

	Dic. 2019	Junio 2020
Solvencia	-	AA-
Perspectivas	-	Estables

* Detalle de las clasificaciones en Anexo.

Nuevo Instrumento	
Líneas de bonos	AA-

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes (1)			
	Cifras en millones de pesos		

	2018	2019	Mar. 20
Ebitda	31.963	40.134	7.933
Ebitda Ajustado	31.963	27.008	2.550
Deuda Financiera	103.607	249.332	253.622
Deuda Financiera Ajustada	103.607	48.706	53.127
Margen Ebitda	2,4%	3,1%	2,3%
Margen Ebitda Ajustado	2,4%	2,1%	0,7%
Endeudamiento Financiero	0,6	2,0	2,1
Endeudamiento Financiero Aj.	0,6	0,4	0,4
Ebitda / Gastos Financieros	5,7	5,1	5,1
Ebitda Aj. /Gastos Fin. Aj.	5,7	3,4	3,5
Deuda Financiera Neta / Ebitda	2,2	5,6	6,0
Deuda Financiera Neta / Ebitda Aj.	2,2	0,9	1,7

(1) Definiciones en anexo.

Perfil de Negocios: Satisfactorio					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactoria	Fuerte
Posición competitiva					
Diversificación geográfica					
Industria cíclica y competitiva					
Menor nivel de inversión ante mayor participación de estaciones de servicios con terceros					
Condición de licenciatario					
Amplia red de distribución					

Posición Financiera: Satisfactoria					
Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					
Generación de flujos					
Endeudamiento					
Indicadores de cobertura					
Liquidez					

Analista: Felipe Pantoja
Felipe.pantoja@feller-rate.cl
(56) 22757-0470
Claudio Salin
Claudio.salin@feller-rate.cl
(56) 22757-0463

Fundamentos

La clasificación "AA-" asignada a la solvencia y líneas de bonos en proceso de inscripción de Esmax Distribución S.p.A. considera un perfil de negocios calificado como "Satisfactorio" y una posición financiera como "Satisfactoria".

La compañía, se dedica a la distribución y comercialización de combustibles líquidos mediante la licencia de la marca Petrobras.

Durante el primer trimestre de 2020, los ingresos de la compañía alcanzaron los \$ 343.394 millones, evidenciando un aumento del 4% con respecto a marzo de 2019. Ello, producto de un crecimiento del 3,2% en el segmento *retail* y 13,9% en el canal industrial, que permitió compensar una baja del 20,3% en el segmento de aviación asociado, en parte, al cierre de fronteras para enfrentar la pandemia.

Por otro lado, la generación de Ebitda ajustado presentó una fuerte caída del 40,9% con respecto a marzo de 2019, alcanzando los \$ 2.550 millones. Esta disminución se debe mayoritariamente a un incremento en las provisiones por cerca de \$ 4.300 millones, asociadas a la actual situación de Latam Airlines Group S.A., clasificada en "C/CW-" por Feller Rate, con el cual la compañía mantiene operaciones.

El margen Ebitda ajustado, disminuyó desde el 1,3% obtenido a fines del primer trimestre de 2019 hasta el 0,7% en igual periodo de 2020, producto de los efectos en los costos mencionados anteriormente.

Al cierre del primer trimestre de 2020, la deuda financiera ajustada alcanzó los \$ 53.127 millones, registrando un alza del 9,1% en comparación de fines de 2019. Ello, producto de un crédito de corto plazo por \$ 7.000 millones para hacer frente a los mayores requerimientos de capital de trabajo por la pandemia.

Actualmente, la entidad se encuentra en proceso de inscripción de dos líneas de bonos por UF 2 millones cada una, con un plazo de 10 años y 30 años, respectivamente. Al respecto, entre ambas líneas el monto máximo de colocación es por UF 2 millones, cuyos fondos recaudados se utilizarán mayoritariamente en el refinanciamiento de pasivos financieros.

Durante el primer trimestre de 2020, el indicador de deuda financiera neta ajustada sobre el Ebitda ajustado se incrementó hasta las 1,7 veces (0,9 veces a diciembre de 2019). A igual fecha, la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados presentó un leve aumento hasta las 3,5 veces.

Perspectivas: Estables

ESCENARIO DE BASE: Considera que, ante el avance de la pandemia, los indicadores de cobertura de la compañía presenten presiones transitorias, debido a los menores márgenes y mayores niveles de provisiones, entre otros efectos. No obstante, al ser este efecto transitorio, los parámetros estructurales de dichos indicadores de cobertura se mantendrán en los rangos de la clasificación de riesgo.

En particular, se espera un indicador de deuda financiera neta ajustada sobre el Ebitda ajustado por debajo de las 2,5 veces de forma estructural y una cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados mayor a las 3 veces.

ESCENARIO DE BAJA: Se podría dar en caso de políticas financieras más agresivas o un cambio adverso en las condiciones de mercado por sobre nuestras expectativas.

ESCENARIO DE ALZA: Se considera improbable en el corto plazo.

PERFIL DE NEGOCIOS: SATISFACTORIO	POSICIÓN FINANCIERA: SATISFACTORIA
<p>Factores Clave</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Negocio de combustibles líquidos altamente competitivo y dinámico. ➤ Destacada participación de mercado en los principales sectores en los que participa, siendo el tercer mayor participante en el segmento combustibles. ➤ Diversificación geográfica de sus operaciones y estaciones de servicios. ➤ Amplia red de distribución, con ubicaciones estratégicas tanto en su cadena de distribución como en algunas estaciones de servicios. ➤ Licenciatario de la marca Petrobras para sus estaciones de servicios, principal segmento de la compañía. 	<p>Factores Clave</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Márgenes estrechos inherentes al negocio de combustibles, cuyas volatilidades en los precios se encuentran mitigadas mediante mecanismo de estabilización de precios a los clientes finales. ➤ Mayor participación de estaciones de servicio con terceros permite mantener menores niveles de capex. ➤ Bajos niveles de endeudamiento financiero ajustado. ➤ Liquidez clasificada como "Robusta". ➤ Indicadores de cobertura, se verán presionados en 2020, producto de los efectos asociados a la pandemia. Estos ratios, se verán recuperados en 2021 hacia los rangos estructurales para su clasificación de riesgo.

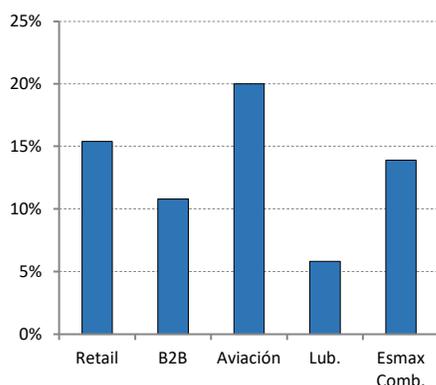
Solvencia Perspectivas	AA- Estables
---------------------------	-----------------

Estructura de propiedad

En enero de 2017, fue adquirida por el Grupo de Inversión de Southern Cross Group mediante su subsidiaria Inversiones Arion S.p.A. a través del fondo Private Equity I Fondo de Inversión que es administrado por Ameris.

Participación de la compañía en sus principales segmentos

Cifras a diciembre de 2019



*Fuente: La compañía.

PERFIL DE NEGOCIOS

SATISFACTORIA

- En 2017, Southern Cross Group, mediante el fondo Private Equity I Fondo de Inversión por medio de su subsidiaria Inversiones Arion S.p.A, adquiere las operaciones que mantenía Petrobras en Chile, cuya empresa comenzó con su actividad desde 1914 bajo el nombre de West India Oil Company Chile. Así, a contar de 2017 se constituye Esmax Distribución S.p.A.

Licenciario de la marca Petrobras, con contrato renovable en el mediano plazo

- La compañía, se dedica a la distribución y comercialización de combustibles líquidos mediante la marca Petrobras, cuya licencia inicio en el año 2017 de carácter renovable en el mediano plazo.

Al respecto, la entidad cuenta una adecuada relación entre ambas partes, manteniendo los estándares exigidos a sus respectivas estaciones de servicios, y otros factores que son determinantes para la renovación de la licencia. No obstante, existe riesgo de renovación inherente a su posición de licenciario.

Divisiones de negocios generó concentración de su operación en su core business

- La compañía ha realizado diversas divisiones de la sociedad, con el objetivo de concentrar su operación en su negocio principal, distribución y comercialización de combustibles.
- En 2018, se realizó la división de la compañía en Esmax Distribución, entidad evaluada, y Esmax Inversiones, manteniendo en esta última las inversiones en Sonacol (22,2% de la propiedad), clasificada en "AA/Estables por Feller Rate.
- En diciembre de 2019, se acordó la división y reorganización de Esmax Distribución, dividiéndose en 9 sociedades (7 inmobiliarias, Esmax Distribución, y una de inversiones), siendo Esmax Distribución la continuadora de la razón social, y la que mantiene el negocio de la distribución de combustibles y lubricantes.

Las otras siete sociedades restantes corresponden a inmobiliarias. Entre ellas se encuentra Rentas e inversiones Baker que agrupa las propiedades donde se ubican las estaciones de servicios que son arrendadas a Esmax Distribución con contratos de largo plazo.

Destacada participación de mercado en los principales mercados en la industria de combustible

- Esmax Distribución, está inmersa en una industria altamente competitiva, cuenta con una extensa red de cobertura en su negocio retail, con una relevante presencia en todas las regiones del país bajo la marca Petrobras.

Adicionalmente, la entidad comercializa lubricantes bajo la marca licenciada Lubrax, cuya producción se realiza en una planta propia. A su vez, se comercializan otros productos complementarios como agua desmineralizada y anticongelantes.

- Esmax distribución, al cierre de 2019, mantiene una participación de mercado del 13,9% considerando todos sus segmentos de operación. En el caso de su actividad retail, se encuentra en la tercera posición con una participación del 15,4%.

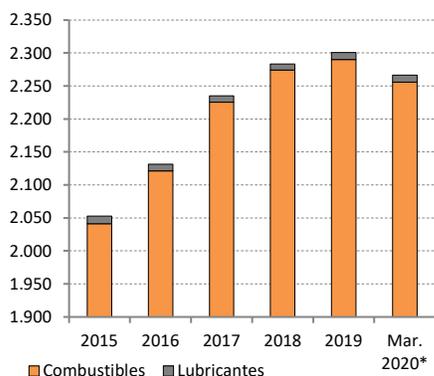
A igual fecha, para el segmento de aviación su incidencia en la industria se situó en el 20%, en el caso del canal industrial, B2B, su participación se mantuvo cercana al 10% y en el caso de los lubricantes en el 6%.

- En la industria de aviación, la compañía cuenta con presencia directa en los principales aeropuertos del país, bajo las normas Joint Inspection Group (JIG), entre otras certificaciones.
- El canal industrial B2B, cuenta con una base diversificada de clientes, cuya participación de cada uno de ellos sobre los ingresos de venta de la compañía no superan el 5%. Al analizar el segmento por tipo de clientes, se observó una relevante actividad, medido por volúmenes comercializado, por revendedores, seguido por transporte, minería, forestal y, en menor medida por agricultura.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

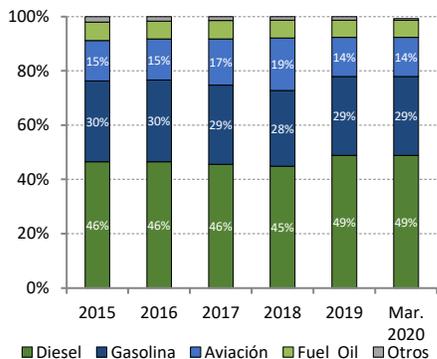
Evolución de los volúmenes de combustibles comercializados

Cifras en Km³



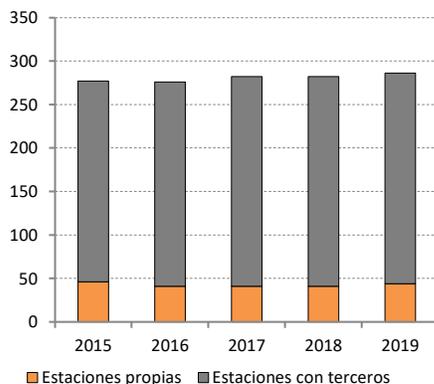
*Cifras a marzo anualizadas.

Volúmenes comercializados por tipo de producto



Evolución de las estaciones de servicio por tipo de formato

Cifras en unidades



En este segmento, la entidad cuenta con siete instalaciones *onsite* en las operaciones de clientes.

Contingencias ante las manifestaciones ocurridas en octubre de 2019 y el avance del Covid-19, ponen presiones en la actividad y en los volúmenes comercializados

- Tras la conmoción social ocurrida a partir del 18 de octubre de 2019 y hasta la fecha de este informe, según lo informado por la entidad, se ocasionaron daños menores en alguna de sus instalaciones.
- Adicionalmente, se observaron disminuciones en los volúmenes comercializados, debido a un horario más acotado en las operaciones durante la segunda mitad de octubre y noviembre de 2019.
- Respecto a los daños menores ocurridos durante dicho periodo, la entidad ha informado que cuenta con seguros de bienes físicos y responsabilidad civil.
- Durante los primeros meses de 2020, se ha observado un avance relevante en el brote del Covid-19 (Coronavirus) a nivel global, ante lo cual los distintos países, incluido Chile, han tomado fuertes medidas orientadas a frenar el contagio. Entre ellas se encuentran restringir el libre desplazamiento de las personas, cierre de fronteras para personas (salvo para el traslado de productos) y cierre de operaciones para distintas industrias, tales como centros comerciales, casinos, hoteles y restaurantes, entre otros.

Como parte de estas medidas, el 18 de marzo del presente año el Gobierno de Chile decretó un Estado de Catástrofe por 90 días, a lo que se ha sumado la cuarentena obligatoria en distintas comunas y ciudades del país, como también cordones sanitarios.

En el caso de la compañía, dichas medidas han evidenciado impactos relevantes principalmente en su segmento de aviación, debido a las operaciones detenidas. A su vez, en el segmento retail, principal actividad de la entidad, se han observado disminuciones en el consumo en las zonas con cuarentena. No obstante, posterior a su reapertura, la entidad ha informado de una lenta, pero en aumento recuperación de las actividades.

- Esmax Distribución, como medidas para contener los efectos de la pandemia durante abril se tomaron créditos adicionales para el financiamiento de capital de trabajo por cerca de \$ 16.000 millones entre marzo y mayo. Además, se realizaron ajustes en los planes de capex para 2020 en conjunto con mayores eficiencias en gastos y en compras de combustibles, coherente con la menor demanda nacional.
- Feller Rate, continuará monitoreando los efectos que tendrá la pandemia, tanto a nivel local como internacional, su repercusión en indicadores macroeconómicos y como estos se traducen en cambios en las preferencias de los consumidores.

Además, se monitoreará las estrategias efectuadas por la entidad, con un enfoque en la protección de la liquidez, eficiencias operacionales que permiten enfrentar los desafíos de la pandemia.

Mayor participación de estaciones de servicios bajo formatos con terceros permite mantener una menor inversión

- En los últimos años, se ha evidenciado un constante crecimiento en la cantidad de estaciones de servicios de la entidad, pasando desde 277 en 2015 hasta las 286 unidades en 2019. Ello, ha estado de la mano de una reestructuración por tipo de formato.

Al respecto, en igual periodo, las estaciones bajo la red propia de la compañía presentaron una caída hasta las 44 unidades (46 a fines de 2015) representando el 15,5% del portafolio.

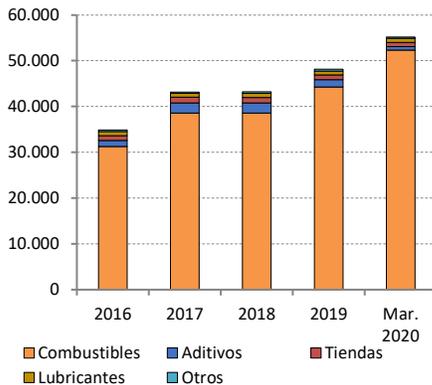
El mayor crecimiento en estaciones de servicios proviene por el segmento de la red con terceros alcanzando 177 unidades en 2019, representando el 58% del total.

- Adicionalmente, se debe señalar que en 2019 se incorpora en el balance de la entidad un efecto por IFRS 16, arrendamiento, debió a la modalidad de la compañía de mantener sus estaciones de servicios con contratos de arriendos.

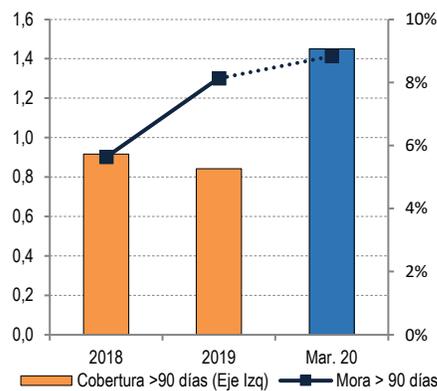
Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Evolución de inventarios

En millones de pesos



Cobertura de cuentas por cobrar



*Cifras a marzo anualizadas.

Sinergias en la cadena de suministro permite una mayor eficiencia operacional

- Esmax Distribución mantiene participación en tres sectores de la cadena de suministro de combustibles a nivel nacional (almacenamiento, distribución y usuario final).
- En términos de suministro de combustibles, este se realiza mayoritariamente mediante el abastecimiento por medio la refinera local, Enap, clasificada "AA+/Estables por Feller Rate, y un porcentaje menor (10%) a través de importaciones directas, en conjunto con otros participantes. Ello, acorde con las condiciones nacionales, propias de un país no productor de petróleo.

Dicho suministro es transportado cerca de un 70% mediante oleoductos y un 30% por medio de barcos.

- La compañía opera 12 terminales en el país, para la recepción y almacenamiento de combustibles, contando con distintas capacidades, dentro de las cuales se destaca el terminal de Iquique con una capacidad de 36.000 m³.

Además, cuenta con 32 estanques en plantas propias, 31 en plantas bajo la modalidad *joint venture* y 31 racks de carga propia, con el objetivo de asegurar la disponibilidad permanente de los combustibles.

- Esmax cuenta con una adecuada red de distribución a lo largo del territorio nacional, mediante contratos de transportes, abarcando una capacidad de 95 camiones, para garantizar el suministro de combustible a sus clientes. Ello, en conjunto con un centro de control de operaciones, el cual se dedica a la planificación y control de las actividades de distribución.

- Además, la compañía cuenta con seis centros logísticos, para el abastecimiento de sus productos a lo largo del país.

Ebitda concentrado en su principal segmento, mientras que los ingresos presentan una mayor diversificación

- Durante el periodo evaluado, se ha observado un constante aumento en los volúmenes comercializados pasando desde los 2.052 Km³ registrados en 2015 hasta los 2.387 Km³ en 2018, coherente con el crecimiento de sus operaciones. En 2019, se evidenció una caída anual del 1,4%, producto de los efectos de la contingencia social ocurrida en el cuarto trimestre del año.

En términos de segmentos, durante 2019, la mayor comercialización de volúmenes son diésel con el 48,9%, seguido por la gasolina (29%) y aviación (14,4%). A igual fecha, el 46,6% de los volúmenes son comercializados por medio de su segmento retail, coherente con lo esperado.

- En términos de ingresos, considerando los cambios en precios inherentes al negocio, durante el periodo evaluado se ha mantenido la mayor participación del segmento retail (55,9% en 2019), no obstante, el canal industrial ha aumentado su incidencia pasando de un 28,7% en 2015 hasta un 33,2% en 2019.

En el caso del segmento de aviación, su participación en los ingresos ha sido dispar promediando un 10,8% en dicho periodo (9,9% en 2019). Esta caída es coherente con la decisión de la compañía de reducir las ventas en segmentos con menor margen y con alta demanda de capital de trabajo.

- La generación de Ebitda de la compañía presentó una relevante participación del segmento retail, que ha disminuido desde un 93% en 2015 hasta un 72% en 2019, producto mayoritariamente de los mayores márgenes tanto en el canal industrial como en el sector aviación.

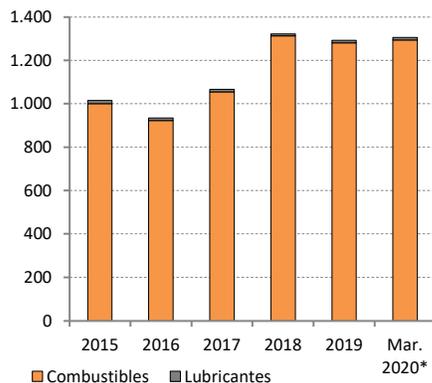
Plan de inversiones sustentando en el crecimiento de la compañía

- Esmax Distribución, ha mantenido una estrategia enfocada en mayores eficiencias operaciones como también en el crecimiento de sus operaciones, principalmente en su segmento retail y en el sector industrial.
- En línea con lo anterior, la compañía mantenía un plan de inversiones coherente con su crecimiento, concentrando los recursos mayoritariamente en la expansión de las operaciones,

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Diversificación de los ingresos

En miles de millones de pesos



*Cifras a marzo anualizadas.

Diversificación del Ebitda

En miles de millones de pesos



*Cifras a marzo anualizadas

para lo cual se considera capex para incrementar su presencia en el canal industrial como también la apertura de estaciones de servicios.

Además, se incorporan recursos para mejorar la operación, logística, capacidades de almacenamiento, inversiones en tecnología y renovación de activos, con el objetivo de incrementar las eficiencias del negocio.

- Lo anterior contemplaba un capex cercano a los \$ 12.000 millones, cuyos fondos mayoritariamente se encuentran destinados a inversiones.

Sin embargo, ante el avance de la pandemia, parte de estas inversiones se ralentizaron, lo que implicara el traspaso de parte de las necesidades de inversión para el próximo año.

Industria de distribución de combustibles altamente competitiva y dinámica, genera presiones sobre los márgenes

- La industria de distribución de combustibles se caracteriza por una baja diferenciación de productos, alta competencia, grandes necesidades de capital de trabajo y ser tomadores de precios del combustible (por su característica de *commodity*). Características que se manifiestan en bajos márgenes operativos.
- Este último factor se ve en gran parte mitigado por las características propias en los mercados, que permiten a la empresa mantener una relativa estabilidad en los márgenes al contar con la capacidad de traspasar al cliente final las variaciones en el precio del petróleo.

Además, a contar de 2014, comenzó a operar el Mecanismo de Estabilización de Precio de los Combustibles (MEPCO), permitiendo limitar las variaciones de precios en cuatro categorías de combustibles: gasolina, diésel, gas licuado y natural vehicular. Ello, mediante incremento y rebajas a los impuestos específicos a los combustibles, generando que los precios no varían por semana más de 0,12 UTM por m³.

- En el caso de la compañía los inventarios de combustibles se valorizan mediante el método de costo de precio medio ponderado de adquisición o valor neto de realización si éste es inferior. Lo anterior, permite en parte, disminuir el efecto ante escenarios de una alta volatilidad del precio de los combustibles.
- Por otra parte, su condición como distribuidor no integrado implica la necesidad de satisfacer los requerimientos de capital de trabajo asociados a la importación del combustible que será distribuido.

Inventarios crecientes ante una mayor actividad y niveles de cartera mayores. Sin embargo, la cartera presenta un leve crecimiento en los niveles de mora

- Durante el periodo evaluado, se ha observado un constante crecimiento en los niveles de inventario de la compañía alcanzando a fines de 2019 los \$ 48.149 millones, evidenciando un aumento anual del 11,5%. A marzo de 2020, el stock de inventario presentó un alza del 14,6% con respecto a fines de 2019
- Por su parte los días de inventario han presentado una tendencia dispar, promediando los 14,7 días. En 2019, el indicador se situó en los 14,7 días, superior a lo registrado en 2018 (12,9 días).
- La cartera de deudores por venta había registrado un constante crecimiento hasta 2018, coherente con el incremento de actividad en el segmento industrial. En 2019 y a marzo de 2020, se observaron disminuciones en los montos de la cartera de deudores.

Al respecto, en términos de indicadores de cartera, la mora mayor a 90 días se ha incrementado en los últimos periodos pasando de un 5,6% en 2018 hasta el 8,8% a marzo de 2020.

Lo anterior, ha estado de la mano con mayores niveles de provisiones, que se incrementaron fuertemente durante el primer trimestre de 2020, producto de la actual situación de Latam Airlines Group S.A. Ello, generó que la cobertura de la mora mayor a 90 días se incrementó hasta las 1,5 veces.

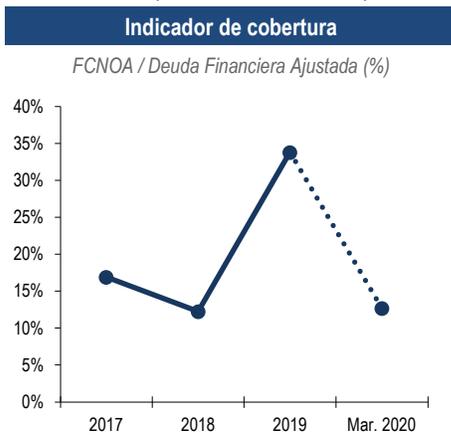
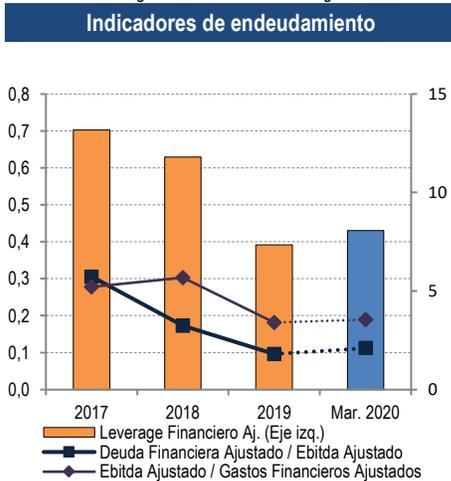
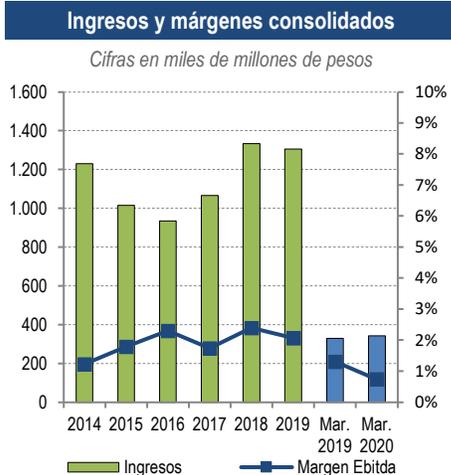
- Adicionalmente, se debe destacar que la entidad cuenta con la tarjeta Flota, para el segmento de empresas, que le permite gestionar y administrar el abastecimiento de combustible de manera online. Este sistema opera por medio de tarjetas de prepago y postpago.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA SATISFACTORIA

Resultados y márgenes:

Márgenes acotados inherentes al negocio, se ven presionados en el primer trimestre de 2020 ante una mayor provisión asociado al deterioro crediticio de clientes puntuales



- La industria de distribución de combustibles a nivel nacional mantiene márgenes de operación estrechos inherentes al negocio. Estos, sin embargo, son relativamente estables, cuyas volatilidades en los precios se encuentran mitigadas mediante mecanismo de estabilización de precios a los clientes finales.
- Esmax distribución, al cierre de 2019, presentó una caída anual del 2,1% en sus ingresos consolidados (incorporan otros ingresos) alcanzando los \$ 1.305.210 millones.

Ello, se encuentra asociado a menores volúmenes de vetas en el segmento de aviación, asociado a la estrategia de la entidad de salir de los negocios menos rentables y con mayores exigencias de capital de trabajo. Además, se observa el efecto en las ventas del último trimestre del año, producto de contingencia en el país.

A igual fecha, los precios promedios de venta durante el año evidenciaron un alza en casi todos los segmentos, exceptuando el segmento industrial, el cual presentó una baja en comparación a 2018, pero se mantiene por sobre los rangos históricos.

- La generación de Ebitda ajustado (descontado efecto IFRS 16 desde 2019) en 2019 alcanzó los \$ 27.008 millones, evidenciando una caída anual del 15,5%. Esto, producto de un menor margen en el segmento de retail y aviación, ante un mayor gasto de administración por provisión de incobrables.
- Al cierre de 2019, el margen Ebitda se situó en el 2,1%, cifra por debajo lo registrado en 2018 (2,4%), pero superior a lo obtenido en 2017 (1,7%).
- Durante el periodo evaluado, la generación de flujo de caja neto de la operación ajustado (FCNOA) se ha mantenido con un comportamiento dispar. En 2019, el FCNOA alcanzó los \$16.461 millones, con un alza anual del 29,5% producto de una mayor recaudación.

Lo anterior, en conjunto con una baja en la deuda ajustada en dicho periodo, permitió que el indicador de cobertura de FCNOA sobre la deuda financiera ajustada se incrementara hasta el 85,9%.

- Durante el primer trimestre de 2020, los ingresos de la compañía alcanzaron los \$ 343.394 millones, evidenciando un aumento del 4% con respecto a marzo de 2019. Ello, producto de un crecimiento del 3,2% en el segmento retail y 13,9% en el canal industrial, que permitió compensar una baja del 20,3% en el segmento de aviación asociado, en parte, al cierre de fronteras para enfrentar la pandemia.
- Sin embargo, la generación de Ebitda ajustado presentó una fuerte caída del 40,9% con respecto a marzo de 2019, alcanzando los \$ 2.550 millones. La disminución registrada en el Ebitda ajustado se debe mayoritariamente a un incremento en las provisiones por cerca de \$ 4.300 millones, debido a la actual situación de Latam Airlines Group S.A., con el cual la compañía mantiene operaciones.

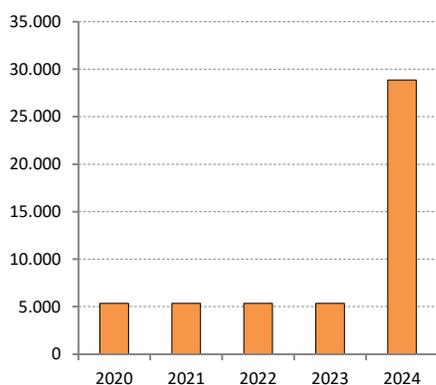
Al descontar dicho efecto, el Ebitda ajustado presentaría un crecimiento cercano al 59%. Al respecto, debido a que Esmax es parte de los principales proveedores de combustible para Latam, se espera un reveso de dichas operaciones en la medida que Latam reactive sus niveles de operación de años anteriores.

- El margen Ebitda ajustado, disminuyó desde el 1,3% obtenido a fines del primer trimestre de 2019 hasta el 0,7% en igual periodo de 2020, producto de los efectos en los costos mencionados anteriormente.
- Feller Rate, espera que el efecto en los resultados asociado a la pandemia sea transitorio, presionando los resultados ante una menor actividad en algunos segmentos, en conjunto con mayores costos operaciones y el incremento en las provisiones. No obstante, los márgenes y resultados se mantendrán de forma estructural acorde a la clasificación de riesgo.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Perfil de vencimiento de deuda financiera ajustada

Cifras en millones de pesos a marzo de 2020



Por lo anterior, Feller Rate, continuará monitoreando los efectos de la pandemia en la entidad y las medidas que tomen para afrontar dichas presiones.

Endeudamiento y flexibilidad financiera:

Al cierre del primer trimestre de 2020, indicadores de cobertura presionados ante el avance de la pandemia. No obstante, se mantienen acorde al rango de la clasificación de riesgo

- La compañía ha mantenido una política financiera conservadora. Ello, considera que a contar de 2017 se registran niveles de deuda, producto de los planes de inversiones y mejoramientos realizados por la entidad.
- En 2019 los pasivos financieros se incrementaron debido a la implementación de la IFRS 16, arrendamiento, lo que generó que el stock de pasivos aumentara desde los \$ 106.309 millones en 2017 hasta los \$ 249.332 millones.

Al respecto, al considerar el stock de deuda financiera ajustada (descontando efecto IFRS 16) al cierre de 2019 continuó disminuyendo hasta los \$ 48.706 millones

- Al cierre del primer trimestre de 2020, la deuda financiera ajustada (descontando el efecto IFRS 16) alcanzó los \$ 53.127 millones, registrando un alza del 9,1% en comparación de fines de 2019. Ello, principalmente se encuentra asociado al financiamiento del capital de trabajo, como parte del plan estratégico realizado por la entidad para enfrentar la pandemia.
- En los últimos años, la base patrimonial se ha visto expuesta a diferentes reestructuraciones societarias. Ello, ha generado una constante baja en la base patrimonial hasta alcanzar los \$ 123.339 millones a marzo de 2020.

No obstante, en dicho periodo, los niveles de deuda financiera ajustada han permitido un bajo leverage ajustado (sin considerar IFRS 16) alcanzando las 0,4 veces.

- Actualmente, la entidad se encuentra en proceso de inscripción de dos líneas de bonos por UF 2 millones cada una, con un plazo de 10 años y 30 años, respectivamente. Al respecto, entre ambas líneas el monto máximo de colocación es por UF 2 millones, cuyos fondos recaudados se utilizarán mayoritariamente en el refinanciamiento de pasivos financieros.
- Los indicadores de cobertura se mantienen acorde los rangos esperados, a pesar de las disminuciones registradas en el Ebitda ajustado e incremento en deuda financiera ajustada evidenciada en el último trimestre.
- A fines de 2019, el ratio de deuda financiera neta ajustado sobre Ebitda ajustado disminuyó hasta las 0,9 veces (2,2 veces) y la cobertura de Ebitda ajustado sobre los gastos financieros se situó en las 3.4 veces.
- Durante el primer trimestre de 2020, el indicador de deuda financiera neta ajustada sobre el Ebitda ajustado se incrementó hasta las 1,7 veces (0,9 veces a diciembre de 2019). A igual fecha, la cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados presentó un leve aumento hasta las 3,5 veces.
- Feller Rate, ante el avance de la pandemia espera una presión transitoria en los indicadores de cobertura de la compañía, debido a los menores márgenes, mayores niveles de provisiones, entre otros efectos. No obstante, al ser este efecto transitorio, los parámetros estructurales de dichos indicadores de cobertura se mantienen en los rangos de la clasificación de riesgo.

En particular, se espera una recuperación del indicador de deuda financiera neta ajustada sobre el Ebitda ajustado por debajo de las 2,5 veces de forma estructural y una cobertura de Ebitda ajustado sobre gastos financieros ajustados mayor a las 3 veces.

Solvencia	AA-
Perspectivas	Estables

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes ajustada, a marzo de 2020, por \$ 10.541 millones.
- Una generación consistente con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base.

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos.
- CAPEX de mantenimiento y de crecimiento según el plan de crecimiento comprometido.

Liquidez: Robusta

- Esmax cuenta con una liquidez calificada como "Robusta". Esto considera, a marzo de 2020, una caja por \$ 10.541 millones, con una generación de FCNOA anualizada por \$ 6.739 millones, en comparación con vencimientos de corto plazo por \$ 12.814 millones.
- A su vez, se considera que un adecuado capex de mantenimiento e inversiones, como se mencionó anteriormente, con ajustes debido a la pandemia.
- Además, la flexibilidad financiera se ve favorecida por un amplio acceso de financiamiento tanto a través de líneas de crédito bancarias (especialmente para financiar y refinanciar capital de trabajo) junto con el financiamiento externo de largo plazo, incluyendo créditos con bancos y a la próxima emisión de bonos, cuyos fondos serán utilizados para el refinanciamiento de deuda financiera.

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

NUEVAS LÍNEAS DE BONOS

CLASIFICADAS EN “AA-/ESTABLES”

- Esmax Distribución se encuentra en proceso de inscripción de dos nuevas líneas de bonos por un monto máximo de emisión de U.F. 2 millones, con plazos de 10 años y 30 años, respectivamente.
- Los fondos provenientes de la colocación de los Bonos correspondientes a la Línea se destinarán a refinanciar pasivos vigentes del Emisor y/o sus filiales, nuevos proyectos de inversión y/o fines corporativos generales. El uso específico que el Emisor dará a los fondos obtenidos de cada emisión se indicará en cada Escritura Complementaria.

Nuevos Instrumentos

Líneas de Bonos

Fecha de inscripción	En proceso ⁽¹⁾
Monto de la línea	U.F. 2.000.000
Plazo de la línea	10 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil <i>Según escritura de fecha 25 de junio de 2020, Repertorio N° 4.956 -2020 de la 48ª Notaría de Santiago.</i>

Líneas de Bonos

Fecha de inscripción	En proceso ⁽¹⁾
Monto de la línea	U.F. 2.000.000
Plazo de la línea	30 años
Rescate anticipado	Total o parcial, en los términos que se indique en las respectivas escrituras complementarias de cada serie de bonos
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No hay garantías específicas salvo el derecho de prenda general del acreedor del artículo 2.465 y 2.469 del Código Civil <i>Según escritura de fecha 25 de junio de 2020, Repertorio N° 4.958 -2020 de la 48ª Notaría de Santiago.</i>

— PRINCIPALES RESGUARDOS

- **Razón de Endeudamiento** igual o menor a **1,5 veces**. “Razón de Endeudamiento”: significará el cociente entre Deuda Financiera Neta y Patrimonio. Para estos efectos, se entenderá por: “Deuda Financiera Neta”, la “Deuda Financiera” (esto es el resultado de la suma de las cuentas “Otros pasivos financieros, corrientes” más “Otros pasivos financieros, no corrientes” menos “Efectivo y equivalentes al efectivo” de los Estados Financieros Consolidados del Emisor); y por “Patrimonio”, la suma de las partidas tomadas del balance emitido de acuerdo a IFRS contenidas en “Patrimonio Total”.

Se deja constancia que las menciones hechas en este Contrato a las cuentas o partidas de los actuales Estados Financieros, corresponden a aquellas vigentes a la fecha de la presente escritura. Para efectos de este Contrato, “Otros pasivos financieros” no considera aquellos pasivos por arrendamiento financiero que se presentan en los Estados Financieros Consolidados del Emisor en líneas independientes del cuadro de Pasivos del balance.

- **Patrimonio** mayor o igual a **\$85.000 millones**.
- Si en el futuro el Emisor o una o más de sus Filiales otorgare cualquier tipo de garantía real a nuevas emisiones de bonos, o a cualquier otra operación de crédito de dinero u otras obligaciones existentes, por un monto superior al 5% de los Activos Totales del Emisor, calculado individual o conjuntamente conforme a su valor libro, el Emisor deberá, previa o

Solvencia
Perspectivas

AA-
Estables

simultáneamente, constituir garantías de valor libro al menos equivalente a favor de los Tenedores de Bonos.

26 Junio 2020

Solvencia
Perspectivas
Línea bonos

AA-
Estables
AA-

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras millones de pesos)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Mar. 2019	Mar. 2020
Ingresos Ordinarios ⁽¹⁾	1.126.725	1.229.882	1.013.809	933.553	1.065.991	1.333.475	1.305.210	330.344	343.394
Ebitda ⁽²⁾	10.662	15.069	18.139	21.500	18.551	31.963	40.134	7.753	7.933
Ebitda Ajustado ⁽³⁾	10.662	15.069	18.139	21.500	18.551	31.963	27.008	4.315	2.550
Resultado Operacional	1.594	4.989	8.228	11.183	6.431	17.453	11.688	966	-49
Ingresos Financieros	766	545	1.121	1.494	1.032	628	577	176	112
Gastos Financieros	-470	-1.189	-385	-790	-3.560	-5.622	-7.923	-2.116	-2.086
Gastos Financieros Ajustados ⁽⁴⁾	-470	-1.189	-385	-790	-3.560	-5.622	-7.923	-1.382	-571
Ganancia (Pérdida) del Ejercicio	13.219	16.684	32.396	4.425	17.386	11.557	15.339	-530	-962
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	14.642	19.100	39.090	16.882	17.988	12.712	16.461	-1.722	-11.538
Flujo Caja Neto de la Operación Ajustado (FCNO Aj.) ⁽⁵⁾	14.642	19.100	39.090	16.882	17.988	12.712	16.461	-1.886	-11.608
FCNO Libre de Intereses Netos y Dividendos Pagados ⁽⁶⁾	14.642	19.100	39.090	16.882	14.709	7.551	8.241	-4.184	-11.857
Inversiones en Activos fijos Netas	-11.240	-10.617	-901	-2.716	-10.083	-12.593	-12.468	-1.966	-1.467
Inversiones en Acciones					11.923	382	-705		
Flujo de Caja Libre Operacional	3.402	8.482	38.189	14.167	16.549	-4.660	-4.932	-6.150	-13.325
Dividendos pagados				-59.052	-6.500				
Flujo de Caja Disponible	3.402	8.482	38.189	-44.885	10.049	-4.660	-4.932	-6.150	-13.325
Movimiento en Empresas Relacionadas									
Otros movimientos de inversiones	5.028	4.851	5.647	5.678	4.151	1.000	450		
Flujo de Caja Antes de Financiamiento	8.430	13.333	43.836	-39.208	14.201	-3.660	-4.482	-6.150	-13.325
Variación de capital patrimonial									
Variación de deudas financieras					-41.232	-2.594	-24.542	-5.666	-723
Otros movimientos de financiamiento	683	9.587	9.587	-6.331	-438	433	18.506	5	859
Financiamiento con EERR									
Flujo de Caja Neto del Ejercicio	9.113	22.920	53.423	-45.539	-27.469	-5.820	-10.518	-11.811	-13.189
Caja Inicial	33.554	59.653	59.653	113.076	67.537	40.068	34.248	34.248	23.730
Caja Final	42.667	82.573	113.076	67.537	40.068	34.248	23.730	22.437	10.541
Caja y equivalentes	42.667	59.653	113.076	67.537	40.068	34.248	23.730	n.d.	10.541
Cuentas por Cobrar Clientes	75.945	63.392	49.029	54.052	73.639	92.429	82.859	n.d.	76.208
Inventario	43.640	44.206	39.233	34.847	43.176	43.194	48.147	n.d.	55.189
Deuda Financiera ⁽⁷⁾					106.309	103.607	249.332	n.d.	253.622
Deuda Financiera Ajustada ⁽⁸⁾					106.309	103.607	48.706	n.d.	53.127
Activos Totales	338.054	339.295	361.945	310.409	372.993	385.692	466.640	n.d.	451.558
Pasivos Totales	96.956	81.537	71.828	74.996	221.707	221.059	342.332	n.d.	328.219
Patrimonio + Interés Minoritario	241.098	257.758	290.117	235.412	151.286	164.633	124.308	n.d.	123.339

n.d.: No disponible.

(1) Ingresos Ordinarios: Ingresos operacionales + parte de otros ingresos.

(2) Ebitda: Resultado Operacional + Depreciación y Amortización del ejercicio.

(3) Ebitda Ajustado: Ebitda descontando efectos IFRS 16.

(4) Gastos Financieros ajustados: Gastos Financieros descontando los efectos IFRS 16.

(5) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados.

(6) Flujo de Caja operacional, neto de variaciones en el capital de trabajo y ajustado descontando intereses pagados.

(7) Deuda Financiera: incluye otros pasivos financieros corrientes y no corrientes.

(8) Deuda Financiera ajustada: Deuda Financiera descontando deuda de arrendamiento por IFRS 16.

Principales Indicadores Financieros

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Mar. 2019	Mar. 2020
Margen Bruto	5,8%	5,5%	7,3%	11,2%	10,3%	9,7%	9,9%	8,9%	10,6%
Margen Operacional (%)	0,1%	0,4%	0,8%	1,2%	0,6%	1,3%	0,9%	0,3%	0,0%
Margen Ebitda ⁽¹⁾ (%)	0,9%	1,2%	1,8%	2,3%	1,7%	2,4%	3,1%	2,3%	2,3%
Margen Ebitda Ajustado ⁽¹⁾ (%)	0,9%	1,2%	1,8%	2,3%	1,7%	2,4%	2,1%	1,3%	0,7%
Rentabilidad Patrimonial (%)	5,5%	6,5%	11,2%	1,9%	11,5%	7,0%	12,3%	n.d.	12,1%
Costo/Ventas	94,2%	94,5%	92,7%	88,8%	89,7%	90,3%	90,1%	91,1%	89,4%
Gav/Ventas	5,7%	5,1%	6,5%	10,0%	9,7%	8,4%	9,0%	8,6%	10,6%
Días de Cobro	24,3	18,6	17,4	20,8	24,9	25,0	22,9	n.d.	20,8
Días de Pago	24,3	18,1	19,1	24,6	27,2	23,9	22,5	n.d.	18,2
Días de Inventario	14,8	13,7	15,0	15,1	16,3	12,9	14,7	n.d.	16,8
Endeudamiento total	0,4	0,3	0,2	0,3	1,5	1,3	2,8	n.d.	2,7
Endeudamiento financiero	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,6	2,0	n.d.	2,1
Endeudamiento Financiero Neto	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	0,4	0,4	1,8	n.d.	2,0
Endeudamiento Financiero Ajustado	0,0	0,0	0,0	0,0	0,7	0,6	0,4	n.d.	0,4
Endeudamiento Financiero Neto Ajustado	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	0,4	0,4	0,2	n.d.	0,3
Deuda Financiera / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	5,7	3,2	6,2	n.d.	6,3
Deuda Financiera Ajustada / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ ⁽⁵⁾ (vc)	0,0	0,0	0,0	0,0	5,7	3,2	1,8	n.d.	2,1
Deuda Financiera Neta / Ebitda ⁽¹⁾ (vc)	-4,0	-4,0	-6,2	-3,1	3,6	2,2	5,6	n.d.	6,0
Deuda Financiera Neta Ajustada / Ebitda Ajustado ⁽²⁾ ⁽⁵⁾ (vc)	-4,0	-4,0	-6,2	-3,1	3,6	2,2	0,9	n.d.	1,7
Ebitda / Gastos Financieros ⁽¹⁾ (vc)	22,7	12,7	47,1	27,2	5,2	5,7	5,1	n.d.	5,1
Ebitda Ajustado / Gastos Financieros Ajustados ⁽²⁾ ⁽³⁾ (vc)	22,7	12,7	47,1	27,2	5,2	5,7	3,4		3,5
FCNOA / Deuda Financiera ⁽⁴⁾ (%)					16,9%	12,3%	6,6%	n.d.	2,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta ⁽⁴⁾ (%)	-34,3%	-32,0%	-34,6%	-25,0%	27,2%	18,3%	7,3%	n.d.	2,8%
FCNOA / Deuda Financiera Ajustada ⁽⁴⁾ ⁽⁵⁾ (%)					16,9%	12,3%	33,8%	n.d.	12,7%
FCNOA / Deuda Financiera Neta Ajustada ⁽⁴⁾ ⁽⁵⁾ (%)	-34,3%	-32,0%	-34,6%	-25,0%	27,2%	18,3%	65,9%	n.d.	15,8%
Liquidez Corriente (vc)	2,2	2,7	3,5	2,7	1,9	1,8	1,6	n.d.	1,7

n.d.: No disponible.

- (1) Ebitda: Resultado Operacional + Depreciación y Amortización del ejercicio.
- (2) Ebitda Ajustado: Ebitda descontando efectos IFRS 16.
- (3) Gastos Financieros ajustados: Gastos Financieros descontando los efectos IFRS 16.
- (4) Cifras estimadas por Feller Rate sobre la base de reportes de flujo de caja neto operacional presentado por la compañía antes de los dividendos pagados.
- (5) Deuda Financiera ajustada: Deuda Financiera descontando deuda de arrendamiento por IFRS 16.

Nomenclatura de Clasificación

Clasificación de Solvencia y Títulos de Deuda de Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más 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.
- 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.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.

- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de pérdida capital y de intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Clasificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Nivel 1 (N-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 2 (N-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 3 (N-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Nivel 4 (N-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para clasificar en los niveles N-1, N-2 o N-3.
- Nivel 5 (N-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con clasificaciones en Nivel 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Los títulos con clasificación desde Nivel 1 hasta Nivel 3 se consideran de “grado inversión”, al tiempo que los clasificados en Nivel 4 como de “no grado inversión” o “grado especulativo”.

Acciones

- Primera Clase Nivel 1: Títulos con la mejor combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 2: Títulos con una muy buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 3: Títulos con una buena combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Primera Clase Nivel 4: Títulos accionarios con una razonable combinación de solvencia, y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Segunda Clase (o Nivel 5): Títulos accionarios con una inadecuada combinación de solvencia y otros factores relacionados al título accionario o su emisor.
- Sin Información Suficiente: Títulos accionarios cuyo emisor no presenta información representativa y válida para realizar un adecuado análisis.

Perspectivas

Feller Rate asigna Perspectivas de la Clasificación, como opinión sobre el comportamiento de la clasificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La clasificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las clasificaciones asignadas a la empresa.

- Positivas: la clasificación puede subir.
- Estables: la clasificación probablemente no cambie.
- Negativas: la clasificación puede bajar.
- En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Creditwatch

Un Creditwatch o Revisión Especial señala la dirección potencial de una clasificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Con todo, el que una clasificación se encuentre en Creditwatch no significa que su modificación sea inevitable.

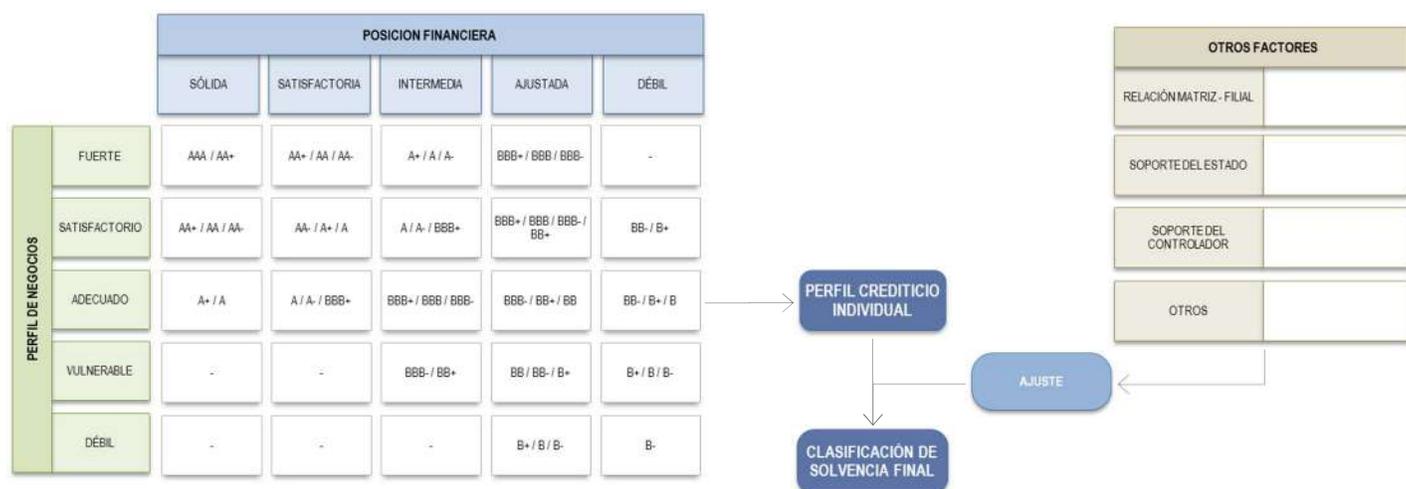
- CW Positivo: la clasificación puede subir.
- CW Negativo: la clasificación puede bajar.
- CW En desarrollo: la clasificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Descriptor de Liquidez

- **Robusta:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- **Satisfactoria:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Suficiente:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Ajustada:** La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- **Insuficiente:** La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Clasificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar.



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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.