



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a  
Carlos García B.  
Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Hortifrut S.A.

Febrero 2019

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 224335200 – Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos Tendencia	A- Favorable
Acciones (HF) Tendencia	Primera Clase Nivel 3 Estable
EEFF base	30 septiembre 2018

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos a 10 años	En proceso de inscripción
Línea de bonos a 30 años	En proceso de inscripción

Estado Consolidado de Resultados Integrales por Función, IFRS						
M US\$	2014	2015	2016	2017	sept-17	sept-18
Ingresos de actividades ordinarias	333.566	348.880	426.796	388.250	241.081	316.508
Costo de Ventas	-279.090	-295.084	-356.758	-324.718	-197.628	-267.960
Gastos de Administración	-21.971	-23.544	-26.036	-26.773	-20.250	-26.071
Costos Financieros	-4.412	-3.868	-4.232	-5.711	-3.623	-10.256
Ganancia del Ejercicio	23.244	16.734	20.748	27.705	20.854	80.856
EBITDA	43.825	45.764	66.902	59.520	41.464	76.664

Estado Consolidado de Situación Financiera Clasificado, IFRS					
M US\$	2014	2015	2016	2017	sept-18
Activos Corrientes	186.769	163.173	195.924	187.507	237.183
Activos No Corrientes	263.699	307.730	335.921	385.181	940.101
<b>Total Activos</b>	<b>450.468</b>	<b>470.903</b>	<b>531.845</b>	<b>572.688</b>	<b>1.177.284</b>
Pasivos Corrientes	170.879	153.719	223.615	210.546	197.097
Pasivos No Corrientes	83.744	112.117	92.134	118.567	448.908
<b>Total Pasivos</b>	<b>254.623</b>	<b>265.836</b>	<b>315.749</b>	<b>329.113</b>	<b>646.005</b>
Patrimonio	195.845	205.067	216.096	243.575	531.279
<b>Total de Pasivos y Patrimonio</b>	<b>150.468</b>	<b>470.903</b>	<b>546.032</b>	<b>572.688</b>	<b>1.177.284</b>
Deuda Financiera	161.964	162.064	208.417	235.497	474.129

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Hortifrut S.A. (Hortifrut)** es una empresa chilena dedicada a la producción, exportación y comercialización de *berries* en Chile y el mundo, principalmente arándanos, frutillas, frambuesas y moras. Para ello cuenta con filiales en Norte América, América del Sur, Europa y Asia, operando bajo las marcas comerciales Hortifrut, Naturipe y Southern Sun. A la fecha, es el principal exportador de *berries* de Chile.

El modelo de negocios de **Hortifrut** se desarrolla utilizando filiales de producción propia (Chile, México, España, Brasil, Perú y recientemente China), de exportación (Chile, México, Argentina, España, Estados Unidos y Perú), y distribución/comercialización (Estados Unidos, Europa, Brasil, Asia y Chile), con el objetivo de buscar una mayor diversificación de fruta y, a la vez, obtener una mayor integración vertical. En Estados Unidos los *berries* son vendidos a través de un *joint-venture* con Michigan Blueberry Growers Association, Naturipe Berry Growers y Munger Brothers que opera Naturipe, la principal marca de *berries* en ese país, mediante una empresa distribuidora bajo el nombre Naturipe Farms. Otras filiales de venta de fruta son Euroberry (Europa), Berrygood (Brasil), Hortifrut Comercial (Chile) y Hortifrut Asia.

A septiembre de 2018, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 316,5 millones y alcanzó una utilidad de US\$ 80,9 millones, con un EBITDA de US\$ 76,7 millones, mientras que su deuda financiera al cierre del trimestre alcanzaba los US\$ 474,1 millones.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Hortifrut** en "Categoría A-", se ha considerado la diversificación de sus fuentes de abastecimiento de fruta, disminuyendo el impacto de las condiciones climáticas sobre la producción de una determinada zona geográfica y, por ende, sobre su volumen de venta. Con relación a lo mismo, la empresa ha desarrollado una estrategia de integración vertical (producción, exportación y comercialización), disminuyendo el riesgo asociado a concentrar sus ingresos en un área determinada. Asimismo, la diversificación en las fuentes de abastecimiento permite a la compañía contar los doce meses del año con fruta fresca y así posicionar la marca y cubrir la demanda durante todo el año. También su participación en Naturipe Farms, empresa líder en ventas de arándanos en EE.UU., permite a la compañía desarrollar una estrategia de abastecimiento permanente para el mercado estadounidense.

Además, se reconoce el crecimiento en la escala de producción luego de la fusión del negocio de arándanos con Grupo Rocío en Perú, manteniendo niveles de endeudamiento relativo similares a los exhibidos previo a la fusión.

Otro aspecto que refuerza la clasificación es el programa genético que la empresa ha venido desarrollando desde hace algunos años, lo que le ha permitido mantener un alto estándar de calidad en sus productos, probar nuevas variedades de frutas, penetrar en nuevas zonas de cultivos, mejorar la productividad de sus plantaciones y acceder a mercados más distantes al ser más resistentes.

Otro elemento que fortalece la clasificación es el exhaustivo control de calidad que la empresa ha establecido a lo largo del proceso productivo y de compra, fijando estándares que implican entregar al cliente un producto de calidad homogénea. Asimismo, se destacan las ventajas fito-sanitarias de Chile como productor de fruta, país que representa una importante proporción dentro del origen de los *berries* vendidos y que, al ubicarse en el hemisferio sur, es capaz de proveer a Estados Unidos, Europa y Asia a contra-ciclo de su cosecha. Esto último, implica aprovechar los períodos de precios más elevados, estrategia que la empresa ha buscado desarrollar.

Finalmente, complementan las fortalezas de **Hortifrut** la trayectoria y experiencia de la compañía que le permite enfrentar de mejor manera las fluctuaciones propias de la actividad del sector.

Dentro de los elementos que restringen la clasificación asignada a **Hortifrut** se encuentra la posibilidad de ocurrencia de eventos de tipo climático que afecten el sector agrícola, independiente de si es producción propia o de terceros (más allá que comparativamente en el sector la empresa tiene diversificado su abastecimiento). Así, por ejemplo, una gran proporción de las moras que se comercializan, se producen en México, lo mismo ocurre con los arándanos en Chile y Perú, las frutillas en Chile, y las frambuesas en España y México, lo que implica que situaciones que afecten la producción en forma más excepcional, podrían tener un impacto significativo en la capacidad de la compañía para satisfacer su demanda, dañando el posicionamiento de la marca y su participación de mercado.

Por otra parte, el que una importante proporción de las ventas se realice a través de la marca Naturipe (46,0% a septiembre de 2018 se destinó a América del Norte), implica que los resultados del emisor pueden verse impactados por situaciones ajenas a su responsabilidad, incluso por problemas en frutas que no corresponden a su producción. Cabe destacar, que Naturipe es un *joint-venture* de cuatro empresas que entregan su producción para que ella la comercialice, por lo que la marca podría verse impactada incluso por acciones de los otros tres socios de **Hortifrut** en dicha empresa, aunque se reconoce que ellas están sujetas a prácticas sobre calidad similares a las usadas por el emisor, y además la trazabilidad de la producción permite atenuar los efectos de este tipo de eventos. Con todo, aun cuando pueda existir una baja probabilidad de un evento de esta naturaleza, su ocurrencia tendría un gran impacto sobre los resultados de la compañía.

También debe tenerse en cuenta que los *berries* podrían considerarse *commodities*, por lo que variaciones en sus precios o de otras frutas (productos sustitutos) afectarían de manera significativa los ingresos del emisor (no obstante que la baja de precio es un riesgo transversal a todo tipo de empresa, éste se manifiesta con

mayor fuerza en aquellos casos en que existe una menor diversificación de productos). En todo caso, la clasificación asignada reconoce que el programa genético de **Hortifrut** ha logrado desarrollar variedades más resistentes (y sigue buscando otras), de mejor calidad y producir en periodos de menor volúmenes de producción mundial, lo que constituye una estrategia de diferenciación frente a la competencia de otros productores de *berries*, en particular a la luz de la existencia de *retailers* que establecen condiciones de calidad a sus proveedores. Además, el cultivo orgánico de *berries*, principalmente de arándanos, permite a la empresa diferenciarse y cobrar precios mayores, obteniendo así un mayor margen por kilogramo vendido.

También se ha establecido como riesgo inherente del segmento comercial del negocio la posibilidad de no pago por parte de los clientes finales, aunque podría verse atenuado, entre otras cosas, por la política de la empresa de fijar montos máximos de crédito por clientes y en el caso de Europa, por la existencia de seguros de créditos. En EE.UU., en tanto, existe un resguardo para los productores agrícolas que, en caso de insolvencia del comprador, les da preferencia en el pago frente a otros acreedores (Ley PACA).

La estacionalidad del negocio tampoco es ajena al proceso de clasificación, lo que eleva las necesidades de capital de trabajo y de inventarios en períodos específicos, con el consiguiente riesgo de pérdida de existencias. Como atenuante, se reconoce que en la actualidad la empresa opera con seguros que cubren las pérdidas monetarias ante merma de inventarios.

Otros elementos que restringen la clasificación son la importancia de los costos y regulaciones laborales en el negocio, puesto que esta industria es intensiva en mano de obra y no es posible una buena atomización de las faenas. Asimismo, el factor mano de obra podría hacerse más escaso y encarecerse, lo cual ha sido abordado por la compañía buscando un adecuado manejo de su recurso humano considerando el tamaño. Por otro lado, se evaluó la distancia entre Chile, Perú y otras fuentes de producción y los principales centros de consumo de los productos (EE.UU. y Europa), lo que podría afectar sus costos respecto a los competidores de esa zona. Sin embargo, este riesgo se ve morigerado dada la característica de producción chilena y peruana es contra la temporada regular del hemisferio norte, por lo que se registran mayores precios, y en consecuencia **Hortifrut** no competiría en forma relevante con productores locales, sino con aquellos provenientes del hemisferio sur, que enfrentan costos similares por concepto de transporte. Por otro lado, la emisora enfrenta riesgos por tipo de cambio, cuyas variaciones pueden afectar sus utilidades o bien generar descalce de monedas al operar en distintas divisas a las de venta de los productos (dólares y euros principalmente).

También es importante tener en cuenta los riesgos que se pueden presentar en los puntos de embarque de la fruta, los cuales de concretarse podrían romper los compromisos de entrega de la compañía. Además, cabe considerar los requerimientos de capital necesarios para el crecimiento futuro proyectado por la empresa, tanto en sus cultivos en Chile como en España, México y Perú. Con todo, se reconoce que el riesgo por tipo de cambio se atenúa con la política de cobertura que presenta la compañía a través del uso de derivados financieros.

Por su parte, la clasificación de las acciones de la sociedad en “Primera Clase Nivel 3” se debe al nivel de liquidez que han alcanzado sus títulos accionarios en el último periodo.

La tendencia de clasificación de las líneas de bonos se califica en “*Favorable*”, producto de la reestructuración de deuda susceptible a llevar a cabo por la compañía lo que implicaría un perfil de vencimientos que disminuirá la presión a la liquidez por los próximos cinco años. Todo ello en un contexto de crecimiento en los ingresos del emisor, impulsado por su reciente adquisición del negocio de arándanos de la empresa peruana Grupo Rocío.

### Resumen Fundamentos Clasificación

#### Fortalezas centrales

- Diversificación geográfica de las fuentes de abastecimiento.
- Modelo de negocios permite una integración vertical, distribuyendo sus flujos proporcionalmente en sus tres áreas.

#### Fortalezas complementarias

- Trayectoria y experiencia de los controladores en la industria.
- Trazabilidad de los productos y adecuado control de calidad.
- Programa genético para fortalecer la calidad de sus productos con el fin de diferenciarse de la competencia.
- Potencial de crecimiento por beneficios de salud atribuidos a los *berries*.

#### Fortalezas de apoyo

- Fortaleza de Naturipe Farms, la marca a través de la cual distribuye *berries* en Estados Unidos.

#### Riesgos considerados

- Producto *commodity* lo hace altamente sensible a las variaciones en su precio y en el precio de productos sustitutos (riesgo de frecuencia e impacto medio-elevado, incluso susceptible de incrementar su impacto dentro de algunos periodos).
- Producción expuesta a factores climáticos y sanitarios (riesgo permanente, con impacto en zonas específicas).
- Lejanía de los centros de consumo (riesgo no significativo).
- Costos laborales, considerando que es una industria intensiva en fuerza laboral (riesgo susceptible de administrar).
- Riesgo de no pago del cliente final (riesgo acotado por política de créditos y uso de seguros, entre otros).
- Descalce de monedas (riesgo susceptible de ser administrado y acotado).

## Hechos recientes

### Septiembre de 2018

A septiembre de 2018, **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 316,5 millones, con un aumento de 31,3% respecto al mismo trimestre de 2017, este aumento se debió a un alza de 21% en el volumen de venta, mayoritariamente por fruta proveniente de Perú. El 84% de los ingresos totales de la compañía

correspondieron a la venta de arándanos, los cuales, en términos de ingresos aumentaron en un 58,6% respecto al mismo trimestre del año anterior producto de la fusión con Grupo Rocío.

El margen bruto, en tanto, llegó a US\$ 48,5 millones, aumentando 11,7% respecto a septiembre de 2017, siendo un 15,3% de los ingresos del ejercicio (el ejercicio anterior el margen era equivalente a 18,0%). En tanto, el resultado operacional fue de US\$ 55,2 millones (17,4% de los ingresos a diferencia de 9,3% anterior), aumentando un 145% con respecto al mismo periodo de 2017. En cuanto a los gastos de administración y venta, estos subieron un 28,7% al registrar US\$ 26,1 millones.

Producto de lo anterior, el resultado del ejercicio, a septiembre de 2018, alcanzó una ganancia de US\$ 80,9 millones, aumentando en un 287,1% respecto al mismo periodo del 2017. El EBITDA de mismo periodo a 2018 alcanzó los US\$ 76,7 millones, aumentando un 84,9% en relación con 2017 y siendo un 24,2% de los ingresos (17,2% en 2016).

Finalmente, a septiembre de 2018, la deuda financiera de la compañía alcanza US\$ 474,1 millones superior en un 101,3% a lo exhibido en diciembre de 2017, producto de la deuda adquirida por la compra del 50% restante de Hortifrut-Tal y el 100% del negocio de arándanos de TalSA. El patrimonio de la compañía alcanza US\$ 531,3 millones.

## Definición de categorías de riesgo

### **Categoría A** (títulos de deuda)

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.

### **Favorable**

Corresponde a aquella clasificación que podría mejorar como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

### **Primera Clase Nivel 3** (títulos accionarios)

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

## **Estable**

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## **Oportunidades y fortalezas**

**Diversificación geográfica:** De acuerdo con la información a la cual tuvo acceso esta clasificadora, fue posible concluir que la empresa muestra una adecuada diversificación en sus fuentes de abastecimiento de fruta, tanto a través de producción propia como de adquisición de *berries* a terceros. En efecto, en la temporada 17/18, la firma poseía campos propios de producción en Chile (63,0%), México (11,0%), España (13,1%), Brasil (0,9%), Marruecos (1,1%), y además compra fruta para exportación en Chile, Argentina, México, España, Perú entre otros, con lo que **Hortifrut** logra disminuir el riesgo de que situaciones sanitarias o climáticas de una región o país en particular afecten la globalidad de sus ventas.

**Integración vertical:** El desarrollo de una estrategia de integración vertical (producción, exportación y comercialización) ha implicado que la empresa obtenga flujos de caja en aproximadamente igual proporción de cada una de estas tres etapas, según los antecedentes proporcionados por el emisor, con lo que atenúa los riesgos asociados al sector agrícola y controla de mejor manera el desarrollo del negocio a lo largo de todas sus fases (capturando los márgenes de cada una de dichas etapas).

**Fortaleza de marca Naturipe:** Naturipe Farms es una empresa líder en ventas de arándanos en Estados Unidos, principal mercado del mundo para la venta de *berries* en términos de volumen, en particular de la mencionada fruta. Además, esta sociedad es la segunda vendedora de *berries* del mercado estadounidense. Complementariamente, la fortaleza de esta marca le permite desarrollar una estrategia de abastecimiento para el mercado estadounidense que utiliza frutos del hemisferio sur (Chile, Argentina y Perú) fuera de la temporada de producción del hemisferio norte, obteniendo así precios más elevados por ser capaz de vender en los meses de escasez del producto.

**Trayectoria y experiencia:** La compañía está presente en el rubro desde hace más de 30 años, lo que le otorga experiencia necesaria para entender de manera acabada el sector, incluyendo los ciclos negativos, le permite enfrentar de mejor manera futuros vaivenes de la industria.

**Trazabilidad/Control de calidad:** La empresa ha establecido a lo largo del proceso productivo y de compra, un exhaustivo control de calidad, fijando estándares de tamaño, peso y características físicas que implican entregar al cliente final un producto de mayor calidad. Dentro de lo anterior, destaca la trazabilidad que tienen los productos vendidos en el *retail*, para los cuales es posible identificar a través de un código el país, productor y predio donde se originó la fruta vendida. Estas medidas permiten aislar la producción con



similar origen en caso de brotes de enfermedades o contaminación del producto, evitando deshacerse de partidas completas y un bloqueo total hacia la marca por parte de los supermercados.

**Programa genético:** Desde 2001 la empresa ha venido desarrollando programas genéticos, ya sea a través de investigación propia o mediante la compra de derechos de uso de variedades ya probadas por otros productores o investigadores en el extranjero. Estas iniciativas permiten a **Hortifrut** incorporar variedades de plantas que: i) presentan una mayor productividad por hectárea, ii) son más resistentes a plagas, hostilidades climáticas y períodos de transporte prolongado (con posterioridad a la cosecha), lo que posibilita disminuir los costos a lo largo de los procesos de cultivo, cosecha, transporte y venta, y/o iii) tienen características físicas (color, sabor, forma) más apreciadas por el consumidor o el cliente (supermercados), ayudando así a incrementar las ventas. Además, las nuevas variedades genéticas permiten la producción de la fruta en periodos de tiempo donde el volumen de producción mundial disminuye, sacando provecho de mejores precios de venta. Lo anterior, se transforma en una ventaja competitiva frente a otros productores, y por tanto le ayuda a la empresa a construir una marca más fuerte y establecer relaciones de largo plazo con productores a quienes se les ofrece un varietal a cambio de la venta del total de producción de forma indefinida.

**Producción contra temporada:** Dada la diversidad geográfica de sus predios, **Hortifrut** está capacitada para producir durante los meses en que disminuye la oferta originada en el hemisferio norte, lo que le significa poder aprovechar el período del año de mayores precios.

**Potencial de crecimiento:** Si bien los *berries* pueden ser sustituidos por otras frutas, dadas las propiedades en salud que se les atribuye, podría subir su demanda, según el emisor. En efecto, de acuerdo con estudios, los *berries*, particularmente las frambuesas, aportan valiosos nutrientes que protegen el organismo ante el envejecimiento, siendo una gran fuente de vitaminas C y E y otras sustancias antioxidantes. Además, es una de las frutas menos calóricas, con sólo 52 calorías cada 100 gramos. Por otro lado, a los *berries* se le reconoce propiedades para el tratamiento y prevención de problemas circulatorios y de salud bucal.

## Factores de riesgo

**Producto commodity:** Si bien los *berries* son productos que tienden a tener un precio más elevado que otras frutas, y que por tanto podrían ubicarse en un segmento de consumidores más *premium*, en la práctica estos participan en el mercado global de frutas, entre las cuales existiría algún grado de sustitución, por cuanto los vegetales tienden a ser un producto más o menos homogéneo, y por tanto son *commodities* afectos a variaciones de precios no controlados por un productor en particular. De hecho, en los últimos años en Sudamérica se ha venido desarrollando fuertemente la producción de arándanos (Chile, Argentina y Perú),

lo que aumenta la disponibilidad global de este *berry* (incluso reconociendo que es fuera de la temporada del hemisferio norte), aumentando así la competencia.

**Factores climáticos/sanitarios:** Dentro del proceso productivo, existe la posibilidad de que ocurran eventos de tipo climáticos o biológicos que pueden afectar las ventas de la empresa, con independencia de si éstas se originan en producción propia o en la compra de fruta a terceros. Si bien el hecho de que haya diversificado sus fuentes de abastecimiento es un elemento positivo, es necesario señalar que Chile, España y Perú representan una proporción importante dentro de la producción de arándanos vendidos<sup>1</sup> (35,1%, 30,6% y 25,3%, respectivamente), misma situación que ocurre con México en el caso de las frambuesas (84,3%) y de Chile en el caso de las frutillas (96,8%). Por ello, cualquier evento de la índole mencionada implicaría una merma en la producción/compra global de la empresa, lo que puede llevar a perder cuotas de mercado o a no ser capaces de cumplir con las metas de entrega de productos acordadas con los supermercados. Sin embargo, la empresa ha realizado inversiones en infraestructura para mitigar los riesgos de factores climáticos, como el equipamiento de las plantaciones con macrotúneles y sistemas de control de heladas.

**Lejanía de Chile y Perú de centros de consumo:** La distancia existente entre Chile y Perú y los principales centros de consumo de los productos de **Hortifrut** (EE.UU. y Europa), impone costos mayores a la empresa frente a competidores de esas regiones, lo cual se ve atenuado por los centros de producción existentes en México. Con todo, la lejanía geográfica se ve compensada por el hecho que la producción chilena es contra la temporada regular del hemisferio norte, lo que implica vender en períodos de mayores precios, y, además, no competiría en forma relevante con productores locales, sino más bien con aquellos del hemisferio sur que asumen costos de transporte similares a los de **Hortifrut**.

**Sustitución por otras frutas:** Existen sustitutos directos de los *berries*, como son otras frutas, por lo que incrementos en el precio de los productos vendidos por **Hortifrut**, o un descenso en los precios de los productos sustitutos, implican un impacto en sus ventas.

**Costos laborales:** Por su naturaleza más frágil en comparación a otros productos agrícolas, la producción de *berries* es intensiva en fuerza laboral, lo que impide en buena parte la automatización de sus faenas, en especial durante la cosecha. Cabe señalar, que en la medida que un país se desarrolla, el trabajo agrícola tiende a hacerse más escaso y los costos laborales a incrementarse, encareciendo así los costos de producción.

**Riesgo de no pago:** Como riesgo inherente del segmento comercial del negocio, está la posibilidad de no pago por parte de los clientes finales (a septiembre de 2018 las cuentas por cobrar representan el 11,3% del

---

<sup>1</sup> Sin considerar arándanos orgánicos.

patrimonio). Al respecto, si bien existe una relativa atomización de la cartera de clientes, es posible que el no pago de la totalidad de una cuenta termine consumiendo buena parte de la generación anual del flujo de caja. Se reconoce, eso sí, que la empresa opera con clientes de buena calidad crediticia (en su mayoría supermercados), y, además, ha establecido una política que fija montos máximos de crédito por cliente, y que en el caso de Europa opera con seguros de crédito, aunque estos tienen deducible, tope de cobertura por cliente y un máximo de cobertura anual. En Estados Unidos, en tanto, la empresa no ha tomado seguros por existir el Perishable Agricultural Commodities Act (PACA) que resguarda a los productores de *commodities* agrícolas perecibles en caso de insolvencia del comprador, dándoles preferencia en los pagos frente a otros acreedores (siempre que con anterioridad el vendedor se haya acogido al fideicomiso que establece la ley), y además establece que la recaudación por ventas del vendedor final de estos productos debe destinarse prioritariamente al pago de sus proveedores, lo que beneficia a **Hortifrut**, a través de Naturipe Farms, en Estados Unidos.

**Descalce de monedas:** Se trata del riesgo por el descalce de monedas que se produce al operar en países con monedas distintas a las de venta, como por los requerimientos de capital necesarios para el crecimiento futuro proyectado por la empresa, tanto en sus cultivos en Chile como en México, España y Perú. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la política de cobertura mediante uso de derivados financieros permite atenuar el riesgo de descalce de monedas.

## Antecedentes generales

### Historia

**Hortifrut** nació en 1983 bajo el nombre de Compañía Chilena Productora de Espárragos Limitada. Al año siguiente, cambió a Productora Hortícola y Frutícola S.A., cuya sigla es **Hortifrut**. En los años ochenta se inició en Chile el cultivo de la frambuesa roja, que **Hortifrut** comercializa en Estados Unidos, convirtiéndose así en la primera empresa chilena que exporta *berries* frescos a contra estación desde el hemisferio sur al hemisferio norte. Años después, el cultivo se expandió a moras, arándanos, frambuesas doradas y zarzaparrillas.

A través de los años, **Hortifrut** ha establecido distintas subsidiarias y alianzas estratégicas que la han ayudado a fortalecer su posición en diversos mercados fuera del país, posicionándose como un actor relevante en el extranjero. Dentro del país, la compañía decidió reorganizar las operaciones, dividiéndolas por áreas de negocios y actuando como subsidiarias.

El año 2008, **Hortifrut** se convierte en el productor de arándanos orgánicos más grande del mundo mientras que, paralelamente, abre su oficina de distribución en Brasil.

El 2012, la compañía se abre en bolsa, oportunidad en que levantó más de US\$ 67 millones. Posteriormente, en 2014, constituye una sociedad anónima cerrada en Perú, Hortifrut-Tal SAC, para comercializar y producir *berries* desde ese país y se asocia con Expofresh en Argentina para la producción y comercialización de fruta temprana.

En 2016 se firma un Joint Venture con Munger Brothers con la finalidad de operar con producción de arándanos orgánicos desde ese país.

Finalmente, en diciembre de 2017 **Hortifrut** firmó un acuerdo de compraventa y fusión con Grupo Rocío, el cual le permitió adquirir el negocio de arándanos desarrollado por este grupo en Perú, pasando a ser dueño del 100% de Hortifrut-Tal y el 100% del negocio de arándanos del grupo en julio de 2018.

## Propiedad y administración

El capital de la sociedad a septiembre de 2018 asciende a US\$ 347,1 millones repartidos en 525.546.131 acciones. La Tabla 1 presenta el listado de accionistas, mientras que la Tabla 2 presenta los miembros del directorio de la compañía. La Tabla 3 muestra a los principales ejecutivos de la compañía.

Tabla 1: Listado de accionistas a diciembre de 2018

Nombre	N° de acciones	% de propiedad
Talsa Chile III SPA	89.125.792	16,96%
Inversiones IMG Limitada	81.792.248	15,56%
Inmobiliaria Algeciras LTDA	37.243.674	7,09%
San Jose Farms SA	36.773.594	7,00%
Banco Itau Corpbanca Por Cta De Inversionistas Extranjeros	27.750.121	5,28%
Compass Small Cap Chile Fondo De Inversion	25.064.198	4,77%
Inversiones Costanera Limitada	16.239.705	3,09%
Btg Pactual Small Cap Chile Fondo De Inversion(Cta.Nueva)	14.661.541	2,79%
Siglo XXI Fondo De Inversion	14.273.620	2,72%
Comercial Epysa SA	13.800.000	2,63%
Exportadora San Jose Trading LTDA	13.359.181	2,54%
AFP Habitat SA Para Fdo Pension C	10.455.774	1,99%

Tabla 2: Listado de directores a diciembre de 2018

Nombre	Cargo
Victor Moller Schiavetti	Presidente
Andrés Solari Urquieta	Vicepresidente
German Novion Verdugo	Director

Nombre	Cargo
María Verónica Morales Mena	Director
Marco Comparini Fontecilla	Director
Victor Moller Opazo	Director
Andrés Carvallo Prieto	Director
Juan Luis Alemparte Rozas	Director
Ulises Rafael Ramón Quevedo Berastain	Director

**Tabla 3: Listado de ejecutivos**

Nombre	Cargo	Nombramiento
Maria Elena Maggi Viadurre	Controller	02-01-2019
Jose Miguel Arizábalo Barra	Gerente Ti	02-04-2018
Juan Carlos Toro Ruiz-Tagle	Gerente De Finanzas Corporativo	17-01-2018
Hans Christian Petersen Oehninger	Gerente De Filiales	17-01-2018
Juan Ignacio Allende Conelly	Gerente general	06-09-2016
Felipe Juillerat Muñoz	Gerente Comercial Corporativo	06-09-2016
Alberto Nicolas Moller Opazo	Corporate Vice Chairman	06-09-2016
Osvaldo Alejandro Garay Hidalgo	Subgerent Planificación Financiera	08-02-2016
Enrique Acevedo Herl	Gerente Productores	21-08-2013
Barbara Poblete Bas	Gerente Recursos Humanos Corporativo	15-04-2013
Gabriela Rojas Violic	Investor Relations Y Gerente De Control De Gestión	02-07-2012
Jorge Del Sante Lira	Gerente Div. Congelados	01-09-2008
Maria Pilar Bañados Ortiz	Gerente De Investigacion Y Desarrollo	15-08-2008
Carlos Jara Arbert	Gerente De Administración	01-08-2008
Ivan Americio Melelli Jauregui	Gerente De Operaciones	01-08-2008
Bernardita Alicia Romagnoli Zulueta	Subgerente De Finanzas	21-07-2008
Gloria Patricia Pierret Ortiz	Fiscal	03-03-2008
Sebastian Jaime Correa Bulnes	Gerent Planificación Y Programas Genéticos	04-02-2008
Wilfredo Ivan Brevis Correa	Gerente De Contabilidad	01-08-2007
Ramiro Soffia Moller	Gerente Div. Agrícolas	01-07-2004
Maria Elena Echenique Braun	Gerente Sales Operation Planning	01-11-2003
Gustavo Salinas Tapia	Gerente De Exportaciones	01-11-2003

## Antecedentes de producción y comercialización

**Hortifrut** es una compañía productora, exportadora y comercializadora de *berries* en Chile y el mundo. Está posicionada como uno de los líderes mundiales en arándanos. Dada su diversidad global y geográfica, la compañía dispone de una oferta diversificada de *berries* a todo el mundo, con abastecimiento tanto para el hemisferio norte como para el sur durante los doce meses del año. Dentro de la oferta de productos frescos, las principales especies de *berries* comercializadas incluyen arándanos, frambuesas, frutillas y moras, las cuales son comercializadas en Norte América, América del Sur, Europa y Asia. Los *berries* comercializados incluyen producción propia y de terceros, provenientes en su mayoría de Chile, México, España y Perú.

### Producción

En torno al 42% de las ventas de la empresa se realiza a través de producción propia<sup>2</sup>, ya sea en terrenos de su propiedad o arrendados a terceros. Al respecto, la compañía cuenta con plantaciones en Chile (desde la IV a la X región), México (Jalisco, Michoacán y Sinaloa), España (Huelva y Asturias), Brasil (Senador Amaral), Perú (Chiclayo y Trujillo), China (Yunnan) y Marruecos. Esta diversificación geográfica le permite contar con fruta fresca a lo largo de todo el año, además de mayor cercanía con los centros de consumo. Éste es el caso de las plantaciones ubicadas en México que abastecen al principal consumidor de *berries* del mundo, así como las plantaciones en España, capaces de abastecer parte del mercado europeo. Chile y Perú aportan la producción de contra-estación para dichos mercados.

**Hortifrut** cuenta con un total de 3.274 hectáreas plantadas de *berries* (a septiembre de 2017 contaba con 1.444 hectáreas), de las cuales el 88,3% se encuentra en etapa productiva y el 11,7% corresponden a terrenos plantados, pero que aún no están en etapa de producción.

Del total de hectáreas plantadas, el cultivo de arándanos, tanto convencional como orgánico, ocupa un 93,9% de la superficie. Las hectáreas restantes se distribuyen entre frambuesas (3,2%), frutillas (2,0%), cerezas (0,5%) y moras (0,4%). El detalle de las hectáreas plantadas de cada especie se detalla en la Tabla 4, mientras que la Tabla 5 presenta el calendario de producción de **Hortifrut** y asociados.

<sup>2</sup> Temporada 17/18.

Tabla 4: Evolución de superficie de plantación

Superficie berries	IV-2013	III-2014	III-2015	III-2016	III-2017	III-2018
<b>Arándanos</b>	603	598	626	593	803	2.454
<b>Arándanos Org.</b>	373	379	342	387	402	621
<b>Frambuesas</b>	169	173	185	161	158	104
<b>Moras</b>	13	13	14	11	13	13
<b>Frutillas</b>	67	67	59	40	62	65
<b>Cerezas</b>	7	7	11	7	7	17
<b>Total Hás.</b>	1.233	1.237	1.237	1.198	1.444	3.274
<b>Hás. Productivas</b>	1.051	1.067	1.084	1.081	1.221	2.892
<b>Hás. Plantadas No Productivas</b>	181	170	153	117	223	381

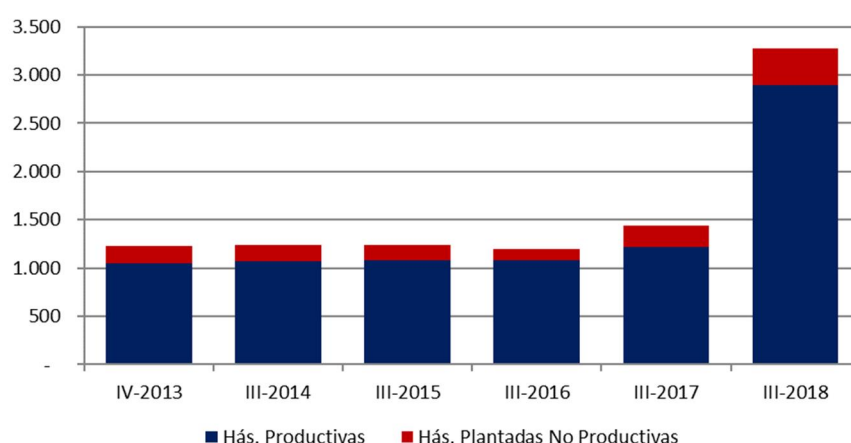


Ilustración 1: Has. Productivas y no productivas de **Hortifrut**

Con el fin de contar con nuevas y mejores variedades de *berries*, **Hortifrut** ha desarrollado un programa genético, que cuenta con estaciones de prueba y evaluaciones en Estados Unidos, Chile, México, Perú, Argentina y España, donde se testean y desarrollan variedades propias y exclusivas de arándanos, frambuesas y moras. Además, anualmente se incorporan a estas evaluaciones las selecciones y variedades de *berries* desarrolladas en los diferentes centros de investigación del mundo, las que dependiendo de su resultado se incluyen o no dentro de un paquete de licencias exclusivas. Para efectos del desarrollo de este programa y como responsable del mismo, la compañía cuenta con un equipo multidisciplinario denominado Hortifrut-Genética.

**Hortifrut** también actúa como intermediario exportando producción de terceros, lo que representa el 58,0% de sus exportaciones totales<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Temporada 17/18.

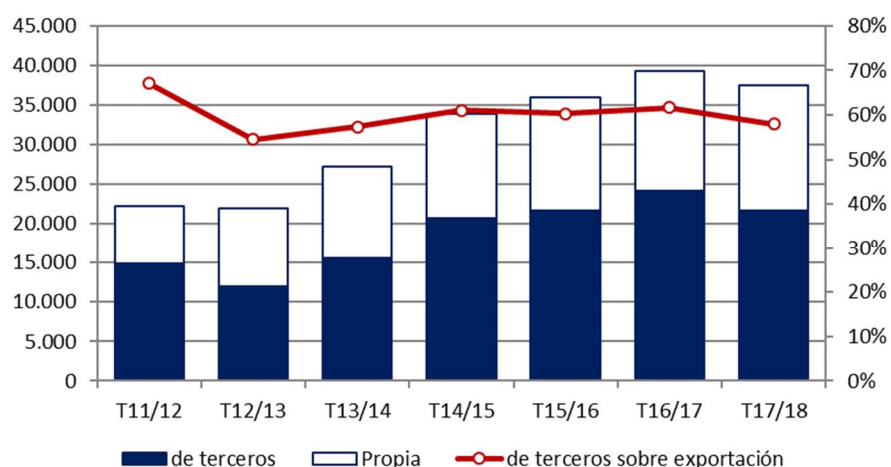


Ilustración 2: Proporción de producción de terceros sobre la exportación

Tabla 5: Calendario de producción de **Hortifrut** Diciembre 2017

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>Arandanos</b>												
Argentina										X	X	X
Chile	X	X	X							X	X	X
Uruguay												
Perú												
México												
España												
Marruecos												
USA			X	X	X	X	X	X	X	X	X	
<b>Frambuesas</b>												
Chile												
México												
España												
Marruecos												
Brasil												
USA												
<b>Moras</b>												
Chile												
México												
España												
Marruecos												
Brasil												
USA												



Frutillas											
Chile											
México											
España											
Btasil											
USA											
Cerezas											
Chile											

X: También producción orgánica.

## Exportación

Chile, México, Perú y España representan los principales centros exportadores de **Hortifrut**. Las distintas características geográficas y climáticas de las zonas donde distribuye su producción le permite despachar todos sus productos a los diferentes mercados ininterrumpidamente durante todo el año.

Durante la temporada 2017/2018, las exportaciones de **Hortifrut** alcanzaron un total de 37.435 toneladas, disminuyendo un 4,7% con respecto a la temporada anterior. Más de la mitad provinieron de productores terceros y con predominancia en la mayoría de los países productores.

Con respecto a la oferta de productos, el 84,6% de las exportaciones totales corresponden a arándanos (incluye arándanos orgánicos), el 5,3% a moras, el 4,6% a frambuesas, 3,5% a frutillas y 2,2% a cerezas.

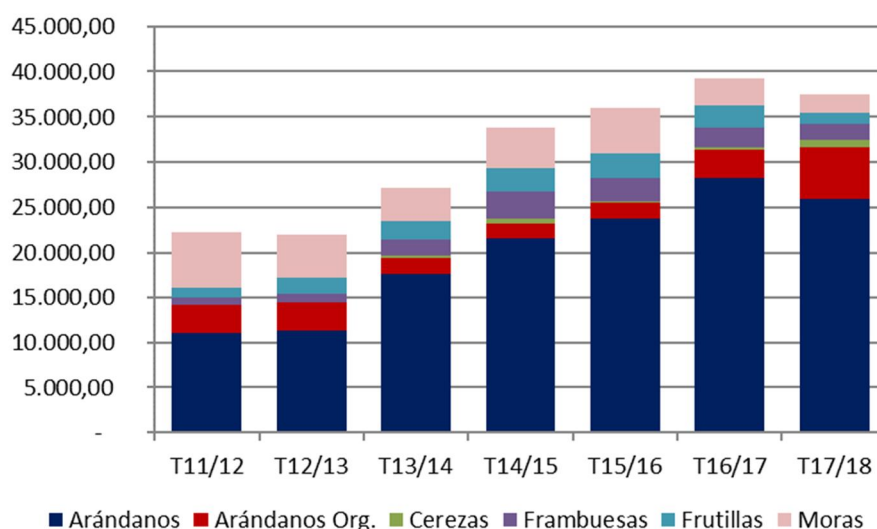


Ilustración 3: Evolución de fruta exportada

## Comercialización

Los principales mercados destinatarios de los productos de **Hortifrut**<sup>4</sup> son Estados Unidos y Europa, los que en su conjunto representan un 76,3%, seguido por América del Sur que representa un 15,8% y finalmente Asia y otros con un 7,8%, según los reportes a septiembre de 2018.

Distintos vehículos comerciales son los encargados de la comercialización de los *berries* y muchos de ellos actúan a su vez como importadores de la fruta para su posterior distribución. En el caso del mercado asiático, la mayor parte de las exportaciones son distribuidas a empresas o clientes no relacionados con la compañía, quienes se ubican principalmente en Japón, China y el sudeste asiático.

En los mercados de destino, los clientes finales de la compañía son las principales cadenas de supermercados y *retailers* de USA, Europa y Asia.

### Estados Unidos

La filial Hortifrut Imports Inc. se asoció con tres de los mayores productores de *berries* (Michigan Blueberry Growers Association, Naturipe Berry Growers y Munger Brothers) para formar Naturipe Farms y, a través de esta sociedad, abastecer de *berries* a todo Estados Unidos y Canadá en forma continua durante el año. La comercialización es realizada bajo la marca Naturipe, principalmente, a los canales *retail* y *food service*. La propiedad se distribuye en un 30% para Hortifrut Imports Inc., 30% para Michigan Blueberry Growers, 30% para Naturipe Berry Growers y 10% para Munger Brothers.

Naturipe Farms es una compañía que se ha posicionado como una de las más importantes en la comercialización y distribución de *berries*, siendo dominante en los arándanos. Las ventas de Naturipe Farms están compuestas principalmente por frutillas, aportadas por el socio Naturipe Berry Growers, y arándanos, que constituyen más de la mitad de las ventas totales. Los principales proveedores de arándanos son Michigan Berry Growers y Munger Brothers durante la estación norteamericana y **Hortifrut** que aporta los arándanos en contra-estación, los cuales provienen principalmente de Chile y Perú.

### Europa

En Europa, a través de Euroberry Marketing y en asociación con Atlantic Blue, el mayor productor de arándanos de España es **Hortifrut**, que participa directamente en las actividades de comercialización, producción y de centros de distribución, disponiendo de oferta durante todo el año. La oferta se complementa desde España y Marruecos con productores de frambuesas, moras y frutillas, garantizando el suministro de *berries* durante el verano europeo. El principal mercado europeo para **Hortifrut** es el Reino Unido seguido de Alemania, Italia y Holanda.

---

<sup>4</sup> Entre enero y septiembre de 2018.

## Brasil

La filial encargada de la distribución es BerryGood, empresa brasilera con oficina en Sao Paulo y operaciones en el mismo estado y en Río de Janeiro. La filial es productora, importadora, distribuidora y comercializadora de frutas, especializándose en *berries*. Creada en diciembre de 2008, se ha centrado en el área logística, *sourcing* y comercial, para el desarrollo y crecimiento de la industria de estas frutas en Brasil. Dentro de sus principales clientes se encuentran distribuidores, supermercados y clientes en la industria hotelera, restaurants y cafés.

## Asia

En el mercado asiático **Hortifrut** opera actualmente bajo la marca Southern Sun y Naturipe. La compañía exportó por primera vez al continente en 1987. A la fecha, Asia recibe productos desde Chile, Argentina, México, Estados Unidos, Canadá, España y Perú. Los principales destinos en el continente donde se comercializan los *berries* son Japón, Taiwan, Hong Kong, China, Singapur y Malasia.

## Chile

La filial Hortifrut Comercial opera en el país en los segmentos de *retail* y *foodservice*. En Chile se comercializa principalmente la frutilla, representando un 70% del volumen total, seguido por el arándano y la frambuesa. Además, la compañía tiene como línea de productos la fruta fresca y congelada.

## Análisis financiero

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Hortifrut**. Todos los estados financieros han sido preparados bajo IFRS.

## Evolución ingresos, resultados y márgenes

Al examinar los resultados de la compañía se observa un crecimiento relativamente persistente en el nivel de los ingresos, con excepción del 2015 y 2017 donde los segundos y terceros trimestres se registraron bajas leves, en el segundo caso producto del adelanto de la temporada lo que llevó a que se adelantaran parte de los flujos de 2017 a 2016. Posteriormente, durante los tres primeros trimestres de 2018 se observa un alza de los ingresos, esto se debe principalmente al aumento del volumen de venta, mayoritariamente por fruta proveniente de Perú luego de la fusión con Grupo Rocío y un mayor ingreso medio por kilo. Dado esto, a septiembre de 2018, se observa un crecimiento en el margen EBITDA en el último periodo, alcanzando un 19,4%, superior a lo exhibido en el mismo periodo del año anterior (11,2% a septiembre de 2017). La *Ilustración 4* presenta el comportamiento que ha presentado el ingreso y el EBITDA de **Hortifrut**.

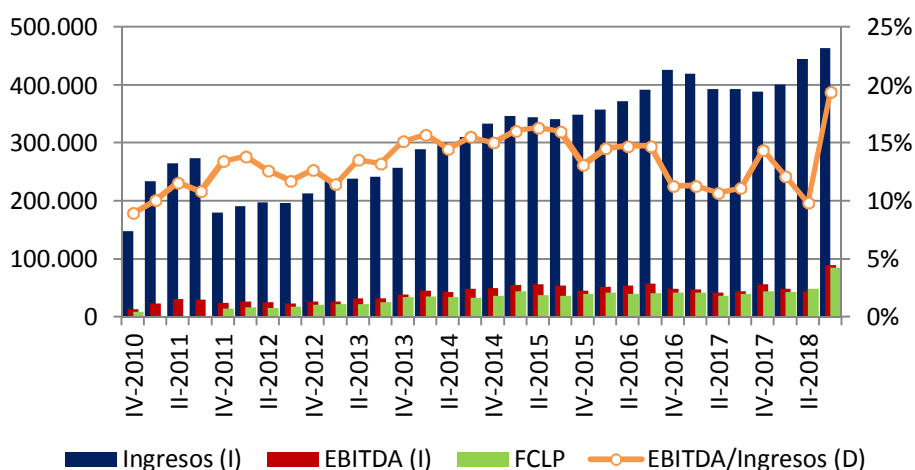


Ilustración 4: Evolución de ingresos y EBITDA

Los márgenes de la empresa se han mostrado con tendencias cíclicas tanto al alza como a la baja; en el tercer trimestre de 2018 se observa un aumento importante en estos indicadores. La Ilustración 5 presenta el comportamiento de éstos en el tiempo.

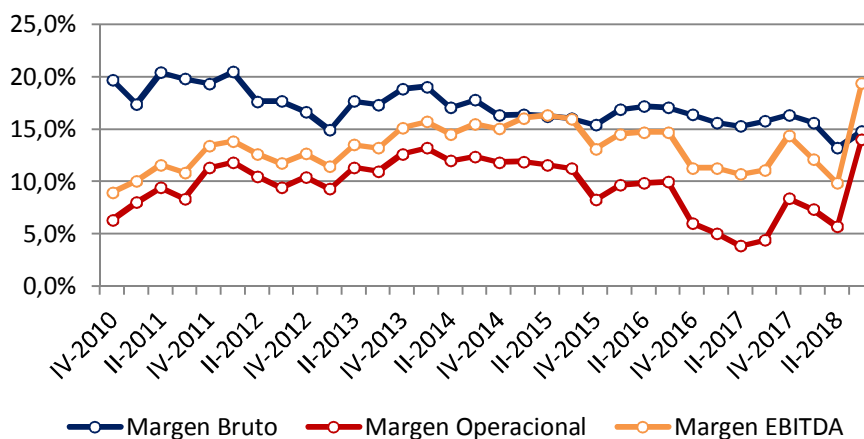


Ilustración 5: Cambio en los márgenes

## Evolución del endeudamiento

A septiembre de 2018, la deuda financiera aumentó un 168,9% respecto al mismo periodo del año anterior, ubicándose en US\$ 474,1 millones, la mayor deuda está asociada a la compra y fusión del negocio de arándanos del Grupo Rocío en Perú. El 68,1% de la deuda financiera es de largo plazo y la mayoría

corresponde a créditos bancarios. Por otro lado, la deuda financiera neta<sup>5</sup> es de US\$ 294,6 millones. La Ilustración 6 presenta el comportamiento del endeudamiento.

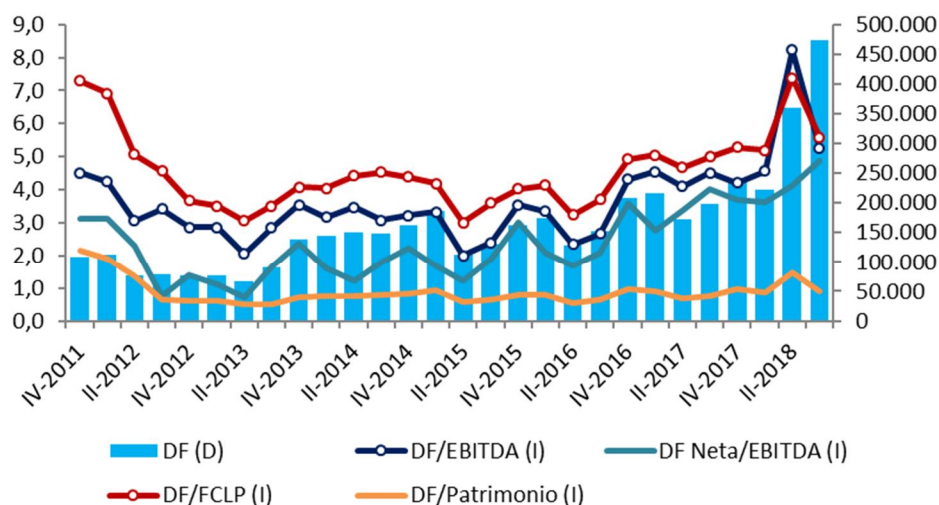


Ilustración 6: Evolución de endeudamiento

La Ilustración 7 muestra el perfil de la deuda financiera, donde se observa que podría cubrir los pagos comprometidos, exceptuando los asociados al capital de trabajo (que se cubre con liquidación de inventario) en 2018 y el vencimiento de 2020 como se puede observar en la Ilustración 7.

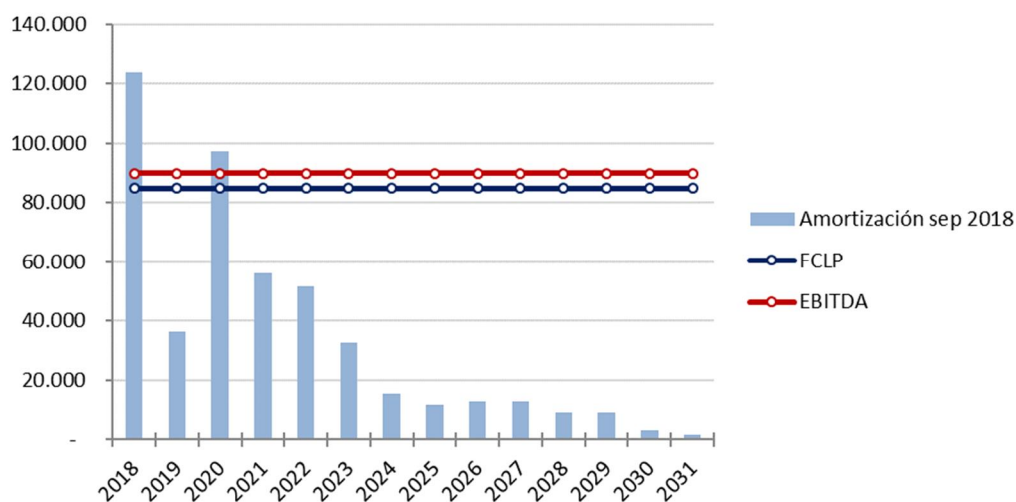


Ilustración 7: Perfil de la deuda financiera actual

<sup>5</sup> Se considera la deuda financiera neta como la deuda financiera menos efectivo y equivalente del efectivo. No obstante, la metodología **Humphreys** considera deuda financiera bruta.

Dado esto, la compañía está en proceso de concretar una reestructuración de deuda financiera a través de una emisión de bonos y la toma de créditos bancarios por un total de US\$ 80 millones, lo que permite a la compañía tener mayores holguras en su perfil de vencimientos tal como se muestra en la Ilustración 8.

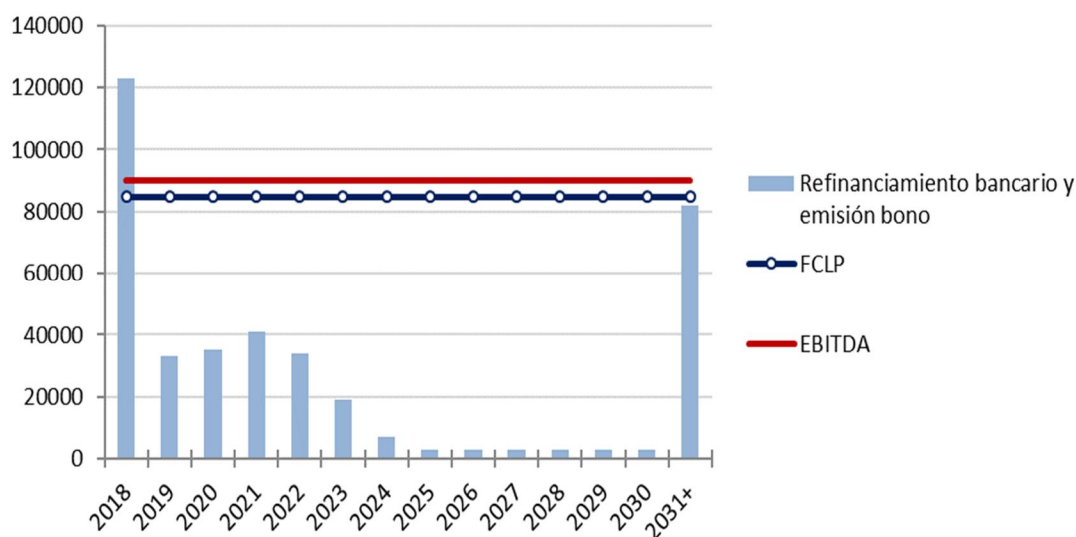


Ilustración 8: Perfil de la deuda financiera posterior a refinanciamiento

Respecto al vencimiento de 2018, la empresa ha logrado calzar la mayor parte del tiempo con cierre del ciclo de cultivo como se puede observar en la Ilustración 9.

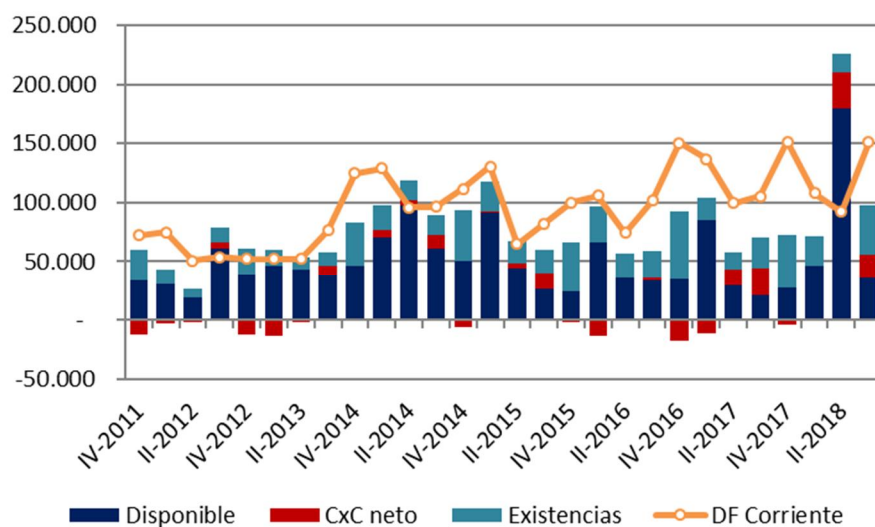


Ilustración 9: Calce de la deuda y otros activos corrientes

## Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante<sup>6</sup>, ha mostrado un comportamiento fluctuante, oscilando entre 2,22 y 0,77 veces. En 2012, se muestra un incremento de este indicador como consecuencia del aumento del activo corriente, producto de la emisión de acciones. Sin embargo, el índice vuelve a ubicarse alrededor de la zona de la unidad a medida que la deuda financiera aumenta. A septiembre de 2018, este indicador alcanza las 1,2 veces, superior a lo obtenido en septiembre de 2017 donde llegaba a 0,96 veces. Su evolución se puede apreciar en la Ilustración 10.

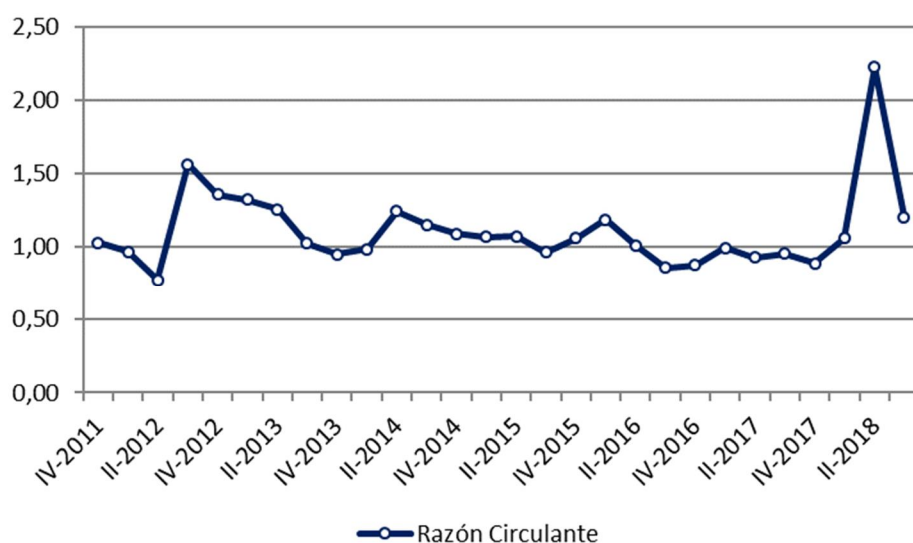


Ilustración 10: Evolución de la liquidez

## Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad del activo se mantuvo prácticamente constante desde mediados de 2012 hasta septiembre de 2015, año en que comienza a experimentar una reducción, sin embargo, en septiembre de 2018 vuelve a repuntar alcanzando un 10,4%.

En cuanto a la rentabilidad operacional, ésta se encuentra actualmente en un 10,1%, teniendo un aumento con respecto a 2017, sin embargo, este indicador es más variable que el primero ya que durante 2014 superó levemente el 20%.

Por otro lado, la rentabilidad del patrimonio se vio reducida por el aumento de capital realizado en junio de 2012, la cual se mantuvo estable hasta 2015 donde comenzó a exhibir mayor volatilidad. A septiembre de

<sup>6</sup> Razón circulante = Activo corriente / Pasivo corriente.

2018, este indicador muestra un crecimiento cerrando en 22,3%. El comportamiento de estos indicadores se puede observar en la Ilustración 11.

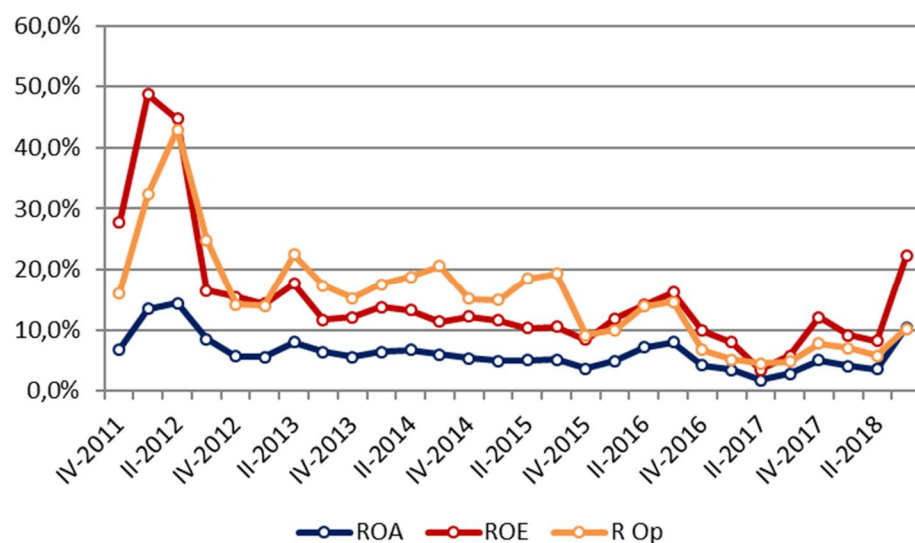


Ilustración 11: Evolución de la rentabilidad

## Líneas de bonos

Las siguientes son las características de las líneas de bonos de **Hortifrut**:

### Línea de bonos

Monto línea: UF 3.500.000  
 Fecha: -  
 Plazo de la línea: 10 años  
 Número de la línea: -

### Línea de bonos

Monto línea: UF 3.500.000  
 Fecha: -  
 Plazo de la línea: 30 años  
 Número de la línea: -

Los siguientes son los *covenants* de las líneas de bonos:



<b>Covenant</b>	<b>Límite</b>	<b>Sept-18</b>
Endeudamiento Financiero Neto	Inferior o igual a 1,0 veces, a junio de cada año	-
Deuda Financiera Neta a EBITDA	Inferior o igual a: a) 4,5 veces a junio de cada año; b) 6,0 veces a diciembre de cada año	-
Cobertura Gastos Financieros	Mayor o igual 4,0 veces, a junio de cada año	-

## Desempeño bursátil de la acción

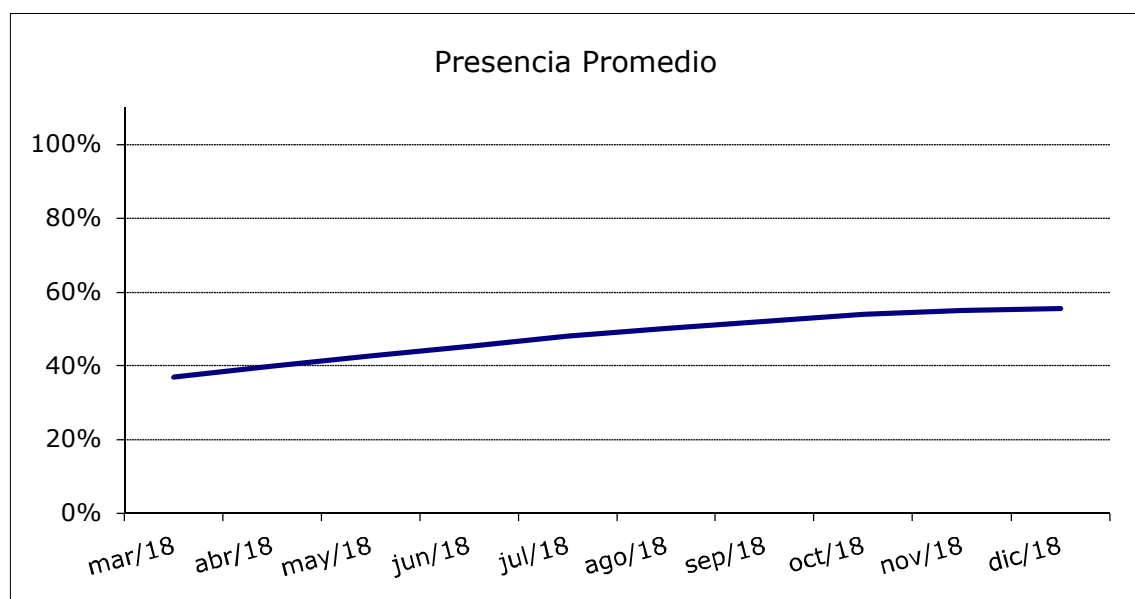


Ilustración 12: Desempeño bursátil de **Hortifrut**

"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."