

Esmax Distribución SpA

Anual desde Envío Anterior

ANALISTAS:

Patricio Del Basto A.

Paula Acuña L.

Aldo Reyes D.

patricio.delbasto@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Enero 2026

Categoría de riesgo ¹	
Tipo de instrumento	Categoría

Bonos y líneas de bonos **AA**
Tendencia **Estable**

EEFF base 30 de septiembre 2025

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 1070 de 23.02.2021
Bonos Series B (BESMX-B)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 1071 de 23.02.2021

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	sept-25
Ingresos de actividades ordinarias	1.032.238	1.454.159	2.236.275	2.323.785	2.340.813	1.806.514
Costo de ventas	-930.558	-1.282.224	-2.008.064	-2.124.895	-2.124.810	-1.617.171
Ganancia bruta	101.680	171.934	228.211	198.890	216.002	189.343
Gastos de administración	-122.951	-141.188	-168.088	-185.549	-209.378	-181.183
Resultado operacional	-9.867	48.288	74.411	28.045	22.062	19.859
Costos financieros	-8.125	-10.322	-12.371	-15.520	-14.783	-13.129
Utilidad del ejercicio	-13.834	37.457	51.084	12.826	6.782	8.310
EBITDA	18.213	83.448	107.825	62.717	57.837	52.406

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2020	2021	2022	2023	2024	sept-25
Activos corrientes	137.735	226.797	305.584	282.821	286.892	313.028
Activos no corrientes	303.906	327.177	371.591	391.071	442.702	470.062
Total activos	441.641	553.975	677.175	673.893	729.594	783.090
Pasivos corrientes	94.025	159.145	218.275	190.129	194.396	203.706
Pasivos no corrientes	235.922	267.129	299.056	314.741	349.507	388.646
Total pasivos	329.947	426.275	517.331	504.869	543.903	592.351
Patrimonio	111.694	127.700	159.844	169.023	185.691	190.739
Total patrimonio y pasivos	441.641	553.975	677.175	673.893	729.594	783.090
Deuda financiera	249.860	281.423	329.164	347.711	347.063	348.290

¹ Metodología aplicada: Metodología Clasificación de Riesgo Corporaciones (29-02-2024).

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 Aramco, Lubrax, Chevron y 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 2025 concentró cerca del 94,5% de los ingresos y un 86,6% del EBITDA, seguido por tiendas de conveniencia, y por último el segmento de lubricantes.

Entre enero y septiembre de 2025, la empresa generó ingresos por \$ 1.806.514 millones y un EBITDA de \$ 52.406 millones. Por su parte, la deuda financiera alcanzó \$ 348.290 millones, concentrada mayoritariamente en pasivos por arrendamiento, consistente con lo intensivo de la industria en el uso de terrenos y locales para estaciones de servicio y tiendas de conveniencia. Durante 2024, la empresa generó ingresos por \$ 2.340.813 millones y un EBITDA de \$ 57.837 millones, con una deuda financiera al cierre de \$ 347.063 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 el programa de inversiones de la compañía, orientado a fortalecer la cobertura y la propuesta comercial en los segmentos *retail* e industrial, así como a mantener estándares operacionales y de cumplimiento regulatorio propios de la industria, lo que contribuiría a sostener la continuidad operacional y la competitividad en el mediano plazo.

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 compañía², 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 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

² Anteriormente operaba con el nombre de Esso Chile.

años 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, dado que el Flujo de Caja de Largo Plazo estimado por **Humphreys** no alcanzaría por sí solo a cubrir los vencimientos del bono en 2030, quedando el proceso sujeto a las condiciones de mercado y a la situación financiera del emisor al momento del refinanciamiento. No obstante, la clasificadora estima que dicho refinanciamiento es factible considerando la solvencia de la compañía. Adicionalmente, la única deuda financiera relevante con vencimiento en la misma fecha corresponde a deuda con una parte relacionada, lo que atenúa el riesgo al tratarse de un acreedor de elevada solvencia y cuya relación con la compañía suele otorgar mayor margen para ajustes en plazos o condiciones, en comparación con lo que típicamente ocurre con acreedores externos.

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 ESG³, la compañía mantiene una estrategia de sostenibilidad que, lanzada en 2021 bajo seis pilares (“6E”), fue actualizada en mayo de 2025 hacia un modelo “3E” (Energía Social, Excelencia Sostenible y Equilibrio Ambiental), alineada a la Agenda 2030 (considerando 10 Objetivos de Desarrollo Sostenible). Durante 2025, con Aramco como controlador, se incorporó un nuevo estándar de gestión, se actualizó la materialidad y se publicó la primera Memoria Integrada de **Esmax** (basada en GRI y SASB). Adicionalmente, se reforzó la gobernanza ESG mediante la redefinición del Comité de Sostenibilidad, la formalización de flujos y frecuencia de reporte al Directorio y el desarrollo de herramientas para evaluar criterios ESG en iniciativas estratégicas y nuevos proyectos. La gestión ESG es liderada por la Subgerencia de Comunicaciones y Sostenibilidad.

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.

³ Gobierno ambiental, social y corporativo (por sus siglas en inglés *Environmental, Social, Governance*), es un enfoque para evaluar la sostenibilidad en estos tres ámbitos.

- Concentración geográfica de las ventas.
- Mantener la cadena de suministro.
- Riesgo regulatorio (de impacto moderado).
- Riesgo tecnológico.
- Riesgo de refinanciamiento.

Hechos recientes

Resultados septiembre 2025

En términos nominales, entre enero y septiembre de 2025, los ingresos alcanzaron \$1.806.514 millones, lo que representa un aumento de 2,7% respecto de igual período de 2024, explicado por un mayor dinamismo comercial, con incrementos de volúmenes y márgenes en combustibles y un crecimiento destacado en tiendas de conveniencia (alza en ingresos y márgenes).

El costo de venta finalizó en \$1.617.171 millones, aumentando levemente respecto del año anterior (\$1.596.034 millones) y manteniéndose relativamente estable en proporción a los ingresos.

Por su parte, los gastos de administración (incluyendo los costos de distribución) alcanzaron \$181.183 millones (administración por \$156.133 millones y distribución por \$25.051 millones), lo que representa un alza relevante versus 2024, explicada principalmente por mayores remuneraciones, comisiones de venta y comunicaciones/marketing, en línea con una mayor actividad del negocio y gastos asociados al cambio de marca.

A partir de lo anterior, el EBITDA exhibió un incremento de 12,6%, alcanzando \$52.406 millones a septiembre de 2025, sustentado principalmente en la mejora del segmento combustibles y el aporte de tienda de conveniencia, parcialmente compensado por mayores gastos (inflación, sueldo mínimo, servicios básicos y cambio de marca).

Considerando además un mayor gasto financiero neto (asociado a intereses por el uso de la línea de crédito con Aramco Overseas Company B.V., relacionada al controlador), la utilidad del período alcanzó \$8.310 millones, inferior en \$1.148 millones a la obtenida en igual período de 2024.

Finalmente, al 30 de septiembre de 2025, la base de activos alcanzó \$783.090 millones, financiados con \$592.351 millones de pasivos y \$190.739 millones de patrimonio. Por su parte, la deuda financiera cerró en \$348.290 millones, compuesta mayoritariamente por pasivos por arrendamientos y obligaciones con el público.

Resultados 2024

En términos nominales, durante 2024, los ingresos alcanzaron \$ 2.340.813 millones, lo que representa un aumento de 0,7% respecto de 2023, explicado por una mayor actividad comercial, destacando el crecimiento del segmento tiendas de conveniencia y un buen desempeño del negocio combustibles B2B; en línea con un aumento de 1,7% en las ventas físicas totales. El costo de venta finalizó en \$ 2.124.810 millones, manteniéndose prácticamente estable respecto del año anterior.

Por su parte, los gastos de administración (incluyendo los costos de distribución) alcanzaron \$ 209.378 millones, un 12,8% superior al año anterior, explicados principalmente por mayores gastos operativos (presiones inflacionarias) y efectos puntuales vinculados al avance del proceso de cambio de marca, representando 8,9% de los ingresos (8,0% en 2023).

A partir de los elementos anteriores, el EBITDA exhibió una caída de 7,8%, alcanzando los \$ 57.837 millones, debido principalmente al alza de gastos operativos, lo que fue parcialmente compensado por: mejoras en

márgenes y volúmenes en combustibles B2B, menor impacto por revalorización de inventarios, mejora en lubricantes asociada a nuevos negocios industriales y mayores ingresos en tiendas de conveniencia.

Considerando lo anterior, y sin mayores variaciones en el resultado fuera de explotación respecto de 2023, la utilidad del ejercicio se contrajo 47,1%, alcanzando los \$ 6.782 millones en 2024.

De la base de \$ 729.594 millones en activos, \$ 543.903 millones se financiaron con pasivos y \$ 185.691 millones con patrimonio. Por su parte, la deuda financiera de la empresa cerró en \$ 347.063 millones.

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 en el segmento *retail* bajo la marca Aramco y en el segmento industrial como **Esmax**; marcas con alta visibilidad y presencia a nivel nacional, posicionamiento reforzado por campañas comerciales y su red de cobertura. Todo lo cual se traduce en una participación de mercado en torno a 15%⁴, ubicándose entre los principales actores del rubro. Además, se considera el efecto del proceso de integración y rebranding ejecutado en el período reciente, el cual debiera aportar beneficios por renovación de imagen, estandarización comercial y potencial fortalecimiento del posicionamiento, manteniéndose riesgos acotados y transitorios asociados a ajustes de implementación.

Adicionalmente, la compañía participa en el negocio de tiendas de conveniencia, a través de la marca “aStop” (como complemento de las ventas de combustible y con estrategia “*stand alone*”) y en la venta de lubricantes, con una menor participación de mercado.

⁴ Según los últimos estados financieros trimestrales.

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 2025 para sus operaciones, dispone de aproximadamente 300 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 46% de los ingresos totales corresponde al segmento minorista, a los cuales la venta se realiza con pago inmediato. Por su parte, en el segmento industrial, se percibe un acotado riesgo de no pago, debido a que los clientes se ven expuestos al no suministro en caso de no pagar la cuenta. En los hechos, la mora sobre 90 días representa un 2,8% de la cartera, cifra bastante inferior a lo exhibido por empresas de servicios básicos (según lo estimado por **Humphreys** al analizar estados financieros de múltiples empresas que abastecen servicios básicos).

Entre sus principales clientes en el segmento combustibles se encuentran industrias, compañías distribuidoras de combustibles, aerolíneas, entre otros. Al respecto, se reconoce positivamente el hecho que ningún cliente representa de forma individual más del 12% de las ventas totales de la compañía⁵.

Factores de riesgo

Baja diferenciación en el sector combustibles: El combustible que entregan las diferentes compañías distribuidoras es, en gran medida, comparable, de modo que una eventual intensificación de la competencia podría focalizarse en el precio, reduciendo los márgenes de la industria y los resultados de las empresas del sector. Este riesgo cobra importancia dado que durante 2025 (últimos doce meses terminados en septiembre) cerca del 94,5% de los ingresos fueron explicados por la venta de combustibles (y un 86,6% del EBITDA en el mismo período). No obstante, como atenuante, la compañía ha impulsado iniciativas de mayor diferenciación comercial, destacando el lanzamiento de una línea de combustibles premium respaldados por Aramco bajo la marca ProForce, disponible en gasolina 97 y diésel, lo que podría contribuir a reforzar la propuesta de valor y la fidelización de clientes en segmentos específicos. Adicionalmente, destacan los servicios complementarios al de distribución, como lo son las tiendas de conveniencia, que ayudan a compensar este factor de riesgo, con crecimiento, aunque todavía con una proporción acotada (representando un 10,8% del EBITDA en 2025 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 65,5 dólares por barril, mientras que el segundo, entre los 100,0 y 68,9 dólares por barril.

⁵ Según información proporcionada por la compañía.

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 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 (86,6% del EBITDA acumulado a septiembre de 2025 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 2025 representó aproximadamente un 29,9% del total de ventas, y las tres regiones principales representaron un 47,3%. 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 camiones⁶, 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 29,9% del total de ventas (2025); 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.

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

⁶ Servicio tercerizado.

condiciones de mercado y de la economía en esa fecha. No obstante, se estima que dicho riesgo es moderado, en la medida que el emisor mantiene acceso al mercado local, un perfil operacional estable y holguras financieras (incluyendo el respaldo del controlador y la estructura de financiamiento disponible), lo que sugiere una capacidad razonable de refinanciar estos vencimientos en condiciones consistentes con su solvencia, salvo un escenario de estrés significativo en mercado o deterioro material del desempeño.

De esta manera, el Flujo de Caja de Largo Plazo actual (sin considerar crecimiento a futuro) estimado por **Humphreys** asciende a \$ 83.624 millones, mientras que el bono y los arrendamientos ascienden a \$ 74.036 millones y \$ 24.866 millones⁷.

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 la fecha con un foco de marca en Aramco para el negocio *retail* de estaciones de servicio y como **Esmax** en el segmento industrial, en el marco del proceso de cambio de marca e integración ejecutado en el período reciente. En lubricantes, comercializa marcas como Lubrax y actúa como distribuidor de Chevron (entre otras), atendiendo tanto el segmento automotriz como clientes industriales. El combustible es comprado principalmente a ENAP y se complementa con importaciones directas, cuyo peso relativo puede variar según condiciones comerciales y logísticas. Adicionalmente, está presente en el negocio de tiendas de conveniencia mediante aStop, tanto en estaciones de servicio como en ubicaciones *stand alone*.

A la fecha el único 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 94,5% en los últimos doce meses terminados en septiembre de 2025, seguido de tiendas por conveniencia con un 4,2% y el resto se explica por lubricantes.

Por otro lado, como se aprecia en la Ilustración 2, combustibles explica 86,6% del EBITDA, tiendas un 10,8% y lubricantes el resto (últimos doce meses terminados en septiembre de 2025).

⁷ Aproximación en base a información del estado financiero.

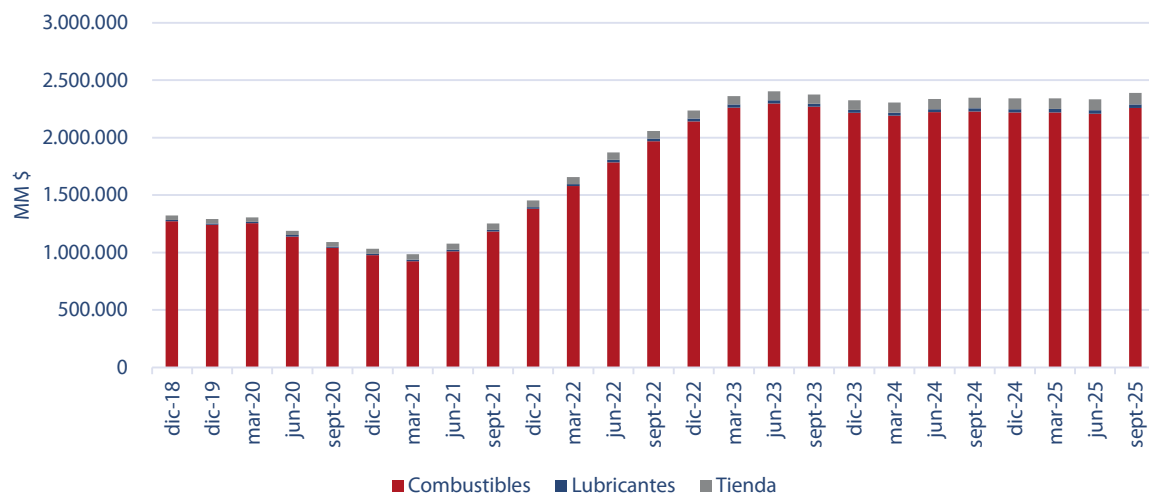


Ilustración 1: Estructura ingresos (valores anualizados)



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. Cabe mencionar que, en el caso de tiendas de conveniencia, la compañía opera tanto en su red de estaciones como en locales “stand alone”. A continuación, se describen las principales características de estas líneas:

Combustibles

Esmax participa en el negocio de venta de combustibles bajo la marca Aramco, ubicándose como el tercer actor más importante en el mercado. Las ventas son realizadas a clientes minoristas, los que representaron un 49% de

las ventas del segmento en 2024 a través de sus 300 de estaciones de servicio, y a clientes industriales, que componen el 51% 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 2025 (últimos doce meses terminados en septiembre de 2025) debido principalmente a la combinación de un mayor nivel de precio promedio y un mejor desempeño de volúmenes/mix entre canales (*retail* e industrial).

Por su parte, en términos nominales, el EBITDA exhibió su *peak* en 2022 y presentó una fuerte contracción en 2023, con una recuperación parcial en 2024. Al respecto, los incrementos de 2021 y 2022 responden a un mayor resultado bruto a partir de mayores precios y volúmenes, mientras que la baja de 2023 responde a menor resultado bruto por mayor costo de ventas, incluyendo un efecto desfavorable asociado a inventarios en un contexto de caída de precios, a lo que se sumó una contracción en los volúmenes. En lo más reciente, a 2025, el EBITDA muestra un repunte respecto de 2024, explicado por mejoras en margen y recuperación de volúmenes, parcialmente compensado por mayores gastos operativos vinculados al proceso de cambio de marca y mayor actividad comercial.

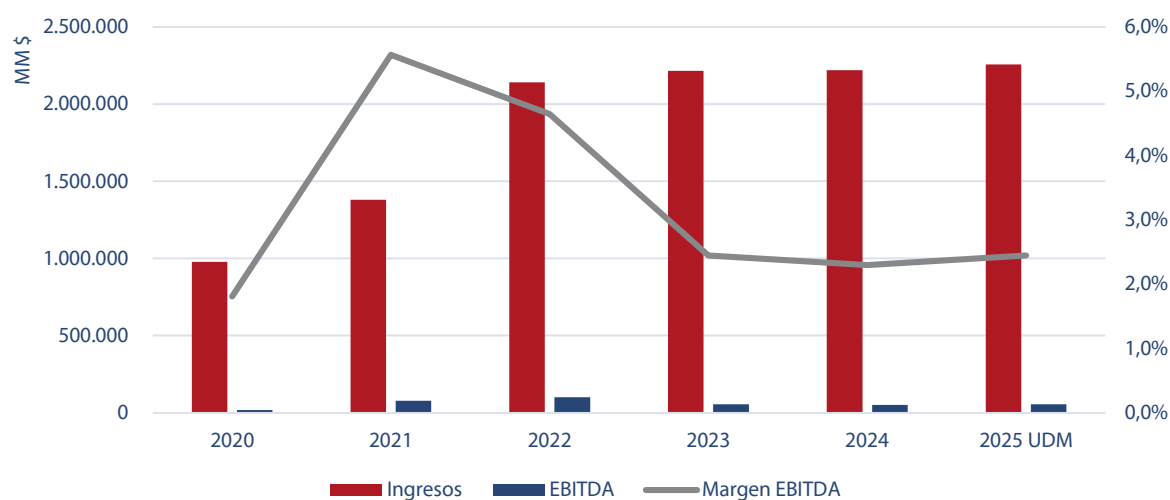


Ilustración 3: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA combustibles

Tiendas de conveniencia

La compañía participa en el negocio de tiendas de conveniencia, dedicadas a comercializar una amplia variedad de productos de consumo masivo (principalmente alimentos), operando bajo la marca "aStop", tanto en su red de estaciones de servicio como en ubicaciones *stand alone*. Al 30 de septiembre de 2025 cuenta con 174 tiendas a lo largo del país (vs. 167 al cierre de 2024), manteniéndose entre los principales operadores del formato en Chile.

En términos nominales, los ingresos del segmento han mostrado un crecimiento relevante, asociado al crecimiento de la red y a iniciativas de potenciamiento del negocio (mejoras en imagen, infraestructura y *layouts*),

donde destaca el cambio de marca de “Spacio1” a “aStop”. A septiembre de 2025 (UDM), los ingresos del segmento aumentan 7,9% respecto del año 2024.

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.

Por su parte, el EBITDA del segmento mostró presión en 2024: pese al crecimiento de ingresos, el EBITDA cayó a \$5.050 millones (-29,7% vs. 2023), explicado por mayores gastos y el periodo de maduración de nuevas aperturas. En lo más reciente, el EBITDA revierte la tendencia y registra un repunte en 2025, con un aumento de 48,6% con respecto a 2024, consistente con mejoras en margen y el avance de las iniciativas comerciales y de rebranding.

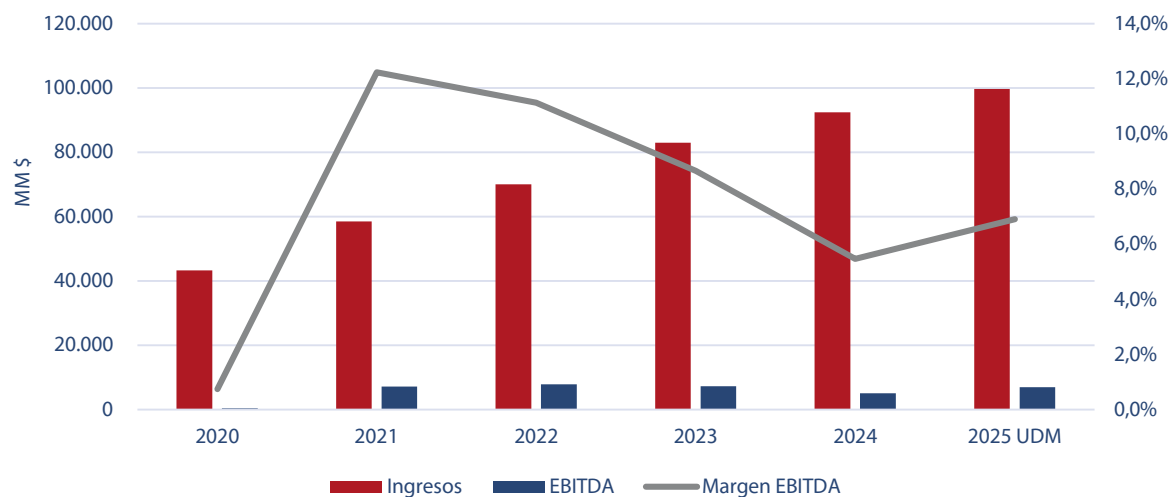


Ilustración 4: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA tiendas

Lubricantes

La compañía comercializa diferentes marcas de lubricantes, incluyendo Valvoline, siendo además licenciataria de Lubrax y distribuidor de Chevron en Chile, orientando sus ventas a vehículos livianos y pesados. Adicionalmente, sus productos se utilizan en 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 del segmento han mantenido una trayectoria de crecimiento/estabilización en niveles altos: al cierre de 2024 los ingresos del segmento aumentaron 18,7% vs. 2023, asociado principalmente a una gestión comercial proactiva y nuevos negocios. A septiembre de 2025 UDM, los ingresos del segmento crecen 13,1% interanual, explicado por la incorporación de nuevos clientes industriales.

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.

Por su parte, el EBITDA muestra mayor sensibilidad a costos: en 2024 el EBITDA del segmento alcanzó \$1.843 millones (vs. \$1.390 millones en 2023), apoyado en el crecimiento de ingresos y mejora del resultado de explotación. En 2025 (a septiembre UDM) el EBITDA del segmento se ubica en \$1.626 millones, menor al año anterior, dado que el alza de costos de operación no fue completamente compensada por el crecimiento de ingresos.

Cabe mencionar que el segmento ha mostrado un desempeño favorable en volúmenes: en 2024 las ventas físicas de lubricantes alcanzaron 14.514 m³ (+29,1% vs. 2023) y a septiembre de 2025 totalizan 11.973 m³ (+12,6% interanual), consistente con la mayor tracción comercial en clientes industriales.

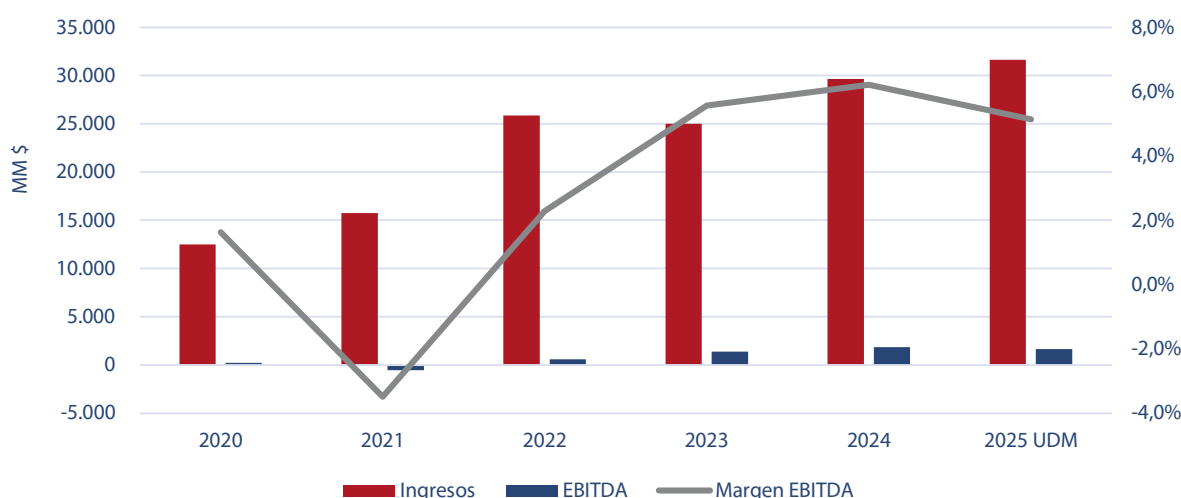


Ilustración 5: Ingresos, EBITDA y margen EBITDA lubricantes

Análisis financiero⁸

Evolución de ingresos, flujo operacional y EBITDA

En términos reales, los ingresos de **Esmax** exhibieron incrementos en 2021 y 2022, explicados principalmente por alzas en el precio del combustible y mayores volúmenes, junto con el crecimiento de los segmentos de tiendas de conveniencia y lubricantes. Posteriormente, en 2023 se observaron contracciones y, en 2024 y sep-2025 UDM, los ingresos se mantuvieron en niveles elevados, registrando una leve baja en el último móvil (sep-2025 UDM) respecto de 2024, explicada principalmente por una normalización en los niveles de precio, parcialmente compensada por una recuperación de volúmenes.

Por otro lado, el EBITDA mostró incrementos relevantes en 2021 y 2022 ante alzas en la ganancia bruta (incluyendo efectos favorables de inventarios en un contexto de mayores precios). En 2023 se evidenció una contracción por caída de precios y efectos desfavorables en inventarios, además de mayores presiones de costos.

⁸ 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.

En 2024 el EBITDA se estabilizó, en un contexto de recuperación parcial de márgenes, pero con presión por mayores gastos operativos (inflación y costos asociados al proceso de cambio de marca), destacando un desempeño más débil en tiendas de conveniencia. En sep-2025 UDM, se observa una mejora respecto del año previo, sustentada en una recuperación del segmento combustibles (mejoras en márgenes y volúmenes, particularmente en B2B) y un repunte de tiendas, parcialmente compensado por mayores gastos de administración asociados a la mayor actividad y al avance del rebranding.

El flujo de actividades operacionales alcanzó su punto máximo en 2022 y posteriormente registró caídas en 2023–2024. A septiembre de 2025, el flujo neto procedente de actividades de operación mejora y alcanza M\$51.005 (vs. M\$42.603 a septiembre de 2024; +20%), explicado principalmente por mayores cobros provenientes de las ventas de bienes y servicios, parcialmente compensado por mayores salidas asociadas a la operación (pagos y otras partidas operativas).

Por segmentos, el mayor aporte proviene de combustibles (M\$42.097 vs M\$35.210), seguido por tiendas (M\$7.110 vs M\$6.407) y lubricantes (M\$1.798 vs M\$986), coherente con una recuperación de generación de caja en el período.

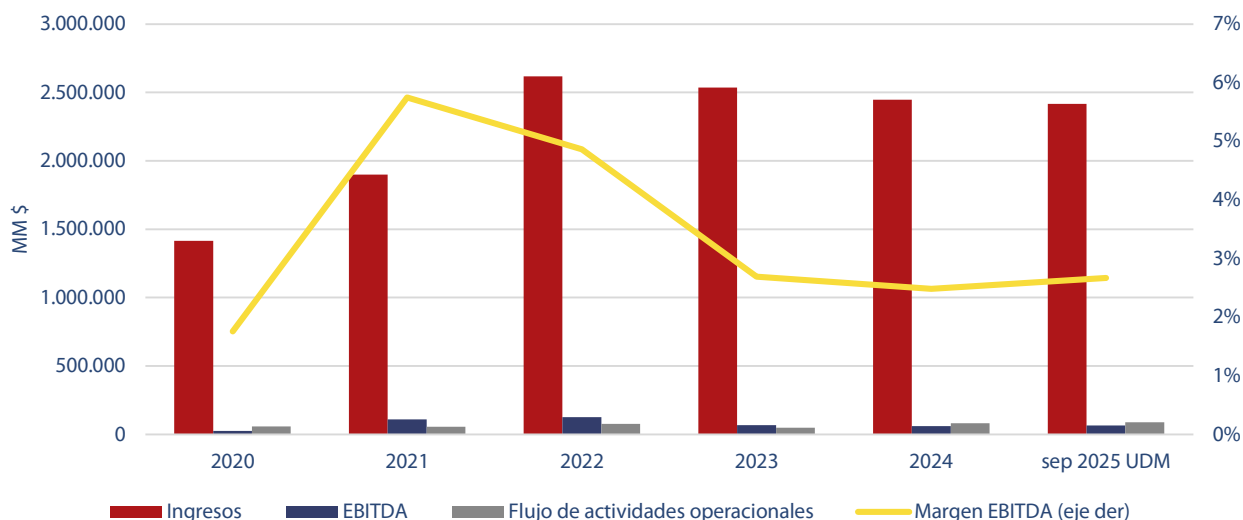


Ilustración 6: Evolución de los ingresos, EBITDA, margen EBITDA y flujo operacional

Evolución del endeudamiento

El *leverage* (medido como pasivo total sobre patrimonio neto) exhibió incrementos en 2020 y 2021. Posteriormente, el indicador tendió a moderarse, ubicándose en torno a 2,9 veces al cierre de 2024, explicado por un aumento del patrimonio en mayor proporción que los pasivos, impulsado por resultados y aumento de capital.

No obstante, al 30 de septiembre de 2025 el *leverage* aumenta a 3,1 veces (vs. 2,6 veces a sep-2024; +20%), dado que los pasivos crecieron en mayor proporción que el patrimonio.

En particular, se observa un mayor peso de obligaciones asociadas al grupo, destacando cuentas por pagar a relacionadas corrientes por compra de combustible con Aramco Trading Americas (M\$ 74.306) y el aumento del préstamo/línea con Aramco Overseas Company B.V. en cuentas por pagar a relacionadas no corrientes (M\$ 58.776).

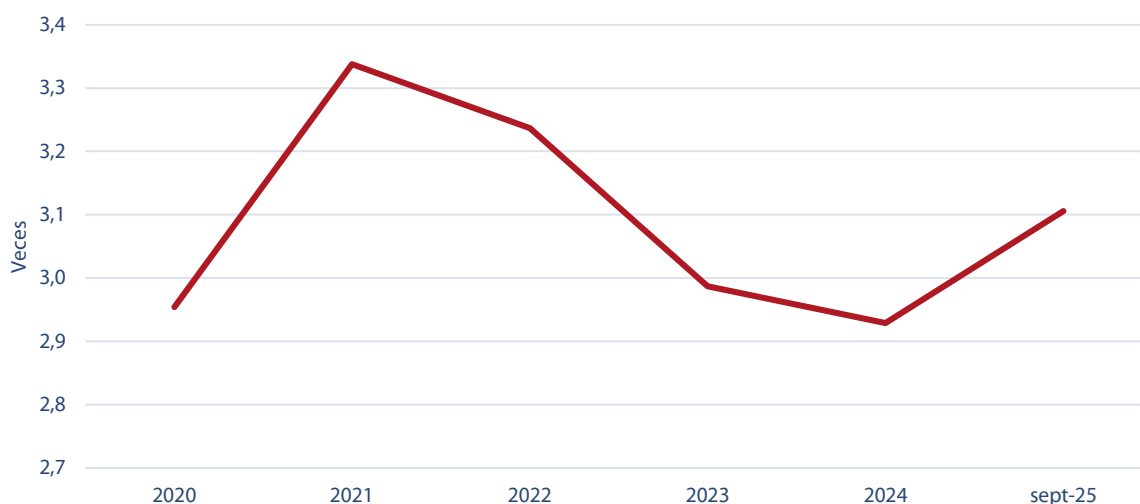


Ilustración 7: Pasivo exigible sobre patrimonio

En términos reales, en el período de evaluación la deuda financiera exhibe una leve tendencia al alza hasta 2023 y luego una disminución en 2024–sep-2025 UDM, explicada principalmente por una gestión de pasivos con amortización/pago de créditos bancarios de corto plazo, en un contexto donde el bono local y los pasivos por arrendamiento siguen representando los componentes más relevantes de la deuda financiera.

Por su parte, los indicadores deuda financiera/EBITDA y deuda financiera/ Flujo de Caja de Largo Plazo alcanzaron su *peak* en 2020 producto de la fuerte caída en los flujos. Posteriormente, disminuyen hasta 2022 ante una mejora relevante del EBITDA; sin embargo, desde 2023 vuelven a deteriorarse por la contracción de resultados. En 2024, pese a la baja de deuda, los ratios se mantienen presionados debido a un EBITDA que se estabiliza con presión de costos: en combustibles hubo mejoras de volumen/margen y menor efecto de inventarios, pero esto fue parcialmente compensado por mayores gastos asociados a inflación y al avance del cambio de marca; a su vez, tiendas crece en ingresos, pero cae su EBITDA por mayor gasto y maduración de aperturas, mientras lubricantes compensa parcialmente con mejor desempeño por nuevos negocios.

En sep-2025 UDM, ambos indicadores muestran mejora, consistente con un mayor EBITDA y mejor generación de caja: destaca el avance del segmento combustibles por mayor volumen y margen (B2B y *retail*) y el repunte de tiendas, aunque con una base de gastos aún elevada y con lubricantes mostrando presión por mayores costos.

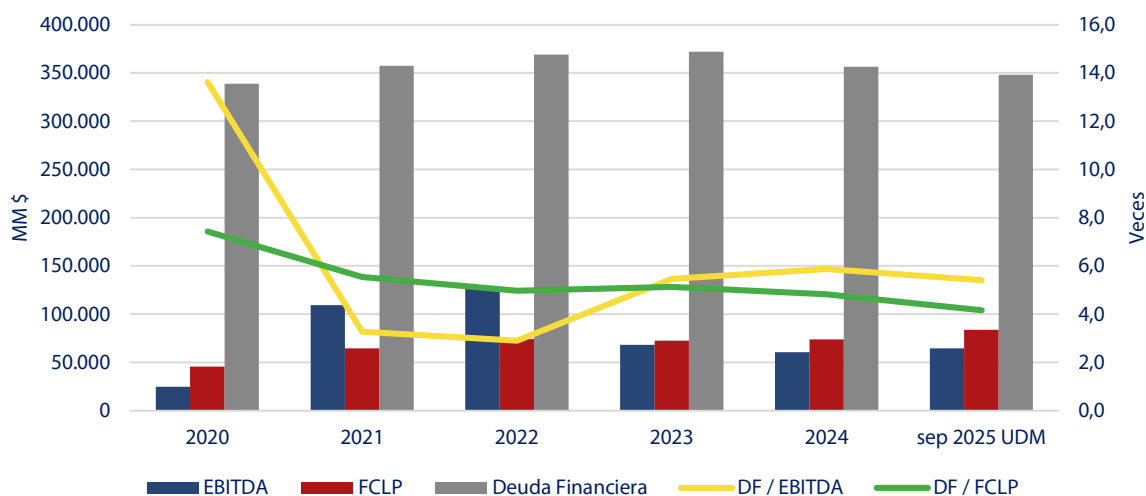


Ilustración 8: Deuda Financiera, EBITDA y FCLP

A septiembre de 2025, un 77,7% de la deuda financiera corresponde a pasivos por arrendamientos (y un 22,3% 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 \$83.624 millones, mientras que el bono y los arrendamientos ascienden a \$74.036 millones y \$24.866 millones, respectivamente. Adicionalmente, la compañía mantiene un financiamiento con entidad relacionada asociado al controlador, correspondiente al uso de la línea de crédito con Aramco Overseas Company B.V., registrando un saldo no corriente por M\$58.776. Asimismo, la obligación con el público (bono en UF) cuenta con un swap (cobertura de flujo de efectivo) con vencimiento en marzo de 2026; al 30 de septiembre de 2025 dicho derivado se registra a valor razonable como otros activos financieros corrientes por M\$ 20.313 (vs. M\$ 21.791 al cierre de 2024).

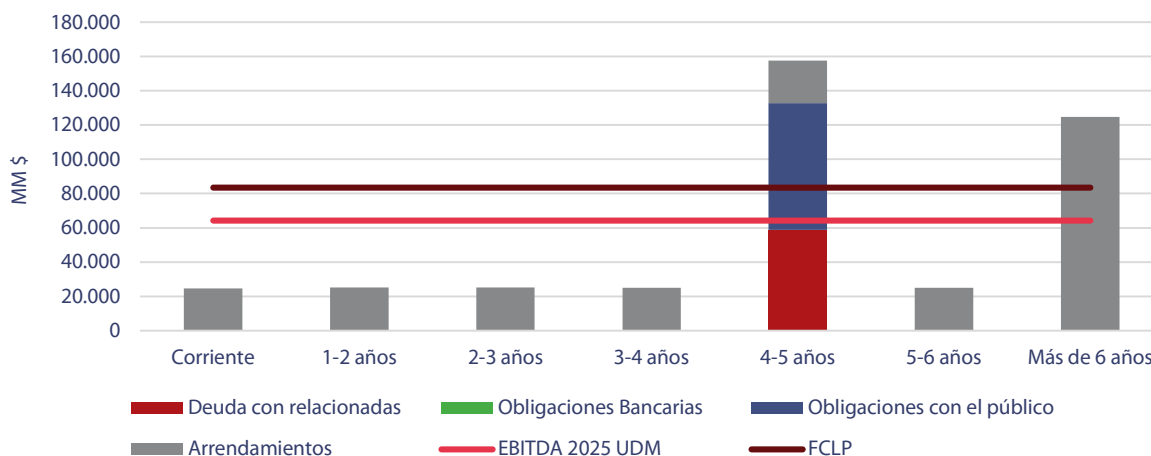


Ilustración 9: Perfil de vencimientos

Evolución de la liquidez

El *ratio* de liquidez de **Esmax** (activos corrientes sobre pasivos corrientes) se ha ubicado sobre la unidad de forma persistente. Tras mantenerse en torno a 1,4x en 2021–2022, el indicador mejora a 1,5x en 2023 y se mantiene estable en 1,5x durante 2024 y a septiembre de 2025, reflejando una posición de liquidez adecuada y sin cambios relevantes en el último año, en un contexto de menor presión de obligaciones de corto plazo y niveles de capital de trabajo consistentes con la operación.

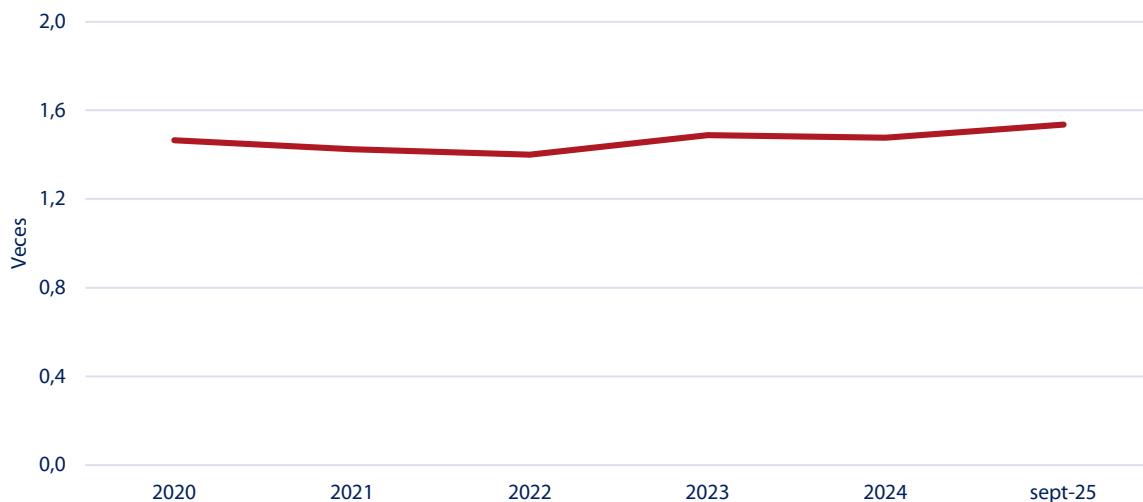


Ilustración 10: Evolución liquidez

Evolución de la rentabilidad⁹

Durante el período de análisis (2020–sep-2025 UDM), los indicadores de rentabilidad (sobre activo, patrimonio y operacional) muestran una caída relevante en 2020, asociada al shock operativo de la pandemia (menores volúmenes) y a un entorno de alta volatilidad en combustibles que afectó el desempeño del negocio, junto con mayores cargas/ajustes puntuales. Posteriormente, en 2021–2022 se observa una recuperación significativa por normalización de la actividad y un contexto comercial más favorable, mientras que desde 2023 la rentabilidad se modera, en línea con un escenario menos favorable y mayor presión de costos (inflación y ajustes laborales), además de mayores gastos asociados al proceso de transición e integración, manteniéndose acotada en 2024 y sep-2025 UDM.

De esta manera, en 2024 la rentabilidad sobre activo, patrimonio y operacional alcanzó 1,0%, 3,9% y 5,2%, respectivamente (vs. 1,9%, 7,7% y 6,9% en 2023). En sep-2025 UDM, estos indicadores se ubican en 0,8%, 2,9% y 4,8%, respectivamente.

⁹ 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.

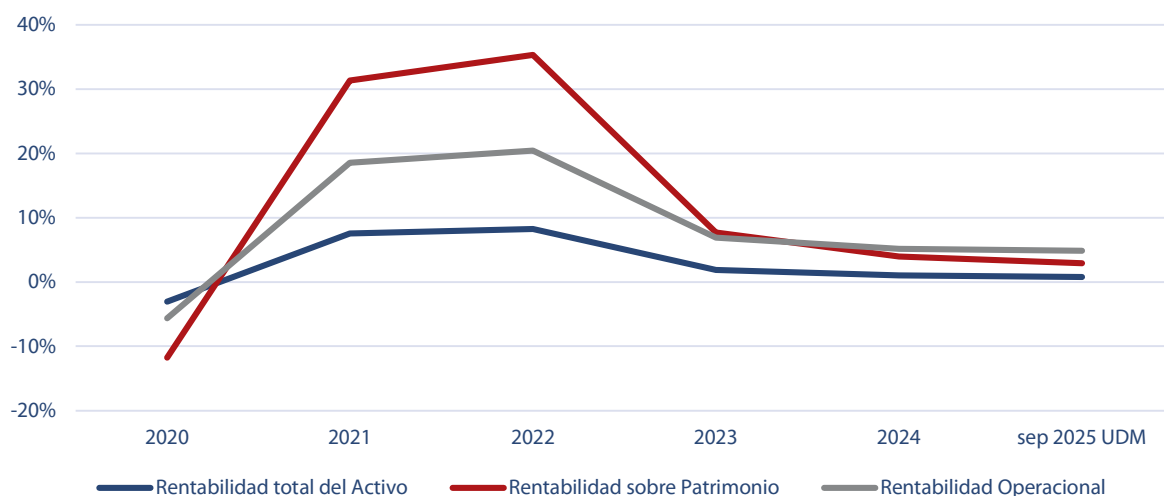


Ilustración 11: Evolución de la rentabilidad

Ratios financieros¹⁰

Ratios de liquidez	2020	2021	2022	2023	2024	sept-25
Liquidez (veces)	1,15	1,16	1,13	1,11	1,12	1,14
Razón Circulante (Veces)	1,46	1,43	1,40	1,49	1,48	1,54
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	1,46	1,42	1,40	1,48	1,48	1,54
Razón Ácida (veces)	1,04	0,90	0,95	1,01	1,04	1,04
Rotación de Inventarios (veces)	20,23	20,37	21,53	22,14	23,78	19,21
Promedio Días de Inventarios (días)	18,04	17,92	16,95	16,48	15,35	19,00
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	18,84	14,16	16,87	17,35	17,84	19,04
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	19,37	25,78	21,64	21,04	20,46	19,17
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	13,88	9,96	11,95	14,84	13,07	21,74
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	26,30	36,66	30,55	24,60	27,92	16,79
Diferencia de Días (días)	6,93	10,88	8,91	3,56	7,46	-2,38
Ciclo Económico (días)	-11,12	-7,04	-8,05	-12,92	-7,89	-21,38

Ratios de endeudamiento	2020	2021	2022	2023	2024	sept-25
Endeudamiento (veces)	0,75	0,77	0,76	0,75	0,75	0,76
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	2,95	3,34	3,24	2,99	2,93	3,11
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,40	0,60	0,73	0,60	0,56	0,52
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	13,63	3,27	2,90	5,46	5,87	5,41
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,07	0,31	0,34	0,18	0,17	0,18

¹⁰ 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.

Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	75,73%	66,02%	63,63%	68,87%	63,81%	58,80%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	0,03%	0,05%	0,04%	0,02%	3,66%	22,47%
Veces que se gana el Interés (veces)	-2,37	4,44	4,92	0,71	0,33	0,21

Ratios de rentabilidad	2020	2021	2022	2023	2024	sept-25
Margen Bruto (%)	9,84%	11,84%	10,24%	8,54%	9,23%	10,16%
Margen Neto (%)	-1,35%	2,58%	2,30%	0,55%	0,30%	0,23%
Rotación del Activo (%)	236,20%	269,91%	344,79%	351,64%	326,50%	308,48%
Rentabilidad Total del Activo (%) *	-3,25%	8,02%	8,56%	1,91%	1,03%	0,80%
Rentabilidad Total del Activo (%)	-3,05%	7,54%	8,24%	1,87%	1,00%	0,76%
Inversión de Capital (%)	79,55%	70,40%	59,65%	57,83%	72,59%	96,38%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	23,87	22,10	26,74	25,56	25,75	22,10
Rentabilidad Operacional (%)	-5,64%	18,55%	20,46%	6,91%	5,16%	4,84%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	-11,74%	31,30%	35,31%	7,70%	3,94%	2,92%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	87,09%	85,87%	88,23%	89,93%	89,17%	88,07%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	90,16%	88,16%	89,76%	91,46%	90,77%	89,84%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	10,45%	8,40%	6,28%	6,73%	7,60%	8,53%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	-11,44%	41,97%	51,05%	16,45%	11,66%	11,14%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	1,76%	5,75%	4,86%	2,69%	2,48%	2,67%

“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.”