



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

Analista

Margarita Andrade P.

Tel. 56 – 22 433 52 00

[margarita.andrade@humphreys.cl](mailto:margarita.andrade@humphreys.cl)

## Envases del Pacífico S.A.

Abril 2016

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16<sup>o</sup>  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
[ratings@humphreys.cl](mailto:ratings@humphreys.cl)  
[www.humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	<b>Primera Clase Nivel 4 Estable</b>
Solvencia Tendencia	<b>A-<sup>1</sup> Estable</b>
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 diciembre 2015

**Estado de Resultados Consolidado IFRS**

M\$ de cada año	2011	2012	2013	2014	2015
Ingreso de actividades ordinarias	47.514.726	43.740.050	40.786.776	38.900.880	45.185.924
Costo de ventas	-38.923.392	-37.489.231	-37.515.181	-35.632.340	-40.967.415
Otros ingresos (gastos) por función	-705.792	-939.112	-708.388	-656.938	-941.795
Gastos de administración	-1.836.495	-2.148.105	-1.942.023	-2.014.882	- 2.229.068
<b>Resultado operacional</b>	<b>6.049.047</b>	<b>3.163.602</b>	<b>621.184</b>	<b>596.720</b>	<b>1.047.646</b>
Gastos financieros	-374.445	-315.519	-388.546	-430.193	- 944.895
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>4.762.415</b>	<b>2.413.906</b>	<b>227.114</b>	<b>362.205</b>	<b>230.902</b>
EBITDA	8.474.046	5.725.955	3.375.107	3.538.287	4.408.225

**Balance General Consolidado IFRS**

M\$ de cada año	Dic-2011	Dic-2012	Dic-2013	Dic-2014	Dic-2015
Activos corrientes totales	19.318.715	20.310.849	19.536.982	23.627.053	26.095.524
Activos no corrientes totales	33.113.822	38.816.898	43.481.378	44.218.180	42.563.104
<b>Total activos</b>	<b>52.432.537</b>	<b>59.127.747</b>	<b>63.018.360</b>	<b>67.845.233</b>	<b>68.658.628</b>
Pasivos corrientes totales	8.201.624	13.230.291	14.517.735	19.988.358	16.572.506
Pasivos no corrientes totales	8.201.049	10.993.860	13.743.779	14.479.127	18.564.738
<b>Total pasivos</b>	<b>16.402.673</b>	<b>24.224.151</b>	<b>28.261.514</b>	<b>34.467.485</b>	<b>35.137.244</b>
Patrimonio total	36.029.864	34.903.596	34.756.846	33.377.748	33.521.384
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>52.432.537</b>	<b>59.127.747</b>	<b>63.018.360</b>	<b>67.845.233</b>	<b>68.658.628</b>
Deuda financiera	4.924.835	10.105.819	14.036.773	17.558.778	19.064.775

<sup>1</sup> Clasificación anterior: A.

### 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 2015 tuvo un volumen de ventas cercano a las 12.330 toneladas y una participación estimada en alrededor de un 25% del mercado local de envases flexibles.

En el ejercicio de 2015 la empresa generó ingresos anuales por alrededor de US\$ 64 millones y un EBITDA cercano a los US\$ 6,2 millones. Sus pasivos financieros al 31 de diciembre ascendían a US\$ 26,8 millones.

El cambio de clasificación de la solvencia de **Edelpa** desde *Categoría A* a *Categoría A-* se explica por la baja estructural en los márgenes de venta y en la rentabilidad del negocio, acompañado de una caída en la rotación de inventarios. En efecto, durante el año 2013 se observa una reducción de la rentabilidad, que se mantiene en 2014 (que coincidió con un cambio de sistema) y que persistió en 2015, lo que permite inferir que no se trata de un hecho puntual. Los datos muestran que la rentabilidad promedio de los activos fue de 13,8% en el trienio 2010-2012 y de 5,7% en el período 2013-2015. A esto se suma que la compañía debiera seguir requiriendo financiamiento para los planes de inversión de los próximos años en un escenario económico de bajo crecimiento para Latinoamérica, con algunos países relevantes de la región en recesión.

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.

---

Para la clasificación de acciones en "Primera Clase Nivel 4", por un lado se ha tenido en consideración la adecuada solvencia del emisor, y, por otro, la 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 2% (últimos doce meses).

La tendencia de clasificación de las acciones se califica *Estable*<sup>2</sup>, 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 arrendar el inmueble a Sucden Chile S.A.<sup>3</sup>

Si bien se espera que los márgenes del negocio se incrementen, la clasificación de solvencia podría mejorar en el mediano plazo si se estabiliza la rentabilidad de los activos en niveles significativamente superiores a los actuales y si se observa un crecimiento importante en la capacidad para generar flujos de caja.

Por otra parte, de persistir los bajos niveles de rentabilidad de los activos, la clasificación de riesgo podría ser revisada nuevamente a la baja.

En el caso de los títulos accionarios, para mejorar su clasificación se requiere un aumento importante en la liquidez bursátil de éstos, en tanto, para su mantención es necesario que la capacidad de pago de la compañía no se deteriore significativamente.

---

<sup>2</sup> Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

<sup>3</sup> Más detalle en Eventos recientes.

## 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.

### Fortalezas complementarias

- Inversiones en tecnología.
- 49 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).

## Hechos recientes

### Enero-diciembre 2015

Durante 2015, **Edelpa** alcanzó ingresos de actividades ordinarias por \$ 45.186 millones, lo que representó un crecimiento del 16,2% con respecto a 2014, explicado por un aumento en las ventas físicas de 8,6% y por reajustes en los precios debido a la aplicación de polinomios (efecto tipo de cambio e inflación). Durante el 2015 destaca la recuperación del volumen de exportaciones, el cual se ha incrementado un 16,3% respecto al 2014.

Por su parte, los costos de ventas del período fueron de \$ 40.967 millones, implicando un crecimiento del 15,0% respecto de 2014. Como consecuencia de lo anterior, el margen de explotación del período alcanzó a \$ 4.219 millones, aumentando con ello en 29,1%. Los gastos de administración alcanzaron \$ 2.229 millones, mientras que los otros gastos por función<sup>4</sup> llegaron a \$ 942 millones. Con todo, el resultado operacional del período fue de \$ 1.048 millones, implicando un crecimiento de 75,6% en relación al año anterior.

La utilidad del ejercicio alcanzó los \$ 231 millones, en tanto el EBITDA llegó a \$ 4.408 millones, ocasionando una disminución de 36,3% y crecimiento de 23,0% en relación al año anterior, respectivamente.

### Eventos recientes

El 3 de septiembre de 2015, la filial Novoflex Limitada celebró con la sociedad Sucden Chile S.A. un contrato de subarrendamiento, sobre el inmueble ubicado en Maipú, que cuenta con una superficie total construida de 9.931,63 metros cuadrados. Este contrato de subarrendamiento de celebró por un plazo de 126 meses, prorrogable por un período adicional de 60 meses. La renta mensual durante los primeros 36 meses es de

<sup>4</sup> Netos de "Otros ingresos, por función".

UF 1.241,45 y a contar del mes 37, esta renta se incrementará en UF 83,3333, con un período de gracia de seis meses. El aumento de la renta está sujeto a la ejecución de obras de ampliación. En su calidad de subarrendador, Envases Novoflex Limitada, se obligó a financiar y construir un proyecto de ampliación en el mismo inmueble, para ser arrendado en forma adicional a Sucden Chile S.A. en su calidad se subarrendatario, desde la fecha de la recepción municipal respectiva. La inversión adicional que considera este proyecto asciende a la suma aproximada de UF 66.000.

El 29 de enero de 2016, se firmó un contrato de leasing entre Novoflex Limitada y el Banco de Chile, mediante el cual se aprobó una línea de financiamiento de construcción por UF 64.503 para financiar el proyecto de ampliación comprometido bajo el contrato de arriendo de largo plazo con Sucden Chile S.A.. Adicionalmente, y en el mismo acto, se refinanciaron los pasivos (leasing) a largo plazo de Novoflex Limitada, por un monto total de UF 284.922,9 (incluyendo la nueva línea de construcción), a 10 años plazo, en 19 cuotas semestrales iguales de UF 15.014,53 y una cuota final de UF 85.476. La tasa de interés es de UF + 4,66% anual.

## Definición de categorías de riesgo

### 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.

#### Categoría A<sup>5</sup>

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.

"-": Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

## 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 términos de ventas físicas, siendo además un actor relevante como exportador de envases flexibles en Latinoamérica (un 25% de sus ventas es exportada y en la actualidad tiene presencia en México, Brasil y Nicaragua, 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

<sup>5</sup> Si bien la definición está referida a la capacidad de pago de títulos de deuda, también se hace extensible a empresas.

(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. Los años 2014 y 2015 la inversión alcanzó US\$ 5,3 millones y US\$ 1,3 millones, respectivamente, destacando el término de la construcción de Novoflex, la adquisición, puesta en marcha y mejoras de máquinas productivas, mejoras en infraestructura y SAP. Esta característica es consecuencia de una empresa con 49 años en el mercado (32 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 2013 las ventas mundiales de envases flexibles representaron el 22% del mercado global de envases. 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 al estudio de Smithers Pira, The Future of Global Flexible Packaging to 2020, se estima que el mercado mundial de envases flexibles crecerá a una tasa promedio anual de 3,4% en el período 2015-2020.

## 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 77% 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 25% de las ventas totales de 2015, concentradas principalmente en tres países: México, Brasil y Nicaragua, 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 pudieran 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, Brasil en Ba2 y Nicaragua en B2<sup>6</sup>. Cabe mencionar que la compañía mantiene una póliza de seguro 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 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).

<sup>6</sup> Puede haber diferencias entre los *ratings* de las distintas agencias internacionales, que no cambian en lo fundamental esta situación.

## 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. abriendose 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).

El 2013 se crea la filial "Envases del Pacífico Internacional S.A." que tiene por objeto la inversión en el extranjero. Esta compañía es el principal accionista de la sociedad constituida en México para desarrollar un centro logístico (bodegaje) en ese país, teniendo por propósito el abastecimiento regular de este importante mercado para **Edelpa**.

### Propiedad y administración

La sociedad es controlada por Inversiones Cabildo S.A. e Inversiones del Pacifico 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, entre otros, en los sectores 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 2016:

Nombre	% de Propiedad
Inversiones Cabildo S.A.	34,80%
Moneda S.A. AFI para Pionero Fondo de Inversión	17,96%
Inversiones del Pacífico S.A.	12,04%
Inversiones Jardines del Bosque Limitada	9,01%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. Nueva)	5,03%
Otros	21,16%

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

Nombre	Cargo
Carlos Ramírez Fernández	Presidente
Salvador Said Somavía	Director
Isabel Said Somavía	Director
José Eluchans Urenda	Director
Francisco Sáenz Rica	Director
Patricio Eguiguren Muñoz <sup>7</sup>	Director
Ignacio Pérez Alarcón <sup>8</sup>	Director

La administración de la compañía está liderada por el señor Horacio Cisternas Pérez, gerente general<sup>9</sup>, y conformada por las siguientes gerencias y subgerencias:

Cargo	Nombre	Fecha de nombramiento
Gerente Comercial	Felipe Thonet Honorato	5 enero 2015
Gerente de Desarrollo Estratégico	Antonio Núñez Marinkovic	1 abril 2011
Gerente de Administración y Finanzas	Eduardo Silva Aránguiz	1 octubre 2018
Gerente de Mantención e Ingeniería	Rodolfo Arceredillo	14 febrero 2013
Sub Gerente de Personas	Cristian Pinto Muñoz	10 junio 2013
Gerente de Producción	Mario Soto Valenzuela	1 marzo 2014
Sub Gerente de Exportaciones	Sergio Arratia Mellía	1 agosto 2011
Sub Gerente de Conversión	Claudio González Vargas	1 enero 2010
Sub Gerente de TPM	Héctor Pérez Lisboa	2 octubre 1995
Sub Gerente de Logística	Emilio Iligaray Aragón	4 abril 1984
Sub Gerente TI	Carlos Salas Muñoz	17 marzo 2014

<sup>7</sup> Independiente.

<sup>8</sup> Independiente.

<sup>9</sup> Fecha de nombramiento: 1º de febrero de 2013.

## 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 2015:

Identificación filial	Participación	Porcentaje de la inversión sobre el activo total de la Matriz
Envases del Plata S.A.	99,99%	0,00%
Novoflex Ltda.	99,99%	0,05%
Envases del Pacífico Internacional S.A.	99,99%	0,00%

## Descripción del negocio y antecedentes de la industria

**Edelpa** participa en la industria de envases flexibles en Chile y Latinoamérica. Provee de soluciones de *packaging* a las principales compañías de consumo masivo, locales y multinacionales de la región (las exportaciones equivalieron a un 25% de las ventas totales de la compañía en 2015). El 92% de sus ventas corresponden al sector de alimentos, el 4% a cuidado personal y hogar, el 3% a alimentos para mascotas y el 1% a otros mercados. A continuación se presentan los principales clientes de la compañía:

Clientes		
Empresas multinacionales	Empresas nacionales	Exportaciones
Nestlé	Empresas Carozzi	Unilever
Unilever	Vital	Nestlé
Pepsico (Evercrisp)	Prolesur	Reckitt Benckiser
Arcor-Dos en Uno	Watts	Safmex
Heinz	Salmones Multiexport	Fermentaciones Mexicanas
S.C. Johnson	Cecinas San Jorge	SAF Argentina
Clorox	Iansa	Corporación Dinant
Nutresa	Pesquera Camanchaca	Lesaffre
Marine Harvest	Aquachile	Sancor
	Soprole	
	Cecinas Llanquihue	
	Tucapel	
	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, aún existe 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 productoras son **Edelpa** y Alusa (recientemente adquirida por la australiana Amcor). Existen también importadores directos y empresas de menor tamaño, como BO Packaging, 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 N° 20.606, sobre composición nutricional de los alimentos y su publicidad. 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 nueva Ley de Etiquetado regirá desde el 26 de junio de 2016.

## 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 termoretraíble	<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 puches</i>	<i>Easy open</i>
Tetralaminado		<i>Pouches</i> con zipper	<i>Fancy Cut</i>
		<i>Pouches</i> con boquilla dosificadora	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.

Cuenta, además, con oficinas técnico-comerciales en México, Brasil, Costa Rica y Colombia y una oficina en Puerto Montt (Chile).

## 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* coextruído 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 2012 y 2013, 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 entró en operaciones el 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 adquirido 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.

En 2014, la inversión en bienes de capital totalizó US\$ 5,3 millones, destinados, principalmente, al proyecto SAP, renovación y actualización de maquinaria y equipos y mejoras en infraestructura. Durante 2015 destinó US\$ 1,3 millones a adquisiciones relacionadas con SAP y mejoras en máquinas, procesos y aspectos de la norma BRC Packaging.

## Análisis financiero<sup>10</sup>

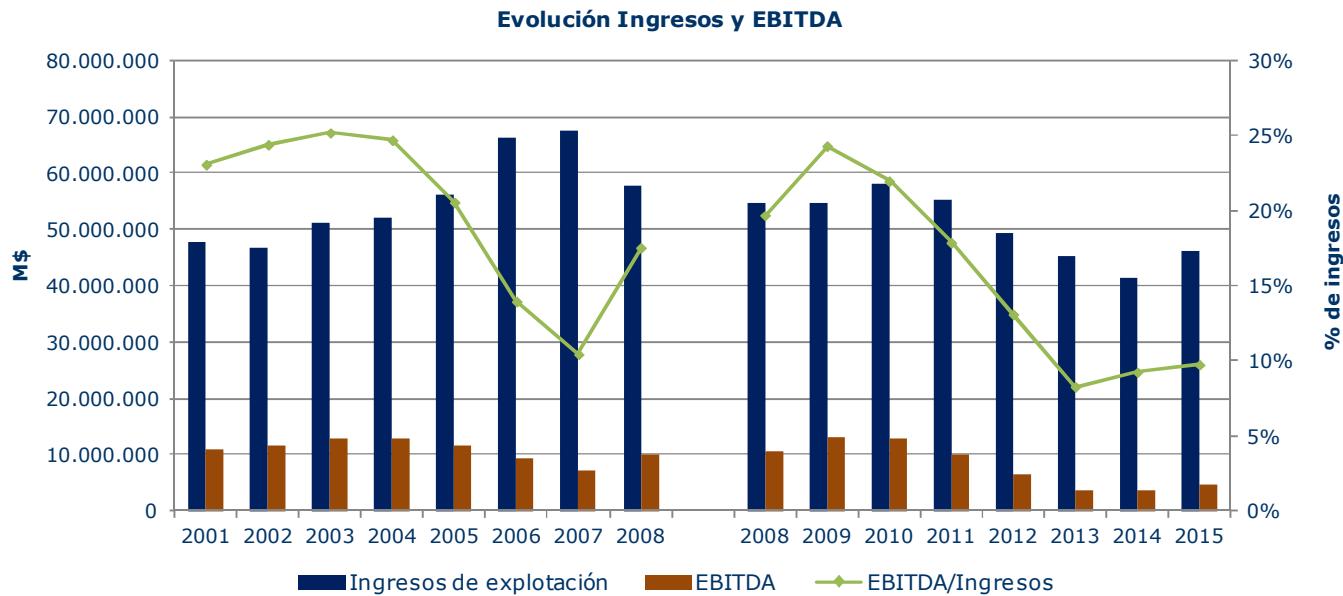
A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Edelpa**. La empresa utiliza estados financieros mediante la norma contable IFRS desde 2009. Las cifras han sido corregidas a pesos del último período para efectos de comparación histórica.

## Evolución ingresos, resultados y EBITDA

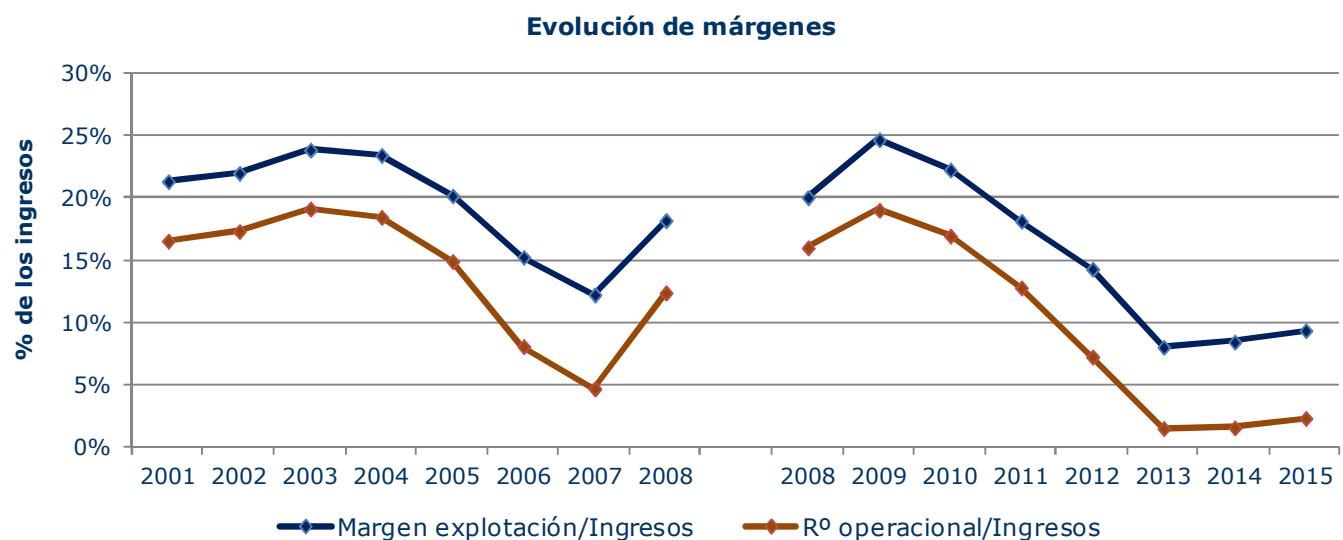
Los ingresos de la compañía presentaron un comportamiento creciente hasta 2007, produciéndose una disminución en el nivel de estos a partir de marzo de 2008, asociada a la desconsolidación de las filiales en Argentina. Esta disminución continuó durante 2009, producto de la contracción del mercado de 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

<sup>10</sup> 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](http://www.humphreys.cl).

se explica principalmente por la disminución de las exportaciones. El 2013 se vio afectado por una baja en el precio promedio de venta y el 2014 por efectos de la implementación de SAP. El 2015 se evidencia una recuperación de 16,2%.

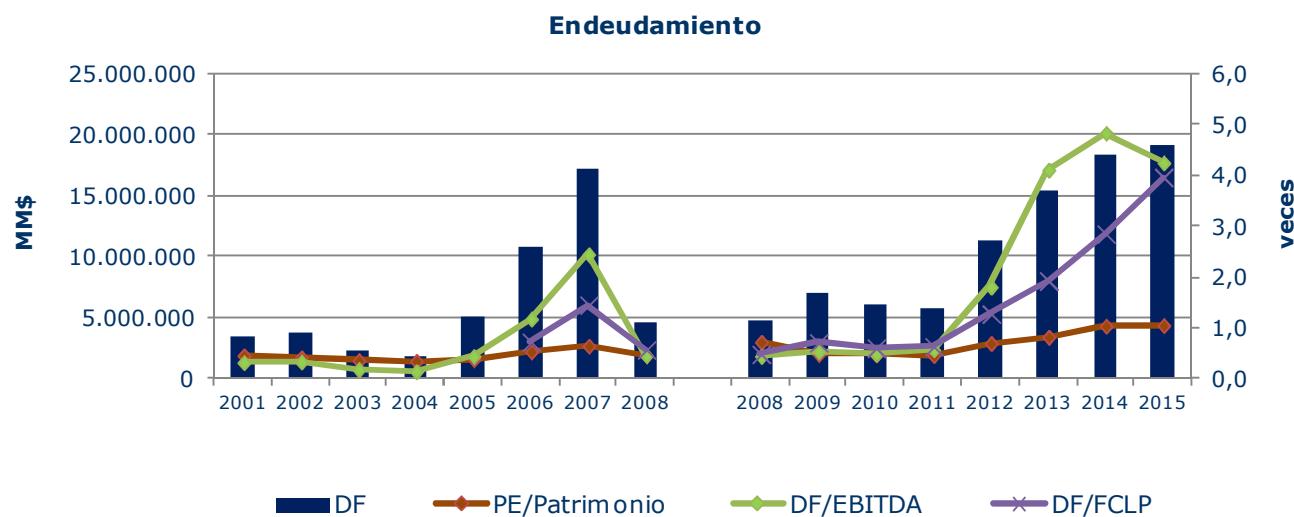


Al analizar la evolución de los resultados de explotación y operacionales de la compañía se debe considerar que hubo un aumento en los costos de las materias primas y de las primas de seguro post terremoto, lo que también afectó al EBITDA. Debido a lo anterior, el margen EBITDA tuvo un retroceso hasta 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, 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 para reducir los costos fijos (2013). El 2014 se observa una recuperación de este *ratio* que continúa el 2015.



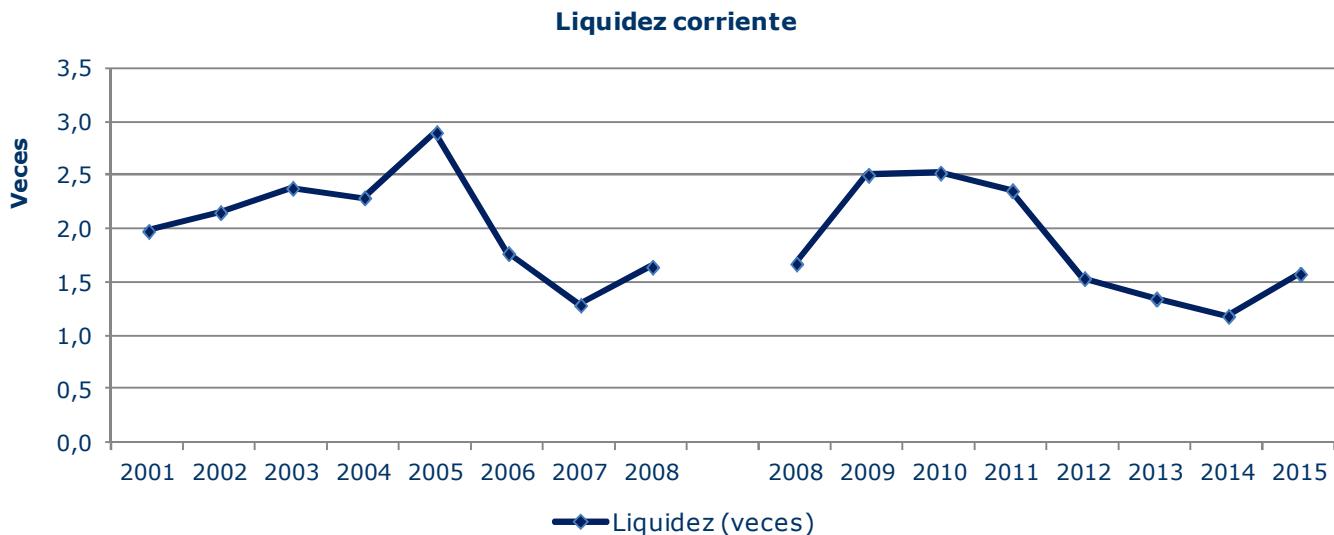
## Evolución del endeudamiento financiero y la liquidez

El endeudamiento de la compañía, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, se ha mantenido relativamente bajo, variando entre valores de 0,3 y 1,1 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 el 2015 a \$ 19,1 mil millones. En términos relativos, la deuda financiera sobre el EBITDA 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.

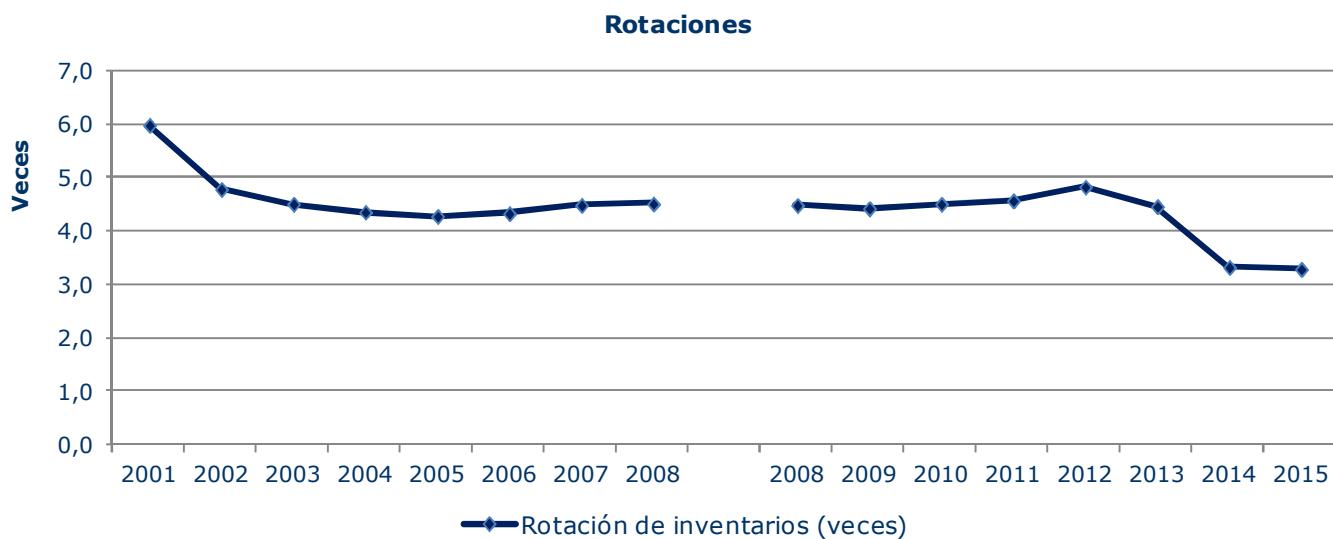


A diciembre de 2015, la deuda financiera consolidada de **Edelpa** está constituida por: obligaciones por leasing (42%), préstamos bancarios (33%), operaciones de confirming (20%), líneas de crédito (4%) y otros pasivos financieros (1%). De estos \$ 6,9 mil millones corresponden a la porción de corto plazo, con vencimiento dentro de un año.

Durante todo el horizonte analizado, la compañía siempre ha presentado niveles de liquidez, medida como razón corriente, superiores a 1 vez, alcanzando en los últimos estados financieros un valor de 1,6 veces.



Por otra parte, desde el 2002 los inventarios han tenido una rotación<sup>11</sup> constante, con un promedio de 4,3 veces, alcanzando niveles de 3,3 veces el 2015.



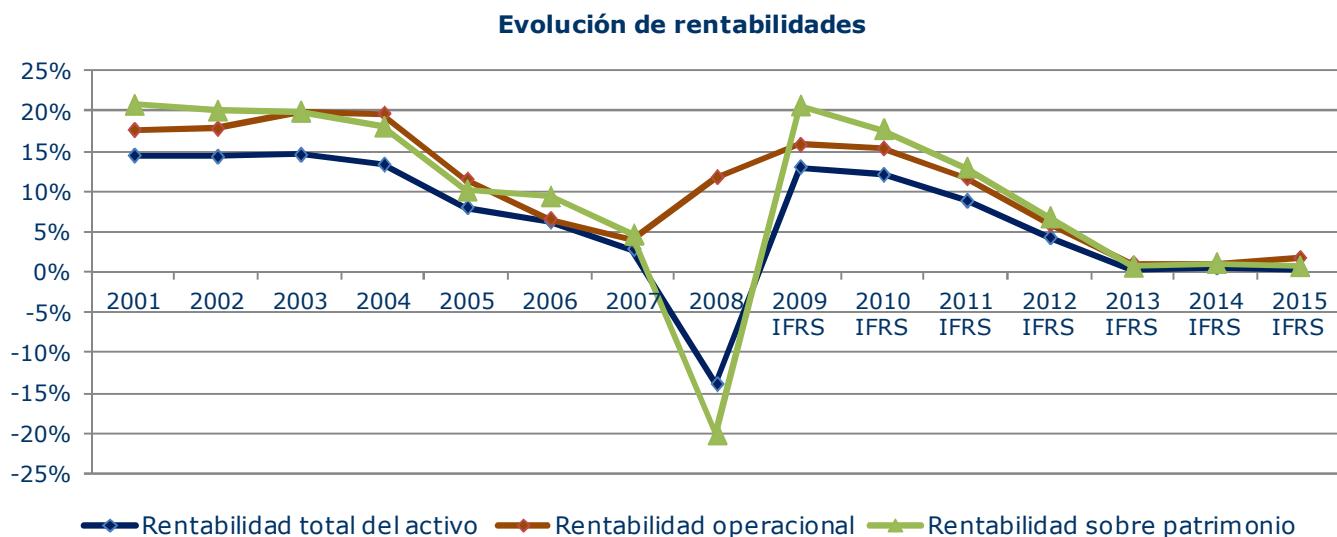
## Evolución de la rentabilidad<sup>12</sup>

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 2010, debido a las situaciones anteriormente explicadas.

<sup>11</sup> Rotación de inventarios: (Costo de ventas – Depreciación y amortización) / Inventarios promedio.

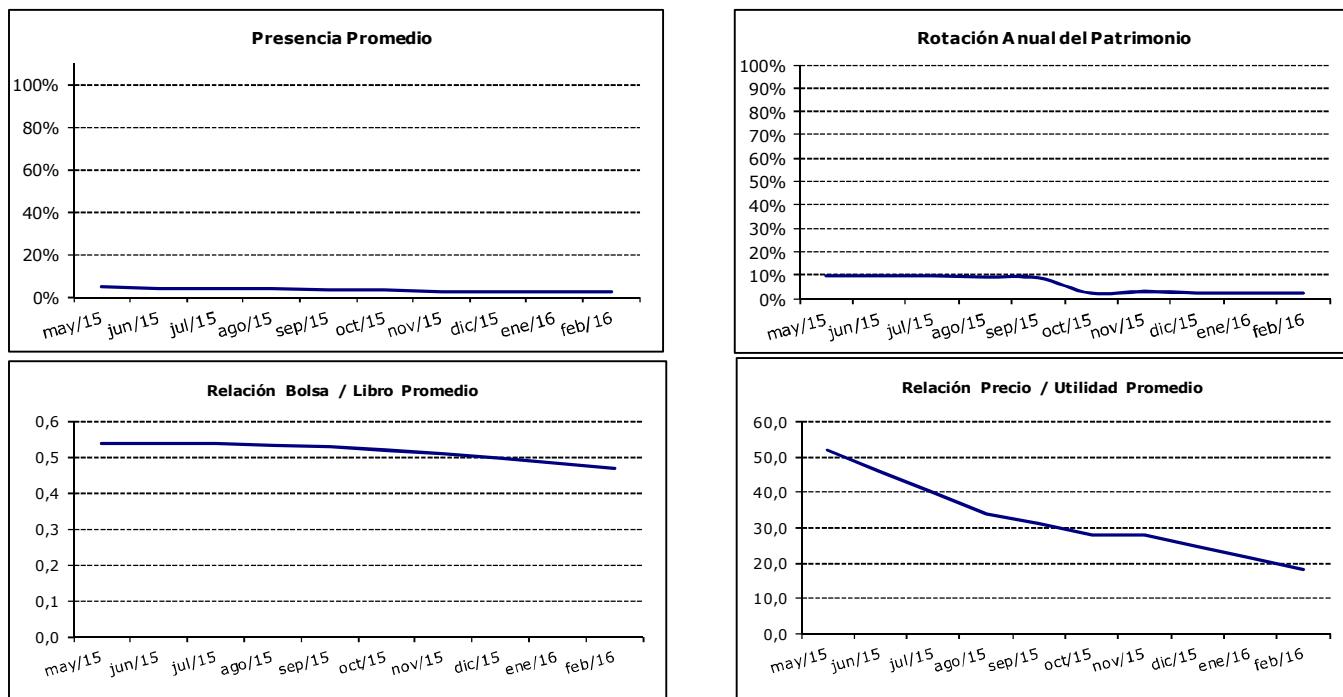
<sup>12</sup> Rentabilidad activos= utilidad del ejercicio / activos promedio (descontados los activos en ejecución).

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



## 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 febrero de 2016 un promedio mensual de 2% (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".*