



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

**Razón reseña:
Anual desde Envío Anterior**

Analista
Margarita Andrade P.
Tel. 56 – 2 – 2433 52 00
margarita.andrade@humphreys.cl

Envases del Pacífico S.A.

Abril 2014

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 2433 52 00 – Fax 2433 52 01
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable
Solvencia Tendencia	A Desfavorable¹
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 diciembre 2013

Estado de Resultados Consolidado IFRS

M\$ de cada año	2009	2010	2011	2012	2013
Ingreso de actividades ordinarias	44.583.908	48.229.769	47.514.726	43.740.050	40.786.776
Costo de ventas	-33.594.566	-37.507.227	-38.923.392	-37.489.231	-37.515.181
Otros ingresos (gastos) por función	-743.888	-746.212	-705.792	-939.112	-708.388
Gastos de administración	-1.772.231	-1.813.895	-1.836.495	-2.148.105	-1.942.023
Resultado operacional	8.473.223	8.162.435	6.049.047	3.163.602	621.184
Gastos financieros	-448.938	-404.150	-374.445	-315.519	-388.546
Resultado del ejercicio	7.303.978	6.621.341	4.762.415	2.413.906	227.114
EBITDA	10.831.339	10.594.832	8.474.046	5.725.955	3.375.107

Balance General Consolidado IFRS

M\$ de cada año	Dic-2009	Dic-2010	Dic-2011	Dic-2012	Dic-2013
Activos corrientes totales	21.071.445	22.273.859	19.318.715	20.310.849	19.536.982
Activos no corrientes totales	33.292.483	32.911.956	33.113.822	38.816.898	43.481.378
Total activos	54.363.928	55.185.815	52.432.537	59.127.747	63.018.360
Pasivos corrientes totales	8.426.409	8.836.219	8.201.624	13.230.291	14.517.735
Pasivos no corrientes totales	9.023.700	8.834.703	8.201.049	10.993.860	13.743.779
Total pasivos	17.450.109	17.670.922	16.402.673	24.224.151	28.261.514
Patrimonio total	36.913.258	37.514.893	36.029.864	34.903.596	34.756.846
Total patrimonio y pasivos	54.363.367	55.185.815	52.432.537	59.127.747	63.018.360
Deuda financiera	5.724.500	5.123.100	4.924.835	10.105.819	14.036.773

¹ Tendencia anterior: Estable.

Fundamento de la clasificación

Envases del Pacífico S.A. (Edelpa) participa en la industria de envases flexibles, proveyendo soluciones de *packaging* a las principales compañías multinacionales de consumo masivo de Chile y Latinoamérica. Durante 2013 tuvo un volumen de ventas cercano a las 12.347 toneladas y una participación estimada en alrededor de un 25% del mercado local de envases flexibles.

Durante 2013 la empresa generó ingresos anuales por alrededor de US\$ 78 millones y un EBITDA cercano a los US\$ 6,4 millones. Sus pasivos financieros al 31 de diciembre ascendían a US\$ 27 millones.

El cambio de tendencia de la solvencia de **Edelpa** desde *Estable* a *Desfavorable* se explica por el deterioro paulatino de sus niveles de rentabilidad, afectando su indicador de DF/Flujo de Caja de Largo Plazo (FCLP)², el que asciende a 1,8 veces a diciembre de 2013 (considerando RAA promedio de los últimos cinco años), el que en el 2011 no superaba 0,6 veces. En tanto el *ratio* DF/Ebitda ha oscilado entre 0,4 (2008) y 4,1 veces (2013)³.

Entre las principales fortalezas de **Edelpa** que la clasificación reconoce destacan el posicionamiento de mercado que presenta la sociedad dentro de su segmento objetivo (negocio de envases flexibles), tanto en Chile como en Latinoamérica, y una cartera de clientes conformada, principalmente, por empresas de reconocido prestigio y solvencia que, mediante la prestación de un servicio competitivo y de calidad, entregan al emisor adecuadas perspectivas de crecimiento.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por las inversiones en tecnología que ha realizado la administración –orientadas a mejorar la calidad y el cuidado del medioambiente– con el objetivo de mejorar sus niveles de eficiencia. También se consideran positivamente los años de experiencia que posee en la industria y la existencia de una oferta de productos que se adapta a las necesidades de sus clientes, con potencial de crecimiento, especialmente, en el segmento de alimentos.

Desde otra perspectiva, dentro de los elementos que restringen la clasificación se considera el nivel de competencia al interior de la industria, que ha presionado a una baja en los márgenes y rentabilidad consolidada del negocio.

Adicionalmente, la categoría asignada incorpora la exposición de las exportaciones de **Edelpa**, tanto por la volatilidad del tipo de cambio como por el hecho de orientarse a países cuya clasificación de riesgo es inferior a la de Chile. También se considera como riesgo la concentración por cliente que presentan las ventas de la compañía y las posibles implicancias en los resultados de la eventual pérdida de un grupo reducido de contratos. Otros factores considerados son los posibles cambios en la regulación ambiental, el riesgo de obsolescencia tecnológica y la exposición a la variabilidad de los precios de los insumos.

² El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.

³ Se reconoce que parte de la deuda financiera corresponde al terreno adquirido para la construcción de una nueva planta, que finalmente no se realizará; si se descuenta esa deuda el indicador asciende a 3,2 veces.

Para la clasificación de acciones en "Primera Clase Nivel 4", se ha apreciado una reducida liquidez de los títulos accionarios emitidos por la sociedad, lo que se manifiesta por el nivel de la presencia bursátil mensual, la que se sitúa en promedio en 5,4% (últimos doce meses).

La tendencia de clasificación de las acciones se califica *Estable*⁴, considerando que en el mediano plazo no se evidencian elementos que pudieren hacer variar su nivel actual de presencia bursátil.

La empresa tenía en proyecto la construcción de una nueva planta, con un costo estimado de US\$ 30 millones, de los cuales se alcanzaron a invertir alrededor de US\$ 9,6 millones y se adquirió el terreno mediante *leasing*. Sin embargo, y debido a un aumento en la capacidad productiva de la planta principal de Camino a Melipilla (por incorporación de nuevas máquinas con mayor productividad), sumado a una refocalización en la expansión de los mercados de exportaciones, se redefinió la ejecución del proyecto original para evaluar la conveniencia de arrendar o de vender el inmueble a mediano plazo.

La clasificación de solvencia podría mejorar en el mediano plazo si se estabiliza la rentabilidad de los activos en niveles superiores a los actuales y si se observa un crecimiento importante en la capacidad para generar flujos de caja.

Para mantener la clasificación de solvencia en la categoría actual es necesario que se conserven aquellos factores que la sustentan y logre revertir la caída sostenida de los indicadores de rentabilidad. Para la mantención de la clasificación de los títulos accionarios, en tanto, es necesaria que la capacidad de pago de la compañía no se deteriore significativamente.

Resumen Fundamentos Clasificación

Fortalezas centrales

- Posicionamiento de mercado.
- Cartera de clientes conformada por las principales compañías de productos de consumo masivo del país y Latinoamérica, de reconocido prestigio y solvencia.

Fortaleza complementaria

- Inversiones en tecnología.
- 47 años de experiencia.

Fortalezas de apoyo

- Oferta de productos que se adapta a las necesidades de sus clientes.
- Potencial de crecimiento de los envases flexibles en la industria alimentaria.

Riesgos considerados

- Competencia actual y potencial (fuerte impacto en márgenes).
- Exposición de las exportaciones a la volatilidad del tipo de cambio y por países de destino con clasificación de riesgo inferior a la local (atenuado por seguro de crédito y por posibilidad de cobertura de monedas).
- Concentración de las ventas por cliente (muy bajo riesgo de incobrabilidad, pero de fuerte impacto).
- Cambios en la regulación ambiental (bajo riesgo).
- Riesgo de obsolescencia tecnológica (bajo riesgo).
- Variabilidad de costo de los insumos (riesgo coyuntural por el desfase para pasar a precio).

⁴ Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

Hechos recientes

Enero-diciembre 2013

Durante 2013, **Edelpa** alcanzó ingresos de actividades ordinarias por \$ 40.787 millones, lo que representa una disminución del 6,8% con respecto a 2012, explicado por una disminución en el precio promedio de venta, contrarrestado en parte por un efecto neto positivo de las ventas físicas. Por su parte, los costos de ventas del período fueron de \$ 37.515 millones, implicando un crecimiento del 0,1% respecto de 2012, explicado fundamentalmente por los efectos por única vez originados en la negociación colectiva, cancelación de indemnizaciones producto del plan de reestructuración de costos de la compañía, mayores costos de mantenimiento y mejoras de equipos y máquinas.

Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación del período alcanzó a \$ 3.272 millones, contrayéndose con ello en 47,7%. Los gastos de administración alcanzaron \$ 1.942 millones, mientras que los otros gastos por función⁵ llegaron a \$ 708 millones. Con todo, el resultado operacional del período fue de \$ 621 millones, implicando una disminución de 80,4% en relación al año anterior.

La utilidad del ejercicio alcanzó los \$ 227 millones, en tanto el EBITDA llegó a \$ 3.375 millones, ocasionando una caída de 90,6% y 41,1% en relación al año anterior, respectivamente. En este sentido, cabe mencionar que la compañía se encuentra en un proceso de reestructuración y reducción de costos fijos, en marcha desde enero del año 2013, con el objetivo de retomar los niveles de productividad, eficiencia y resultados pasados.

Eventos recientes

Durante el primer trimestre del año 2013, se llevó a cabo el proceso de negociación colectiva, el cual terminó satisfactoriamente durante el mes de abril. El nuevo convenio colectivo tiene una duración de tres años.

En sesión ordinaria de directorio del 30 de julio de 2013, se acordó la creación de la filial "Envases del Pacífico Internacional S.A." que tiene por objeto la realización de inversiones en el extranjero. De acuerdo a lo informado por la administración, esta compañía será el principal accionista de una nueva sociedad que se constituirá en México para desarrollar un centro logístico (bodegaje) en ese país, teniendo por propósito el abastecimiento regular de este importante mercado para **Edelpa**. La inversión inicial estimada para desarrollar esta operación es de US\$ 150 mil, a materializarse durante el primer semestre del presente año.

Definición de categorías de riesgo

Categoría A⁶

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una 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.

⁵ Netos de "Otros ingresos, por función".

⁶ Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, también se hace extensible a empresas.

Primera Clase Nivel 4

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una razonable combinación de solvencia y estabilidad en la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

Oportunidades y fortalezas

Posicionamiento de mercado: **Edelpa** mantiene una posición de liderazgo dentro de la industria de envases flexibles en Chile, con una participación de mercado estimada del 25% en 2013 en términos de ventas físicas, siendo además un actor relevante como exportador de envases flexibles en Latinoamérica (un 27% de sus ventas es exportada y en la actualidad tiene presencia en México, Brasil, Costa Rica, Colombia, Nicaragua y Argentina, entre otros). Lo anterior está sustentado en su historia y en su fuerte inversión en tecnología de producción y de medio ambiente, lo que además se complementa con alianzas y acuerdos de cooperación tecnológica que le permiten ampliar su *mix* de productos y su presencia en el mercado.

Cartera de clientes: La compañía cuenta en su cartera de clientes con empresas de reconocido prestigio, solvencia y participación de mercado en el sector consumo, situación que disminuye los riesgos de incobrabilidad y/o de reducción de ingresos ante una eventual menor actividad por parte de su demanda (algunos de sus clientes son: Unilever, Nestlé y Pepsico). Al lograr la fidelización de los clientes (con buen servicio, en términos de calidad y oferta, y precios competitivos), el emisor se beneficia del crecimiento natural de los sectores y empresas a las cuales atiende. En relación a este último elemento, cabe destacar que, de acuerdo a la última información disponible del mercado, en Chile el consumo per cápita de envases flexibles alcanza a US\$ 8, mientras que en Estados Unidos dicho valor llega a US\$ 50, lo que implica que existe un potencial de expansión, asociado al crecimiento de sus clientes.

Experiencia, servicio y tecnología: **Edelpa** ha tenido como estrategia la innovación tecnológica, con inversiones por US\$ 22 millones en el lapso 2006-2008, y el desarrollo de envases de grandes dimensiones para la industria minera en 2010, lo que le ha permitido desarrollar respuestas rápidas y adaptadas a los requerimientos de los clientes, con un *mix* de productos de calidad y con procesos productivos que buscan minimizar el impacto al medio ambiente, todo lo cual se traduce en la creación de un producto de valor agregado elevado. A partir del año 2012, la compañía inició un plan de inversión orientado a ampliar la capacidad productiva y mejorar los procesos de la planta en cada una de sus etapas. Por esta razón, durante el año 2013 puso en operación una impresora de huecograbado de 10 cuerpos con laminación en línea, una máquina extrusora coating, una coextrusora de 3 capas y una impresora flexográfica de 8 colores, las cuales han significado una inversión de US\$ 8,5 millones. Esta característica es consecuencia de una empresa con 47 años en el mercado (30 con los actuales controladores) y que ha mostrado capacidad de adaptación a los cambios experimentados por la industria.

Potencial de crecimiento: La creciente popularidad de los envases flexibles es una tendencia que destaca en la industria alimentaria, principal segmento demandante de los productos de **Edelpa**. En 2012 la producción mundial superó el billón de unidades, lo cual representa el 59% del volumen del mercado de empaques. La gran versatilidad del envase flexible, junto con su extenso uso en diversas categorías de alimentos, contribuyen a

este posicionamiento y potencial de crecimiento a futuro. De acuerdo a un informe de Markets and Markets se estima que el mercado mundial de envases flexibles crecerá a una tasa compuesta anual del 5,1% entre 2013 y 2018, sumado al crecimiento que se espera de la industria de procesamiento de alimentos y bebidas en Brasil y otros países de América Latina reforzará esta tendencia, principalmente con ocasión de la Copa Mundial de Fútbol 2014 y los Juegos Olímpicos de 2016, ambos a desarrollarse en Brasil, actuando como un importante impulsor de la industria turística, y con ello, del consumo de alimentos envasados en la región.

Factores de riesgo

Competencia actual y potencial: La compañía enfrenta en gran parte del mercado nacional a un competidor de similar tamaño y a la vez la industria ha visto incrementada su capacidad instalada, todo lo cual ha hecho caer los márgenes del negocio. La clasificación no puede desconocer, además, a la competencia indirecta, representada por el ingreso de productos importados ya envasados, especialmente en el sector alimenticio, principal sector al que abastece la compañía. Por otro lado, no se puede descartar la entrada de nuevos operadores al mercado, tanto en el ámbito local como latinoamericano, sin perjuicio de las barreras de entrada existentes, tales como el *know how* acumulado por la empresa a lo largo de su historia.

Concentración de clientes: Las ventas de la compañía se concentran en clientes del sector alimenticio (alrededor del 88% de las ventas físicas). Aunque se reconoce que el consumo de alimentos como un todo tiende a ser estable, la concentración de clientes torna vulnerable los ingresos de la empresa ante la pérdida de uno o más de ellos, en especial si son de los más importantes.

Riesgo de las exportaciones: Las exportaciones representaron un 27% de las ventas totales de 2013, concentradas principalmente en seis países: México, Brasil, Costa Rica, Colombia, Nicaragua y Argentina, con un 91% de los envíos de **Edelpa** en conjunto, lo que implica que la compañía está expuesta a las variaciones en el valor del tipo de cambio (si bien presenta una cobertura natural entre lo que exporta e importa), a las fluctuaciones adversas en las economías externas, así como las políticas restrictivas y normativas que estos países pudieren aplicar en relación con el comercio internacional, incluyendo los controles a las divisas. Es importante tener en consideración que mientras Chile está clasificado en *Categoría Aa3* a escala global, México en A3, Colombia y Costa Rica en Baa3, Brasil en Baa2, Nicaragua en B3 y Argentina en Caa1⁷. Cabe mencionar que en el mes de mayo del 2012, la compañía suscribió con Magallanes Seguros de Crédito una póliza que cubre el riesgo de crédito de las ventas realizadas a los clientes de exportación.

Regulación ambiental: Dados los tipos de productos comercializados por la compañía, resulta de importancia el control que ella lleve a cabo para cumplir con las normas ambientales exigidas por la autoridad. En este sentido, la compañía ha incorporado sistemas y procedimientos adecuados a los estándares actualmente exigidos en Europa. Sin perjuicio de ello, está expuesta a cambios regulatorios que tornen más exigentes los requerimientos en esta materia por parte de la autoridad, lo que podría implicar la inversión de nuevos recursos

⁷ Puede haber diferencias entre los *ratings* de las distintas agencias internacionales, que no cambian en lo fundamental esta situación.

para poder cumplirlas. Como atenuante se reconoce la fuerte inversión que ha realizado **Edelpa** en los últimos años, por ejemplo, en la planta recuperadora de solventes.

Riesgo tecnológico: Este sector está expuesto a un riesgo tecnológico moderado. La compañía debe estar atenta a los avances que se vayan produciendo en este sentido, ya sea, si son exigidos por el mercado en general o por algunos clientes en particular. Como atenuante a este riesgo, se reconoce la estrecha relación que **Edelpa** mantiene con sus clientes y la capacidad que ha mostrado hasta la fecha para adaptarse a sus necesidades. También, cabe mencionar que en los últimos años ha realizado inversiones tendientes a mejorar la tecnología utilizada en los procesos que le permiten destacarse entre los actores de su industria.

Costo de los insumos: Los insumos utilizados por la empresa, necesarios para la fabricación y venta de los productos de la compañía, están expuestos a variaciones en sus precios, lo que puede afectar la rentabilidad de la empresa durante períodos económicos recesivos, ya que representan una parte importante de los costos totales (alrededor del 70% del costo de venta).

Antecedentes generales

Historia

La compañía se inició en 1967 con el nombre de Envases Frugone. En 1984 fue adquirida por el grupo Said y transformada en Envases del Pacífico S.A. abriéndose al mercado de valores en 1992.

En 1997 la sociedad adquirió Envases Italprint S.A., localizada en Viña del Mar y en el 2001 compró Prepac S.A., ubicada en Santiago. A estas incorporaciones se sumó la compra, en 2004, de un porcentaje de la propiedad de Empresas Alvher en Argentina. También en 2004 se produjo la fusión por absorción de **Edelpa** sobre Envases Italprint S.A.

En abril de 2008 **Edelpa** aportó su participación accionaria en Envases EP S.A. y en Enflex S.A. a su filial Envases del Pacífico Limitada, empresa que se transformó en una sociedad anónima cerrada, cambiando de nombre a Envases del Plata S.A. En mayo de 2008 esta filial vendió el 100% de la propiedad sobre las inversiones mantenidas en Argentina, correspondiente al 95% de las tenencias accionarias mantenidas sobre Envases EP S.A. y Enflex S.A.

Durante 2008 concluyó un plan de inversiones por US\$ 22 millones, iniciado en 2006, con la puesta en marcha de una planta recuperadora de solventes, una línea robotizada de producción de cilindros para huecograbado y la incorporación de otros equipos de alto desempeño. Durante el mismo año inició exportaciones a Brasil y a Puerto Rico, a través de contratos de abastecimiento con compañías multinacionales fabricantes de alimentos.

Durante 2012 se abrió una oficina técnico-comercial en Brasil, sumando a la fecha cuatro (México, Colombia y Costa Rica).

Propiedad y administración

La sociedad es controlada por Inversiones Cabildo S.A. e Inversiones del Pacífico S.A., con un 46,84% de la propiedad, ambas controladas por la familia Said. Dicho grupo es un importante conglomerado empresarial

chileno, con inversiones en los sectores salud (Cruz Blanca Salud), inmobiliario (Parque Arauco) y bebidas (Embotelladora Andina), tanto en el país como en el extranjero. También tiene participación minoritaria en BBVA Chile.

A continuación se muestra la distribución de la propiedad a marzo de 2014:

Nombre	% de Propiedad
Inversiones Cabildo S.A.	34,80%
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	12,15%
Inversiones del Pacífico S.A.	12,04%
Inversiones Jardines del Bosque Limitada	9,01%
Chile Fondo de Inversión Small Cap	5,51%
Otros	26,49%

El directorio de la compañía está formado por siete miembros, identificados a continuación:

Nombre	Cargo
Carlos Jorge Renato Ramírez Fernández	Presidente
Susana Carey Claro	Director
Fernando Franke García	Director
Salvador Said Somavía	Director
Isabel Said Somavía	Director
José Domingo Eluchans Urenda	Director
Francisco Sáenz Rica	Director

La administración de la compañía está liderada por el señor Horacio Cisternas Pérez, gerente general⁸, y conformada por las siguientes gerencias y subgerencias:

Cargo	Nombre
Gerente Comercial	Germán Naranjo Maldini ⁹
Director de Operaciones	Antonio Núñez Marinkovic
Gerente de Administración, Finanzas y Logística	Eduardo Silva Aránguiz
Gerente de Planificación y Gestión	Jaime Valenzuela Piña
Gerente de Mantenimiento e Ingeniería	Rodolfo Arceredillo ¹⁰
Sub Gerente de Personas	Cristian Pinto Muñoz ¹¹
Sub Gerente de Producción	Mario Soto Valenzuela ¹²
Sub Gerente de Exportaciones	Sergio Arratia Mella
Sub Gerente Técnico	Claudio González Vargas

⁸ Fecha de nombramiento: 1º de febrero de 2013.

⁹ Fecha de nombramiento: 1º de enero de 2014.

¹⁰ Fecha de nombramiento: 14 de febrero de 2013.

¹¹ Fecha de nombramiento: 10 de junio de 2013.

¹² Fecha de nombramiento: 22 de abril de 2013.

Sub Gerente de TPM	Héctor Pérez Lisboa
Sub Gerente de Logística	Emilio Iligaray Aragón

Filiales

La empresa cuenta con tres filiales cuyo objeto es la administración de las distintas inversiones de la compañía, A continuación se presenta el detalle de éstas a diciembre de 2013:

Identificación filial	Participación	Porcentaje de la inversión sobre el activo total de la Matriz
Envases del Plata S.A.	99,99%	34,7%
Envases Novoflex Ltda.	99,99%	3,6%
Envases del Pacífico Internacional S.A.	99,99%	0,0%

Descripción del negocio y antecedentes de la industria

Edelpa participa en la industria de envases flexibles en Chile y Latinoamérica, con una planta de producción en Chile, oficinas técnico-comerciales en México, Brasil, Costa Rica y Colombia y una oficina en Puerto Montt. A través de éstas, provee de soluciones de *packaging* a las principales compañías de consumo masivo, locales y multinacionales de la región (las exportaciones equivalieron a un 27% de las ventas totales de la compañía en 2013). El 87,6% de sus ventas físicas corresponden a empresas del sector de alimentos, el 5,5% a empresas de artículos de aseo y limpieza y el 1,8% a empresas del sector de artículos de higiene y cuidado personal. A continuación se presentan los principales clientes de la compañía:

Clientes		
Empresas multinacionales	Empresas nacionales	Exportaciones
Unilever	Empresas Carozzi	Unilever
Nestlé	Watts	Nestlé
Pepsico (Evercrisp)	Salmones Multiexport	Reckitt Benckiser
Arcor-Dos en Uno	Cecinas San Jorge	Lesaffre
Heinz	Tres Montes Lucchetti	Sancor
S.C. Johnson	Iansa	Grupo Nutresa (Nacional de Chocolates y Colcafé)
Clorox	Vital	
Marine Harvest	Pesquera Camanchaca	
	AquaChile	
	Soprole	
	Cecinas Llanquihue	
	Tucapel	
	Nutripro	
	Colún	
	Cambiaso	
	Ballerina	
	Invertec	

El mercado de envases flexibles es uno de los más dinámicos y diversos dentro de la categoría de empaques y embalajes. Las principales ventajas de los envases flexibles comparados con empaques rígidos, son el menor peso y, por lo tanto, más bajos costos logísticos de transporte y almacenaje, a lo cual se suma su capacidad de lograr alta calidad de impresión y ofrecer sistemas de apertura fácil y segura al consumidor.

El mercado de envases flexibles está correlacionado con la economía y con aspectos culturales y demográficos, y, por lo tanto, exige a sus proveedores una alta capacidad de innovación, eficiencia y velocidad de respuesta. Asimismo, la globalización de los mercados obliga a conformar una red internacional capaz de atender a los clientes en diferentes países. Las películas de plástico representan casi el 75% de la demanda de material de embalaje flexible, pues logran un alto desempeño en términos de barrera y elasticidad y su versatilidad deja espacio a innovación y expansión hacia nuevos mercados de consumo. En este sentido, los bioplásticos son un nicho con alto potencial, así como materiales que permitan reducir el tamaño de los envases y posibilitar su reutilización. En el mercado local, existe aún demanda por envases plásticos con exigencias específicas que son suplidos por el mercado externo, oportunidad que **Edelpa** ha ido captando gracias a su capacidad tecnológica.

En la industria de envases flexibles de Chile participan empresas que son en su mayoría locales y especializadas en productos o segmentos de mercado. Las dos principales compañías productoras son **Edelpa** y Alusa (filial de Madeco) quienes poseen una participación de alrededor de 25% cada una. Existen también importadores directos y empresas de menor tamaño, como BO Packaging, HYC, Eroflex Serplas, Interpack, Italplast, Copak, Empak y Montesa.

Dentro del mercado de alimentos, principales demandantes de los productos de **Edelpa**, una de las tendencias destacadas de los últimos años se relaciona con el avance hacia la percepción del envase ya no sólo como un elemento contenedor de alimentos, sino como un medio para conservarlos por más tiempo. Han surgido en este contexto envases fabricados con una película plástica que controla la evaporación del agua de los alimentos frescos, retardando así el proceso de descomposición. Su desarrollo plantea importantes beneficios desde el punto de vista del potencial exportador de la industria alimentaria chilena. Dentro de la variedad de envases flexibles, que incluye películas de plástico, de aluminio y multicapas (combinación de dos o varios materiales), el desarrollo más notable lo representa la bolsa vertical flexible, conocida en el mercado como *stand-up pouch*, más ligera y menos voluminosa. Inicialmente compuesto únicamente de plástico (utilizado por la industria de los productos de limpieza como recarga), el empaque tipo *stand-up pouch* se ofrece hoy en versión de aluminio multicapas, una innovación que ha contribuido a dar un nuevo impulso al mercado (la industria agroalimentaria y de las bebidas la utilizan para las conservas, los platos preparados, la comida para mascotas y los jugos de fruta, entre otros).

De acuerdo a un análisis publicado por ProChile en agosto de 2013, Chile destaca en la región por ser uno de los principales proveedores de envases flexibles. Esta ventaja ofrece oportunidades en Costa Rica, país que aspira a ser una potencia alimentaria en la región centroamericana, con una industria de alimentos compuesta por más de 1.300 empresas.

En Chile, el mercado de los envases será impactado puntualmente por la entrada en vigencia de la Ley Nº 20.606, sobre composición nutricional de los alimentos y su publicidad, con la publicación del decreto correspondiente a su reglamento, el 17 de diciembre de 2013. De acuerdo con sus disposiciones, los envases

deberán incluir un sello, siguiendo las especificaciones de diseño establecidas en el reglamento, en el cual se advierta si son altos en grasas, en azúcares o en sodio. La norma establece distintos plazos para el cumplimiento de esta norma, que van desde mediados de 2014 a mediados de 2015.

Líneas de productos

Las líneas de productos de la compañía se dividen entre: estructuras, etiquetados, envases preformados y especialidades.

Estructuras	Etiquetados	Envases preformados	Especialidades
Monocapa	<i>Full body</i>	Bolsas contenedoras	<i>Cold seal</i> a registro
Bilaminados (o bicapas)	Sobre empaque termoretraible	<i>Pouches</i> planos 4 sellos	Sobreimpresión por reverso
Bilaminado + recubrimiento	<i>Wrap-around</i>	<i>Pouches pillow pack</i> (con o sin fuelle)	<i>Films</i> de alta barrera y resistencia
Trilaminado	Tapas	<i>Stand up pouches</i>	<i>Easy open</i>
Tetralaminado		<i>Pouches con zipper</i>	<i>Fancy Cut</i>
		<i>Pouches con boquilla dosificadora</i>	Precorte láser

Activos productivos

La sociedad es propietaria de un inmueble ubicado en Maipú, donde funcionan la planta (con capacidad de 17 mil toneladas anuales) y sus oficinas, que tiene 38.800 m² de terreno, de los cuales 25.300 m² están construidos. Cuenta, además, con unidades estratégicas de negocios en Puerto Montt (Chile), México, Colombia, Costa Rica y Brasil, que realizan actividades comerciales y de asistencia técnica.

Alianzas

La empresa cuenta con diversos acuerdos vigentes, asociados a su estrategia de innovación tecnológica y de incorporación de nuevos productos.

- Desde 1998 mantiene una alianza con Cryovac Sealed Air Corporation, líder mundial en envasado al vacío y productor de *films* especializados bajo tecnología de coextrusión para proteger productos sensibles. Esto le permite a **Edelpa** producir *films* impresos para envasado con atmósfera controlada y al vacío, utilizando como material base de sus laminaciones *film* coextruido de siete capas, de alta barrera al oxígeno. Estos envases son utilizados principalmente para el envasado de cecinas y salmones.
- En 2003 estableció una alianza comercial con Alcan Flexibles (ex VAW) para producir, bajo su licencia, etiquetas, cintas y tapas de envases termoformados para las industrias láctea y farmacéutica.
- En 2007 suscribió un contrato de cooperación tecnológica y licencia exclusiva para Sudamérica con la empresa japonesa de envases flexibles Hosokawa. A partir de esto, en el 2008 lanzó al mercado envases con un nuevo sistema de corte fácil (*Fancy Cut*).
- El 2011 desarrolla, en alianza estratégica con la multinacional DuPont, un nuevo envase para pescado congelado que ha permitido a empresas acuícolas reducir las pérdidas de vacío por sello contaminado en más de un 70%.

Inversiones

Durante los dos últimos años, la empresa realizó inversiones por US\$ 8,5 millones para la incorporación, durante 2013, de dos impresoras –una de huecograbado y otra de flexografía–, tecnologías de punto plano para elaboración de fotopolímeros y un equipo para fabricación de Polietileno, además de la adquisición de una laminadora que entrará en operaciones durante el segundo semestre de 2014.

Desde 2012 la compañía está trabajando en la implementación de la metodología TPM (*Total Performance Management*), proyecto estratégico que tuvo su inicio oficial en octubre de 2013, con la inauguración de las primeras cinco líneas. Esta metodología permite mantener la efectividad total de los sistemas productivos por medio de la eliminación de sus pérdidas. Una de sus principales características es que esto es impulsado con un enfoque de trabajo en equipo hacia la maquinaria específica, con participación directa de los colaboradores, quienes definen en conjunto estrategias preventivas, predictivas y proactivas. A partir de TPM es posible establecer una cultura colectiva relacionada con la reducción y eliminación de las pérdidas en el proceso productivo. Esta implementación es asesorada por IMC Internacional, consultora que tiene más de 20 años de experiencia en TPM y ha asesorado a compañías como Unilever Latinoamérica y Caribe (21 plantas), Nestlé Brasil y México (14 plantas), Grupo Nacional de Chocolates (24 plantas) y Empresas Chilenas como Cristalerías Chile y Envases CMF.

En el ámbito de gestión de la información, la sociedad ha dado un gran paso con la adquisición de un sistema ERP de clase mundial, SAP R-3, el cual entró en operación a finales de 2013. Este proyecto comprendió una inversión total de US\$ 2,4 millones.

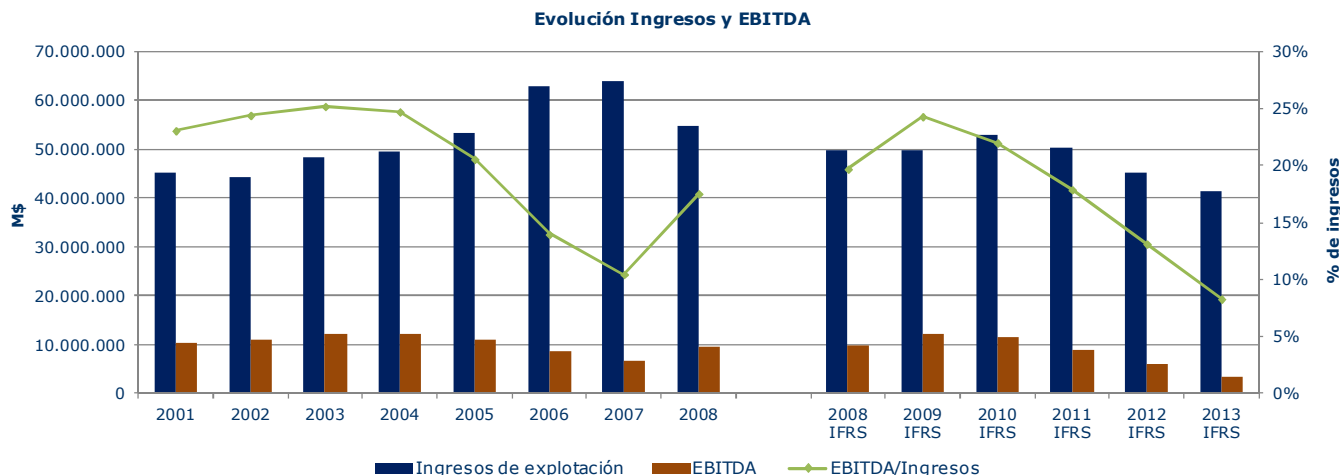
Análisis financiero¹³

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Edelpa**. La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

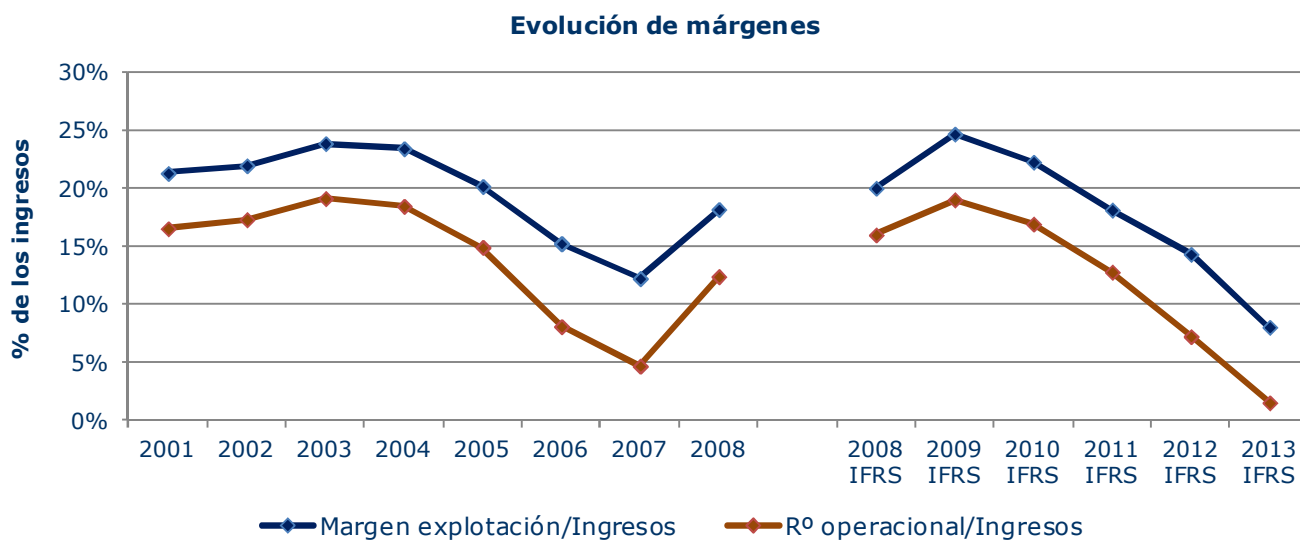
Evolución ingresos, resultados y EBITDA

Los ingresos de la compañía presentaron un comportamiento creciente hasta 2007, produciéndose una disminución en el nivel de estos a partir de marzo de 2008, asociada a la desconsolidación de las filiales en Argentina. Esta disminución continuó durante 2009, producto de la contracción del mercado de ese año, lo que se revierte en 2010, cuando los volúmenes de venta física aumentaron un 8,4%. El 2011 los ingresos vuelven a disminuir, por una contracción en la demanda ocurrida el último trimestre del ejercicio 2011, provocado en gran medida por la incertidumbre de la crisis financiera internacional, en tanto el 2012 la disminución de los ingresos se explica principalmente por la disminución de las exportaciones. El 2013 se vió afectado por una baja en el precio promedio de venta.

¹³ Los indicadores son generados a partir de información pública disponible en la Superintendencia de Valores y Seguros. La metodología de cálculo de los indicadores se encuentra disponible en nuestra página web www.humphreys.cl.



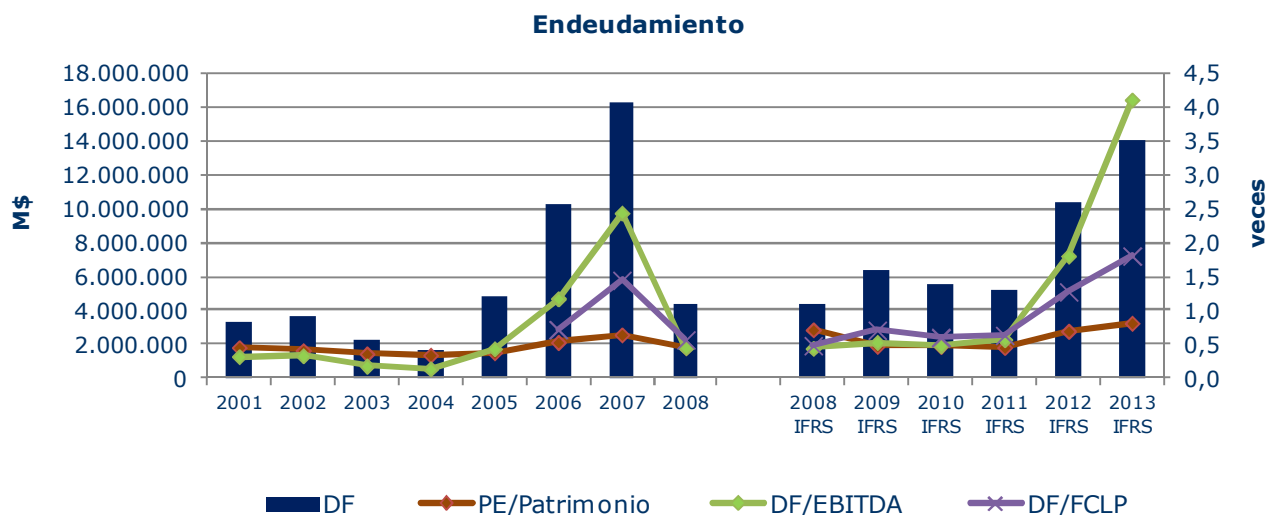
Al analizar la evolución de los resultados de explotación y operacionales de la compañía se debe considerar que hubo un aumento en los costos de las materias primas y de las primas de seguro post terremoto, lo que también afectó al EBITDA. Debido a lo anterior, el margen EBITDA tuvo un retroceso hasta llegar a un 22% en 2010 (24% en 2009), pero que ha continuado a la baja en los últimos períodos debido a mayores costos de materias primas incurridos, explicado fundamentalmente por un cambio en el *mix* de ventas, el cual correspondió a productos de mayor valor agregado (2011), a problemas técnicos y productivos de la compañía (2012) y a efectos asociados al plan de reestructuración en curso que busca la disminución de los costos fijos (2013).



Evolución del endeudamiento financiero y la liquidez

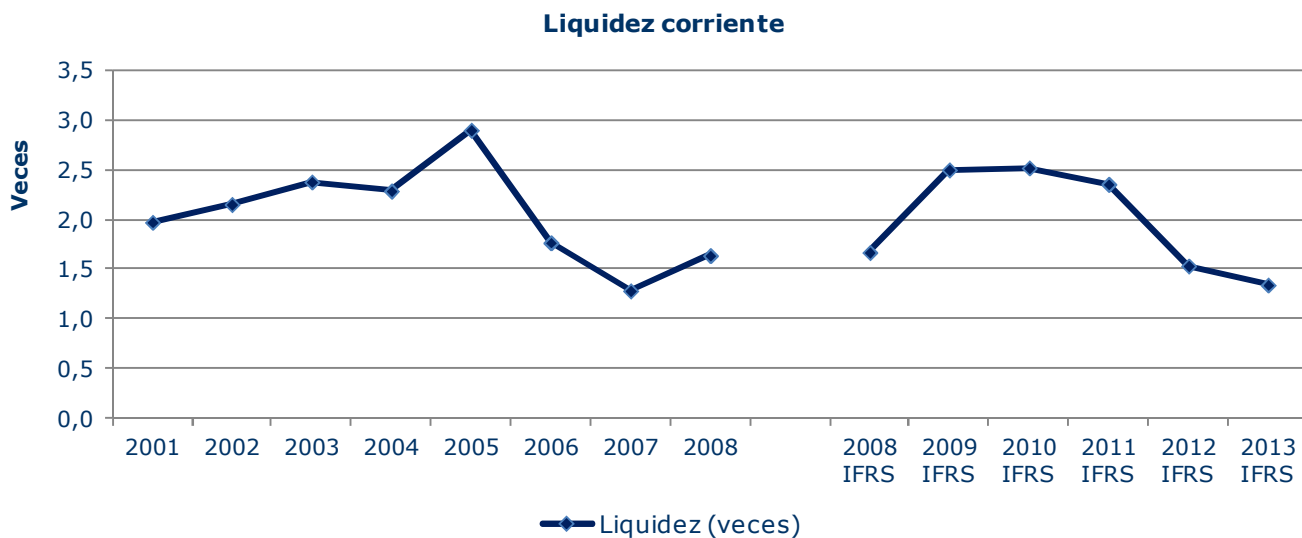
El endeudamiento de la compañía se ha mantenido relativamente bajo, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, variando entre valores de 0,3 veces y hasta las 0,8 veces. La deuda financiera de la empresa en términos absolutos, en tanto, ha sido variable, incrementándose progresivamente hasta más de \$ 16 mil millones en 2007, para posteriormente retroceder y mostrar un aumento relevante a contar del 2012, llegando

a diciembre de 2013 a \$ 14 mil millones. En términos relativos, la deuda financiera sobre el EBITDA generado también ha sido volátil, lo que en parte está asociado a las variaciones experimentadas por el EBITDA anteriormente descritas, aunque en los últimos años ha crecido, debido al plan de inversiones que ha llevado a cabo la compañía.

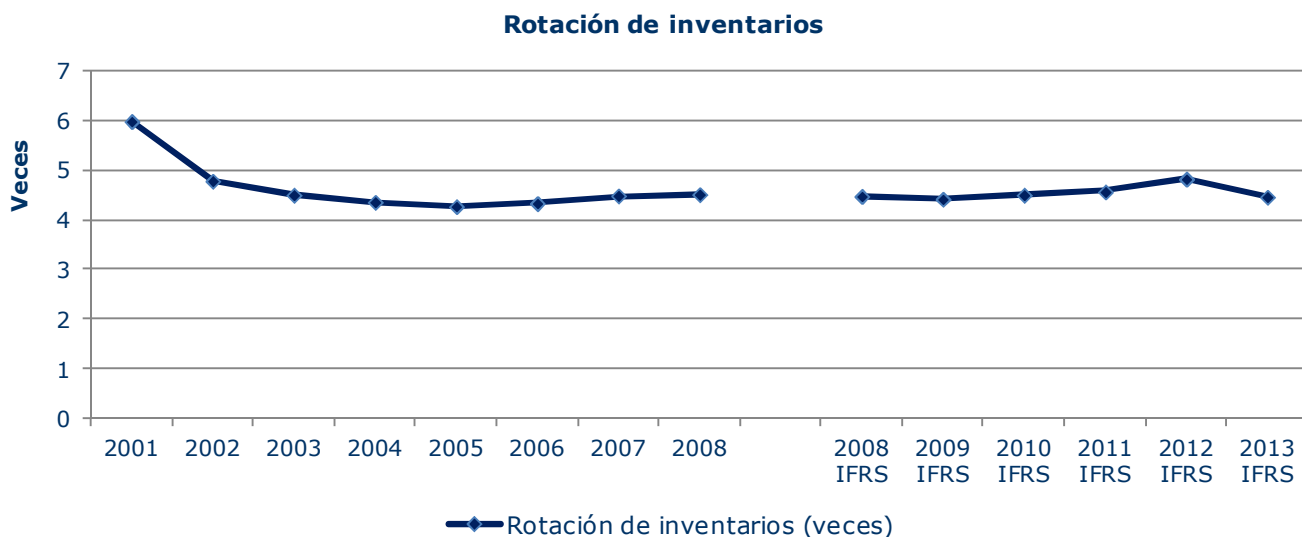


En la actualidad, la deuda financiera consolidada de **Edelpa** está constituida por: i) crédito adquirido en 2009 con Corpbanca y que está expresado en pesos, a una tasa anual nominal de 7%, sin garantías y con vencimiento en 2015, cuyo objeto fue pagar obligaciones adquiridas por las filiales argentinas (\$ 2,1 mil millones); ii) créditos con Banco Santander expresados en unidades de fomento, con vencimiento a cinco años (\$ 761 millones); iii) crédito adquirido con Banco de Chile expresado en unidades de fomento, con vencimiento a más de cinco años (\$ 617 millones); iv) deudas de corto plazo con distintas entidades bancarias por \$ 3,4 mil millones; y v) deudas de la filial Novoflex Ltda. con el Banco de Chile por \$ 7,1 mil millones. Al 31 de diciembre de 2013 el saldo de estos compromisos alcanzaba a \$ 14,0 mil millones, de los cuales \$ 5,8 mil millones correspondían a la porción de corto plazo, con vencimiento dentro de un año, sin embargo se estima que gran parte de estos compromisos serán refinanciados. De acuerdo a lo señalado en los estados financieros a diciembre de 2013, la empresa cuenta con líneas de crédito disponibles para hacer frente a sus operaciones.

Durante todo el horizonte analizado, la compañía siempre ha presentado niveles de liquidez, medida como razón corriente, superiores a 1,3 veces, alcanzando en los últimos estados financieros un valor de 1,35 veces.



Por otra parte, desde el 2002 los inventarios han tenido una rotación¹⁴ constante, con un promedio de 4,5 veces, alcanzando niveles de 4,5 veces a diciembre de 2013.



Evolución de la rentabilidad¹⁵

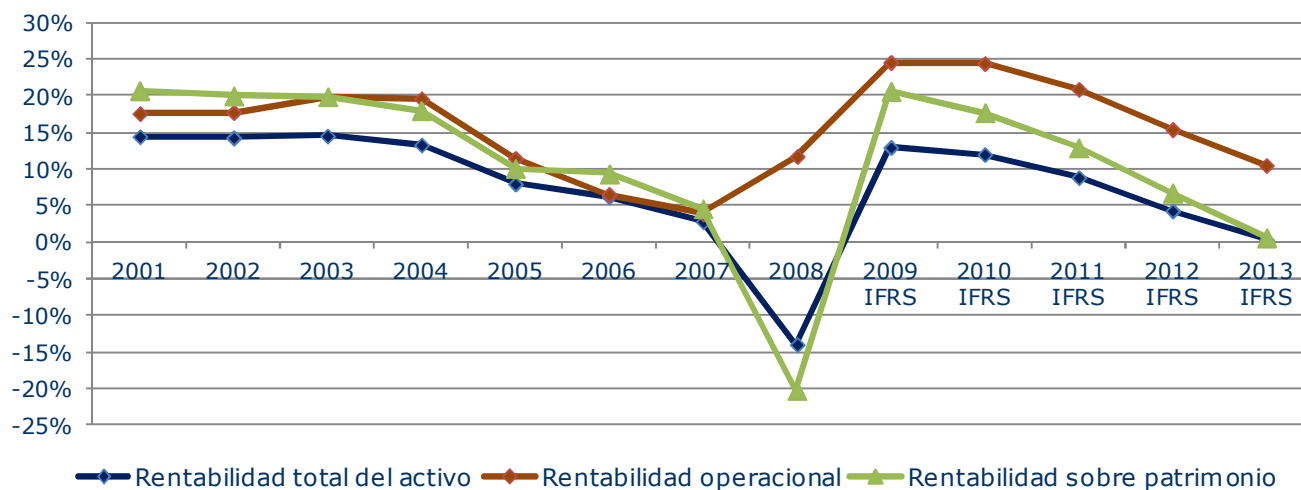
La rentabilidad de la empresa, tanto operacional como neta, se vio afectada en el 2008 por el impacto de las operaciones realizadas en Argentina en esa fecha. Al siguiente año se evidencia una recuperación, que se revierte a partir del 2011, debido a las situaciones anteriormente explicadas.

¹⁴ Rotación de inventarios: (Costo de ventas - Depreciación y amortización) / Inventarios promedio.

¹⁵ Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución).

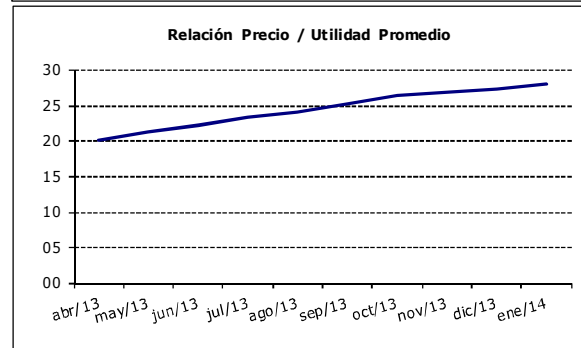
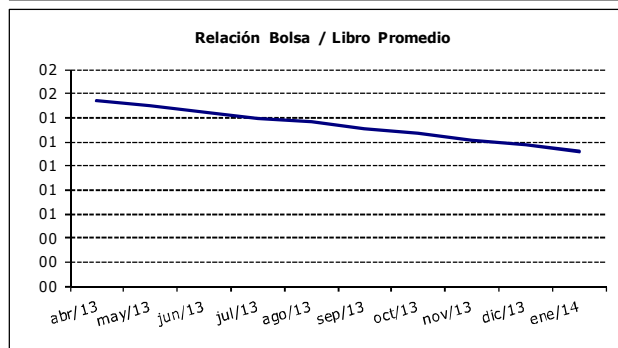
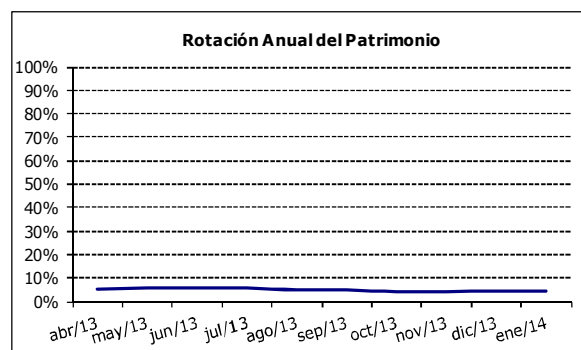
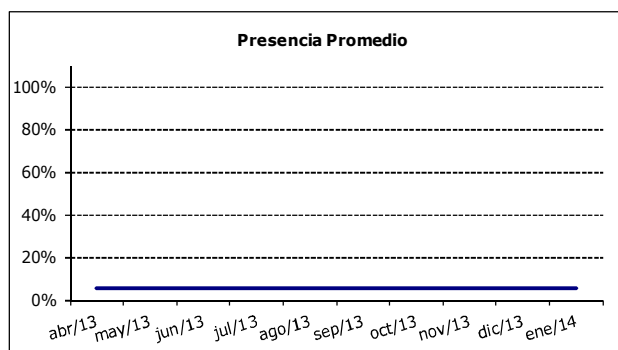
Rentabilidad operacional = resultado operacional / (activos corrientes, promedio + propiedades planta y equipo, promedio).
 Rentabilidad patrimonio=utilidad del ejercicio / patrimonio total promedio.

Evolución de rentabilidades



Acciones

A continuación se presenta el comportamiento de las acciones de la compañía en términos de presencia promedio y rotación anual del patrimonio. Además, se observa la evolución de las razones precio-utilidad y bolsa-libro. Es importante destacar que la presencia mensual de la acción se ha mantenido en niveles inferiores al 7% mensual desde marzo de 2012, alcanzando a enero de 2014 un promedio mensual de 5,4% (últimos doce meses).



"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 Superintendencia de Valores y Seguros 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".