustración 5
Evolución del perfil de vencimientos
2021 – 2029



Evolución de la liquidez

En cuanto a la liquidez de **Esmax**, medida como razón circulante¹², se ha ubicado con ratio sobre uno, en forma persistente, en donde la más reciente observación de este indicador alcanzó un nivel de 1,6 como se muestra en la Ilustración 6.



Evolución de la rentabilidad¹³

Como se puede observar en la Ilustración 7, los indicadores de rentabilidad, tanto de activos como de patrimonio, han tenido un comportamiento correlacionado y afectado según evoluciona la pandemia y las medidas tomadas por las autoridades. Como era de esperar, a medida que la economía se recupera y se liberan las restricciones, la operación comienza a recuperar los niveles pre-pandemia y se obtienen mayores utilidades, tal como se observa en el tercer trimestre del año 2021, donde los indicadores llegan a 15,1%, 25,3% y 6,4% en la rentabilidad operacional, del patrimonio y de los activos, respectivamente.

¹² Razón circulante = activos corrientes/pasivos corrientes.

¹³ 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
 2018 – septiembre 2021



Covenants

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

Covenants financieros		
	Límite	sept 2021
Razón de endeudamiento	Igual o menor a 1,5 veces	0,15 veces
Patrimonio mínimo	Mayor o igual a \$ 85.000 millones	M\$131.793.804

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	sept 21
Liquidez (veces)	1,11	1,13	1,15	1,17
Razón Circulante (Veces)	1,80	1,64	1,46	1,61
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,80	1,63	1,46	1,61
Razón Ácida (veces)	1,34	1,15	1,04	0,98
Rotación de Inventarios (veces)	27,55	25,12	20,23	17,30
Promedio Días de Inventarios (días)	13,25	14,53	18,04	21,10
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	14,39	15,84	18,84	15,70
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	25,37	23,04	19,37	23,25
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	14,88	15,82	13,88	11,01
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	24,53	23,07	26,30	33,15
Diferencia de Días (días)	-0,84	0,03	6,93	9,91
Ciclo Económico (días)	-14,09	-14,50	-11,12	-11,19

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	sept 21
Endeudamiento (veces)	0,57	0,73	0,75	0,74
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,34	2,75	2,95	2,90
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,76	0,40	0,40	0,47
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,24	6,14	13,63	3,76
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,31	0,16	0,07	0,27
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	46,87%	72,83%	75,73%	70,24%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,11%	0,55%	0,03%	0,02%
Veces que se gana el Interés (veces)	2,52	0,59	-2,37	3,76

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	sept 21
Margen Bruto (%)	8,90%	8,95%	9,84%	12,22%
Margen Neto (%)	0,87%	1,18%	-1,35%	2,43%
Rotación del Activo (%)	342,81%	280,38%	236,20%	247,66%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	3,17%	3,77%	-3,25%	6,87%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,00%	3,56%	-3,05%	6,42%
Inversión de Capital (%)	115,07%	73,30%	79,55%	66,02%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	17,43	20,75	23,87	17,02
Rentabilidad Operacional (%)	4,84%	3,79%	-5,64%	15,09%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	7,02%	10,48%	-11,74%	25,34%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	90,01%	88,85%	87,09%	85,22%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	91,10%	91,05%	90,16%	87,78%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	7,07%	7,87%	10,45%	9,31%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	10,60%	8,03%	-11,44%	31,75%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	2,42%	3,10%	1,76%	5,60%

“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.”