



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual desde Envío Anterior**

A n a l i s t a s

Patricio Del Basto A.

Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200

patricio.delbasto@humphreys.cl

carlos.garcia@humphreys.cl

## Hortifrut S.A.

Febrero 2021

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16º  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 22433 5200  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones (HF) Tendencia	Primera Clase Nivel 2 Estable
Línea de Bonos y bonos Tendencia	A Estable
EEFF base	Septiembre de 2020

Número y Fecha de Inscripción de Emisiones de Deuda	
Línea de bonos Serie A (BHFS-A)	Nº 933 de 27.03.19 Primera emisión
Línea de bonos Serie B (BHFS-B)	Nº 934 de 27.03.19 Primera emisión
Línea de bonos Serie C (BHFS-C)	Primera emisión

Estado Consolidado de Resultados Integrales por Función, IFRS							
M US\$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-19	sept-20
Ingresos de actividades ordinarias	348.880	426.796	388.250	528.157	576.045	320.233	385.080
Costo de Ventas	-295.084	-356.758	-324.718	-414.184	-475.881	-276.363	-294.551
Gastos de Administración	-23.544	-26.036	-26.773	-38.080	-47.334	-34.679	-37.206
Costos Financieros	-3.868	-4.232	-5.711	-17.254	-27.070	-22.038	-17.258
Ganancia del Ejercicio	16.734	20.748	27.705	92.516	10.703	8.945	46.716
EBITDA	45.764	66.902	59.520	108.944	99.548	65.479	116.383

Estado Consolidado de Situación Financiera Clasificado						
M US\$	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20
Activos Corrientes	163.173	195.924	187.507	295.866	308.107	356.195
Activos No Corrientes	307.730	335.921	385.181	951.454	1.041.237	1.117.362
<b>Total Activos</b>	<b>470.903</b>	<b>531.845</b>	<b>572.688</b>	<b>1.247.320</b>	<b>1.349.344</b>	<b>1.473.557</b>
Pasivos Corrientes	153.719	223.615	210.546	274.418	274.880	207.652
Pasivos No Corrientes	112.117	92.134	118.567	453.477	416.348	541.065
<b>Total Pasivos</b>	<b>265.836</b>	<b>315.749</b>	<b>329.113</b>	<b>727.895</b>	<b>691.228</b>	<b>748.717</b>
Patrimonio	205.067	216.096	243.575	519.425	658.116	724.840
<b>Total de Pasivos y Patrimonio</b>	<b>470.903</b>	<b>546.032</b>	<b>572.688</b>	<b>1.247.320</b>	<b>1.349.344</b>	<b>1.473.557</b>
Deuda Financiera <sup>1</sup>	162.064	208.417	235.497	504.072	490.916	557.653

<sup>1</sup> La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos en el año 2019 y 2020 por un monto de US\$ 35.047 y US\$ 27.659 respectivamente.

## 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 moras y cerezas. Para ello cuenta con filiales en Norte América, América del Sur, Europa y Asia, operando bajo las marcas comerciales Hortifrut, Naturipe, Southern Sun, entre otras. 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, Estados Unidos, Marruecos y China), de exportación (Chile, México, Argentina, España, Brasil, Perú y Colombia), y distribución/comercialización (América de Norte, Europa, Latinoamérica, Asia y otros), 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 2020, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 385,1 millones y alcanzó una utilidad de US\$ 46,7 millones, con un EBITDA de US\$ 116,4 millones, mientras que su deuda financiera al cierre del trimestre alcanzaba los US\$ 557,5 millones incluyendo los contratos por arrendamiento.

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 geográfica en la comercialización de fruta y sus fuentes de abastecimiento<sup>2</sup>, disminuyendo el riesgo asociado a concentrar sus ingresos en un área determinada y el impacto de las condiciones climáticas sobre la producción de una determinada zona geográfica. Además, la empresa ha desarrollado una estrategia de integración vertical que le permite obtener flujos similares en sus tres segmentos (producción, exportación y comercialización). 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 adquisición del negocio de arándanos con Grupo Rocío en Perú, manteniendo niveles de endeudamiento relativo similares a los exhibidos previo a la operación.

<sup>2</sup> Producción propia (terrenos propios y arrendados) y compra a terceros.

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 los arándanos que se comercializan, se producen en Chile y Perú, las frutillas en Chile, y las frambuesas en 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. No obstante, están entrando en operación los nuevos proyectos de plantación de arándanos en China y México por más de 1.000 hectáreas, y en México, el proyecto en etapas por 250 hectáreas de frambuesas, lo que ayuda a mitigar el riesgo de exposición de la producción.

Por otra parte, el que una importante proporción de las ventas se realice a través de la marca Naturipe (45,7% a septiembre de 2020 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 y seguridad alimentaria 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 produce fruta todo el año y 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 que 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, yuanes 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, Perú, México, China y España. 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.

El *rating* asociado a los títulos accionarios, mantienen su clasificación en Primera Clase Nivel 2, dado exclusivamente al nivel de liquidez bursátil de las acciones de 69,5%, de acuerdo con la última medición observada por esta clasificadora (al mes de diciembre de 2020).

La tendencia de clasificación se califica en “*Estable*”, por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía.

Cabe señalar que producto de la crisis provocada por la pandemia del Covid-19, en el sector alimenticio no se ha visto y no se espera tener futuras disminuciones en la venta, dado que estos productos son considerados como bienes de primera necesidad. El esfuerzo de la compañía está en seguir reforzando sus canales de distribución. Además, el emisor exhibe una sólida posición de liquidez, considerando que a septiembre de 2020 posee una caja de US\$ 78,9 millones, lo que se refuerza con las líneas de crédito disponibles de la compañía con la mayoría de los bancos de la plaza.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Diversificación geográfica en la comercialización de fruta y 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.
- Producción contra temporada.

### Fortalezas de apoyo

- Fortaleza de Naturipe Farms, la marca a través de la cual distribuye *berries* en Estados Unidos.
- Potencial de crecimiento por beneficios de salud atribuidos a los *berries*.

### 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 períodos).
- 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 2020

A septiembre de 2020, **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 385,1 millones, con un crecimiento del 20,2% respecto al mismo período de 2019. El 84,6% de los ingresos totales de la compañía correspondieron a la venta de arándanos, los cuales, en términos de ingresos aumentaron en un 14,6% respecto al mismo trimestre del año anterior.

El margen bruto, en tanto, llegó a US\$ 90,5 millones, aumentando 106,4% respecto a septiembre de 2019, siendo un 23,5% de los ingresos del ejercicio (el ejercicio anterior el margen era equivalente a 13,7%). En tanto, el resultado operacional fue de US\$ 75,2 millones (19,5% de los ingresos a diferencia del 11,1% anterior), aumentando un 111,9% con respecto al mismo periodo de 2019. En cuanto a los gastos de administración y venta, estos subieron un 7,3% al registrar US\$ 37,2 millones, aunque disminuyeron como porcentaje de los ingresos en 1,2 puntos porcentuales con respecto al mismo periodo del año anterior.

Producto de lo anterior, el resultado del ejercicio, a septiembre de 2020, alcanzó una ganancia de US\$ 46,7 millones, aumentando un 422,3% respecto al mismo periodo del 2019, principalmente por mayores eficiencias. El EBITDA alcanzó los US\$ 116,4 millones para el periodo analizado, aumentando un 77,74% con relación a septiembre 2019 y siendo un 30,2% de los ingresos (20,4% en 2019).

Finalmente, a septiembre de 2020, la deuda financiera de la compañía alcanza US\$ 557,7 millones superior en un 13,6% a lo exhibido en diciembre de 2019. El patrimonio de la compañía alcanza US\$ 724,8 millones.

### Hechos recientes

En julio de 2020, comenzó a operar Vitafoods, marca de productos congelados que nació de la fusión de Hortifrut y Alifrut (filial de Duncan Fox). El proceso de fusión consideró el traspaso de cinco plantas productivas de congelados, así como los correspondientes activos fijos a la nueva sociedad, adicionándose propiedades, plantas y equipos por un monto de US\$ 16,7 millones distribuidos mayoritariamente en construcciones y obras de infraestructura por US\$ 6,4 millones y maquinarias y equipos por US\$ 9,3 millones. Vitafoods comenzará produciendo y comercializando un volumen cercano a los 35 millones de kilos con ventas estimadas por sobre los US\$ 100 millones durante 2021. Además, distribuirá directamente a los clientes a través de las plataformas comerciales globales de **Hortifrut** y de su filial Naturipe Value Added Foods USA.

Adicionalmente, en febrero de 2020, **Hortifrut** amplió su presencia en Europa al entrar a la propiedad de BFruit, una de las principales empresas de berries en Portugal. BFruit produce berries frescos, especialmente frambuesas. Todo el volumen producido por BFruit será comercializado a través de Euroberry (plataforma comercial de Hortifrut para Europa).

## Definición de categorías de riesgo

### Categoría A

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.

### Primera Clase Nivel 2

Corresponde a aquellos títulos accionarios que presentan una muy 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 dispone de una variedad de países a los cuales comercializa su fruta, a través de sus 30 centros de distribución en todo el mundo. Por otra parte, la compañía se abastece de fruta, tanto a través de producción propia (terrenos propios y arrendados) como de adquisición de *berries* a terceros, desde 10 países. A septiembre 2020, la firma exporta fruta<sup>3</sup> desde Perú (56,3% toneladas totales), Chile (26,4%), México (11,9%), España (3,2%), Argentina (1,7%), y Marruecos (0,5%), si bien se observa mayor concentración en Perú, la compañía espera plantar alrededor de 1.300 hectáreas entre China y México, con lo que logrará disminuir aún más 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

<sup>3</sup> Producción propia y compra a terceros.



mencionada fruta. Naturipe Farms es el segundo distribuidor de berries más grande del mundo con su marca Naturipe y el primero en arándanos. 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 35 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 la salud que se les atribuye, podría subir su demanda, según el emisor. Adicionalmente, de acuerdo con

diversos estudios<sup>4</sup>, se prevé que el mercado mundial de *berries* continúe creciendo, impulsado por la conciencia sobre la salud, el aumento de su uso en el sector de bebidas y confitería y una mayor adopción de los segmentos de belleza y cuidado personal, promoviendo el consumo en diversos países, especialmente en Estados Unidos y Gran Bretaña. 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 Perú y Chile representan una proporción importante dentro de la producción de arándanos vendidos<sup>5</sup> (71,1% y 18,9%, respectivamente), misma situación que ocurre con México en el caso de las frambuesas (90,3%) y de las moras (100%). 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

<sup>4</sup> Mordor Intelligence.

<sup>5</sup> Sin considerar arándanos orgánicos.

México, España y China. 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**.

**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 2020 las cuentas por cobrar representan el 13,4% del 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

### La compañía

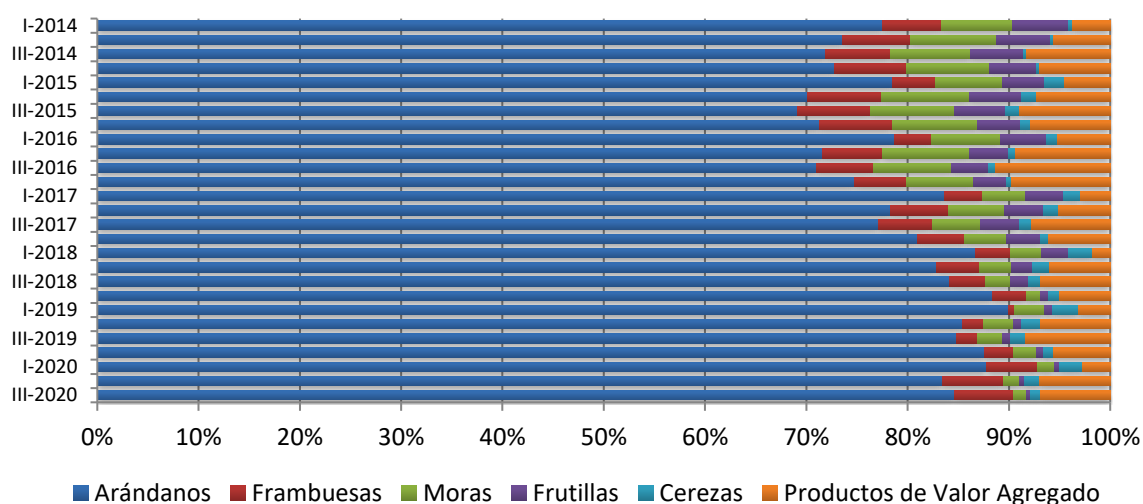
**Hortifrut** es una compañía productora, exportadora y comercializadora de *berries* en Chile y el mundo. Está posicionada como uno de los líderes mundiales en arándanos. Dada su diversidad global y geográfica, la compañía dispone de una oferta diversificada de *berries* a todo el mundo, con abastecimiento tanto para el

hemisferio norte como para el sur durante los doce meses del año. Dentro de la oferta de productos frescos, las especies de *berries* comercializadas incluyen arándanos, frambuesas, moras, cerezas y frutillas las cuales son comercializadas en Norteamérica, Sudamérica, Europa, Asia y otros mercados. Los *berries* se producen y comercializan a través de sus filiales de producción propia (Chile, México, España, Brasil, Perú, Estados Unidos, Marruecos y China) y de exportación (Chile, México, Argentina, España, Brasil, Perú y Colombia). El capital de la sociedad a septiembre de 2020 asciende a US\$ 472,2 millones repartidos en 577.323.671 acciones. La Sociedad es controlada conjuntamente por el Grupo FM, Grupo Vitalberry y Grupo Quevedo.

## Composición de los Flujos

A septiembre de 2020, **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 385,1 millones, provenientes en un 84,6% de la venta de arándanos y 6,9% de la comercialización de productos de valor agregado (corresponde a los congelados).

Ilustración 1  
Proporción de ingresos por producto  
(I 2014 – III 2020)



## Antecedentes de producción y comercialización

**Hortifrut** opera como productor, exportador y comercializador de *berries*, segmentos que se detallan a continuación:

### Producción

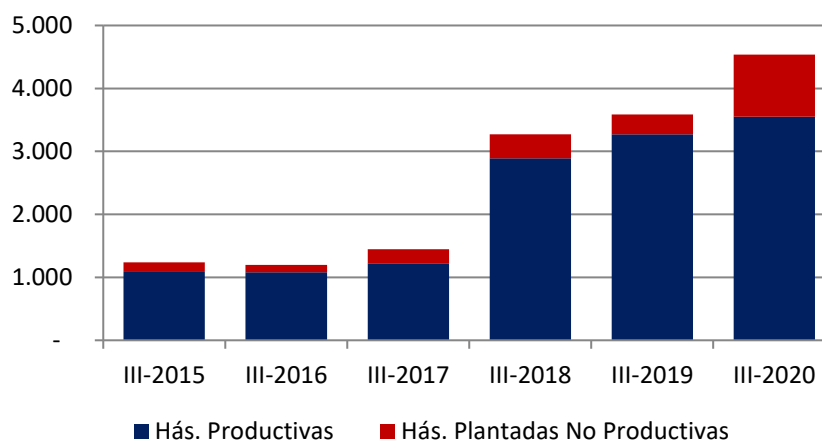
En torno al 85% de las ventas de la empresa se realiza a través de producción propia<sup>6</sup>, ya sea en terrenos de su propiedad o arrendados a terceros. Al respecto, la compañía cuenta con plantaciones en Chile (desde la IV

<sup>6</sup> Temporada 19/20.

a la X región), México (Jalisco, Michoacán y Sinaloa), España (Huelva), Marruecos (Agadir), Brasil (Senador Amaral), Perú (Olmos y Trujillo), China (Yunnan) y Estados Unidos (California). 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 4.538 hectáreas plantadas de *berries* (a septiembre de 2019 contaba con 3.589 hectáreas), de las cuales el 78,3% se encuentra en etapa productiva y el 21,7% restante corresponde a terrenos plantados, pero que aún no están en etapa de producción. Si se agregan las hectáreas de las operaciones que no consolidan, estas alcanzan las 4.637, encontrándose 3.650 en etapa productiva.

Ilustración 2  
**Has. Productivas y no productivas de Hortifrut**  
(sep. 2015 – sep. 2020, Hectáreas)



Del total de hectáreas plantadas<sup>7</sup>, el cultivo de arándanos, tanto convencional como orgánico, ocupa un 89,7% de la superficie. Las hectáreas restantes se distribuyen entre frambuesas (5,1%), cerezas (3,5%), moras (1,1%) y frutillas (0,6%). El detalle de las hectáreas plantadas de cada especie se detalla en la Tabla 1, mientras que la Tabla 5 presenta el calendario de producción de **Hortifrut** y asociados.

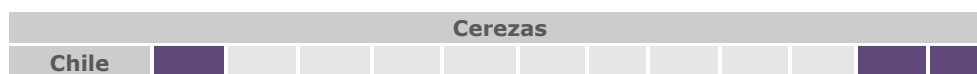
<sup>7</sup> No considera las hectáreas de las operaciones que no consolidan.

Tabla 1  
**Evolución de superficie de plantación**  
(sep. 2020)

Superficie berries	III-2014	III-2015	III-2016	III-2017	III-2018	III-2019	III-2020
<b>Arándanos</b>	598	626	593	803	2.454	2.570	3.274
<b>Arándanos Org.</b>	379	342	387	402	621	706	796
<b>Frambuesas</b>	173	185	161	158	104	181	231
<b>Moras</b>	13	14	11	13	13	18	51
<b>Frutillas</b>	67	59	40	62	65	63	27
<b>Cerezas</b>	7	11	7	7	17	52	158
<b>Total Hás.</b>	1.237	1.237	1.198	1.444	3.274	3.589	4.538
<b>Hás. Productivas</b>	1.067	1.084	1.081	1.221	2.892	3.271	3.551
<b>Hás. Plantadas No Productivas</b>	170	153	117	223	381	318	987

Tabla 2  
**Calendario de producción de Hortifrut**  
(dic. 2019)

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

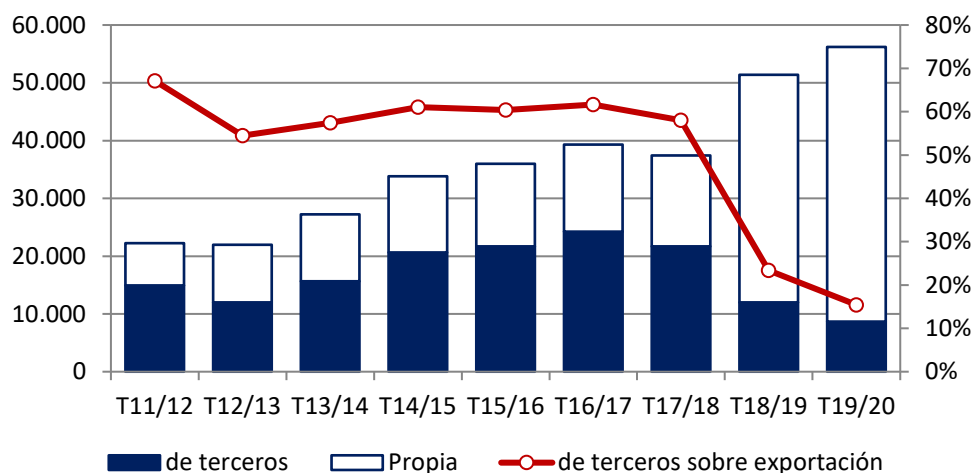


X: También producción orgánica

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, China 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 23,4% de sus exportaciones totales<sup>8</sup>.

Ilustración 3  
**Proporción de producción de terceros sobre la exportación**  
(T11/12 – T19/20, Toneladas)



## Exportación

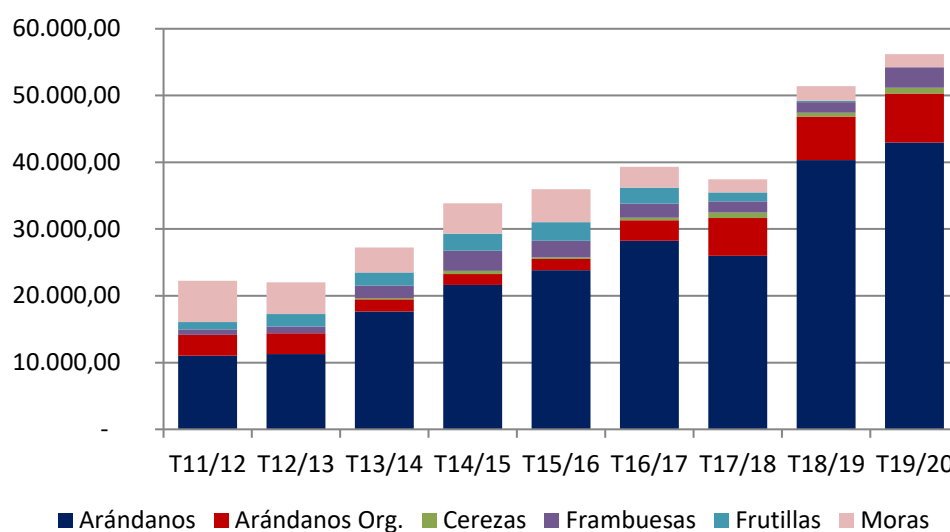
Perú, Chile, México y España representan los principales centros exportadores de **Hortifrut**. Las distintas características geográficas y climáticas de las zonas donde distribuye su producción le permiten despachar todos sus productos a los diferentes mercados ininterrumpidamente durante todo el año.

<sup>8</sup> Temporada 19/20.

Durante la temporada 2019/2020, las exportaciones de **Hortifrut** alcanzaron un total de 56.207 toneladas, aumentando un 9,3% con respecto a la temporada anterior. El 84,6% provino de la producción propia, mientras que el 15,4% restante de terceros.

Con respecto a la oferta de productos, el 89,6% de las exportaciones totales corresponden a arándanos (incluye arándanos orgánicos), el 5,4% a frambuesas, el 3,5% a moras y 1,5% a cerezas.

Ilustración 4  
**Evolución de fruta exportada**  
(T11/12 – T19/20, Toneladas)



## Comercialización

Los principales mercados destinatarios de los productos de **Hortifrut**<sup>9</sup> son América del Norte y Europa, los que en su conjunto representan un 74,8%, seguido por Asia y otros que representa un 13,2% y finalmente América del Sur con un 12%, según los reportes a septiembre de 2020.

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 América del Norte, Europa y Asia.

<sup>9</sup> Entre enero y septiembre de 2020.



## América del Norte

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 Blueberry 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 participa directamente en las actividades de comercialización, producción y de centros de distribución, disponiendo de oferta durante todo el año, siendo sus principales mercados Reino Unido, Alemania, Noruega, Suecia y Holanda. La oferta se complementa desde España y Marruecos con productores de frambuesas, moras y frutillas, garantizando el suministro de *berries* durante el verano europeo. En España Hortifrut es el mayor productor de arándanos, actuando a través de Euroberry Marketing y en asociación con Atlantic Blue.

## Latinoamérica

### 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.

### Chile

La filial Hortifrut Comercial opera en el país en los segmentos de *retail* y *foodservice*. La principal especie comercializada en Chile corresponde a la frutilla, y luego el arándano que se consolidó como el segundo berry de mayor venta, sobre la frambuesa y la mora.

## 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

y Perú. Los principales destinos en el continente donde se comercializan los *berries* son China, Japón, Tailandia, Hong Kong, Singapur y Malasia.

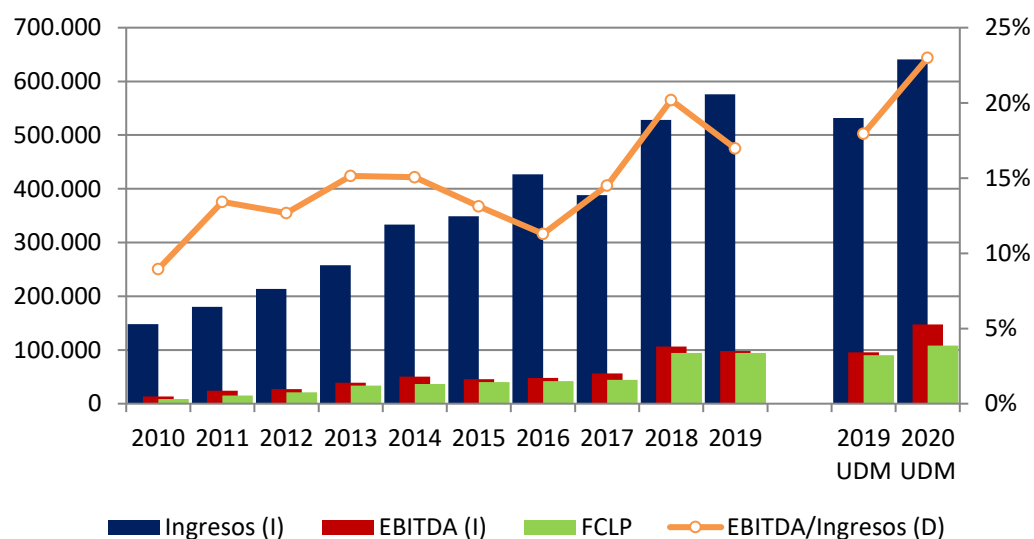
## Análisis financiero

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

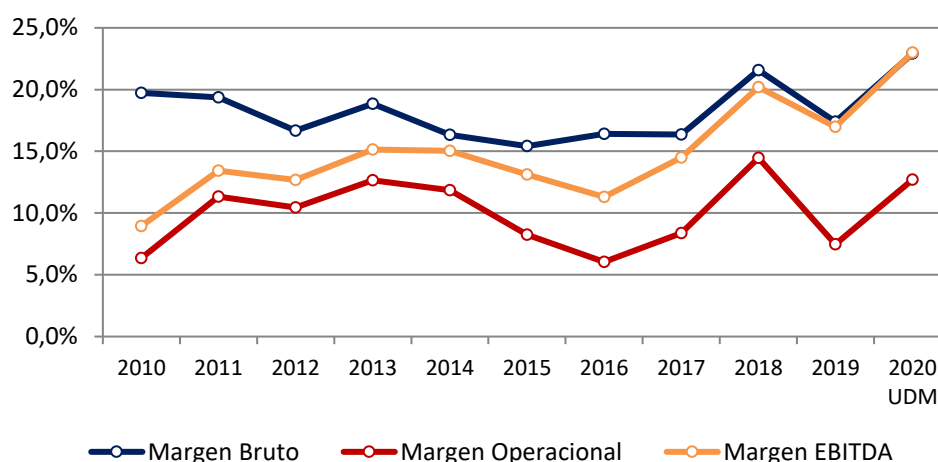
Al examinar los resultados de la compañía se observa un crecimiento relativamente persistente en el nivel de ingresos, producto del aumento en la producción y exportación, a excepción del año 2017, debido al adelanto de la cosecha de arándanos que trasladó el flujo al último semestre del año 2016. Asimismo, el EBITDA y el Flujo de caja a largo plazo (FCLP) mostraron un aumento paulatino hasta el año 2018, ejercicio en que prácticamente se duplicaron, llegando a los US\$ 108,9 millones y US\$91 millones, respectivamente. En los resultados anualizados del año 2020 (UDM a septiembre 2020), se observa un aumento del 20,5% en los ingresos, de 54,4% en el EBITDA y de 19,4% en el FCLP, respecto del mismo periodo del año anterior (UDM a septiembre 2019), aumentando el margen EBITDA de 17,9% a 22,9%. La ilustración 5 presenta el comportamiento que ha presentado el ingreso y el EBITDA de **Hortifrut**.

Ilustración 5  
Evolución de ingresos y EBITDA  
(2010 – sep. 2020 UDM, M US\$)



Los márgenes de la empresa, medidos sobre el ingreso, se han mostrado con tendencias cíclicas tanto al alza como a la baja; alcanzando en 2018 y 2020 los mejores niveles de rentabilidad. Para el tercer trimestre del año 2020, anualizado, se observa un aumento de los márgenes respecto del ejercicio anterior, encontrándose también sobre el promedio de los resultados exhibidos en los últimos 10 años. La ilustración 6 presenta el comportamiento de éstos en el tiempo.

Ilustración 6  
Evolución de márgenes  
(2010 – sep. 2020 UDM)



## Evolución del endeudamiento

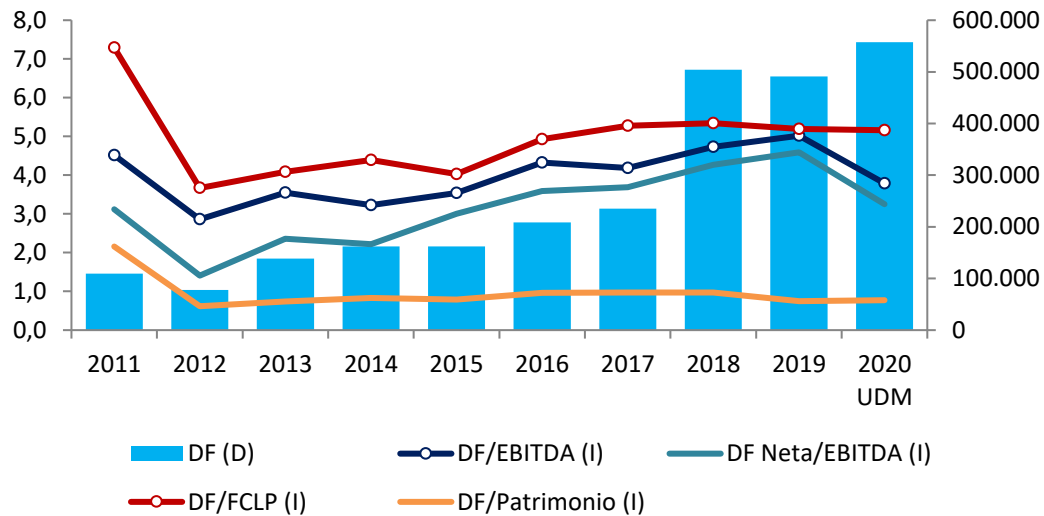
A septiembre de 2020, la deuda financiera<sup>10</sup> aumentó un 22,3% respecto al mismo periodo del año anterior, ubicándose en US\$ 557,7 millones, de los cuales un 71,2% corresponde a deuda de largo plazo (créditos bancarios y bonos emitidos). Descontando el efectivo y equivalente al efectivo, la deuda financiera neta<sup>11</sup> es de US\$ 478,8 millones.

Si bien se observa un aumento en los indicadores de endeudamiento, estos no lo hacen en la misma proporción que la deuda adquirida, dado que existen mayores ingresos producto de las inversiones en las cuales se han utilizado los nuevos pasivos. El incremento de la deuda financiera para el año 2018 se encuentra asociado a la compra y fusión del negocio de arándanos del Grupo Rocío en Perú. La Ilustración 7 presenta el comportamiento del endeudamiento alcanzando a septiembre de 2020 con un indicador de deuda financiera sobre FCLP de 5,2 veces.

<sup>10</sup> La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos a partir del año 2019.

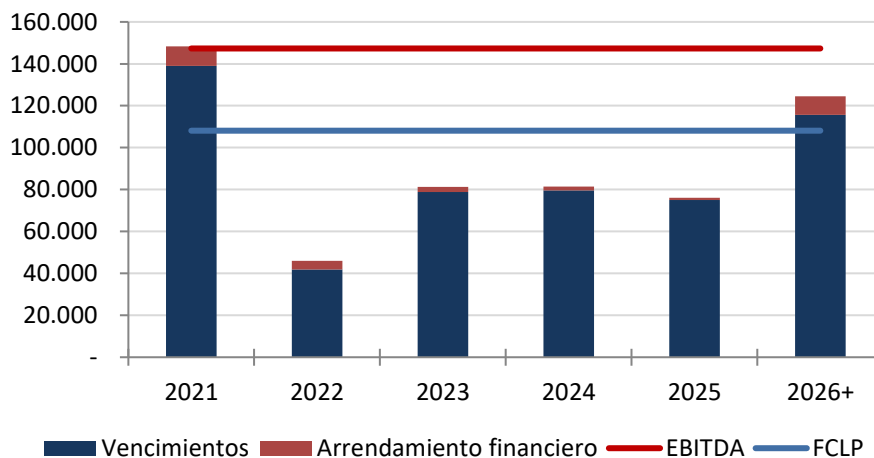
<sup>11</sup> Se considera la deuda financiera neta como la deuda financiera menos efectivo y equivalente del efectivo. No obstante, la metodología **Humphreys** considera deuda financiera bruta para efectos de cálculos.

Ilustración 7  
**Evolución de endeudamiento**  
(2011 – sep. 2020 UDM, eje izq.: veces; eje der.: M US\$)



La Ilustración 8 muestra el perfil de la deuda financiera, donde se observa que los flujos podrían cubrir los pagos comprometidos con holgura, exceptuando los asociados al capital de trabajo (que se cubre en gran parte con la liquidación de inventario) en 2020.

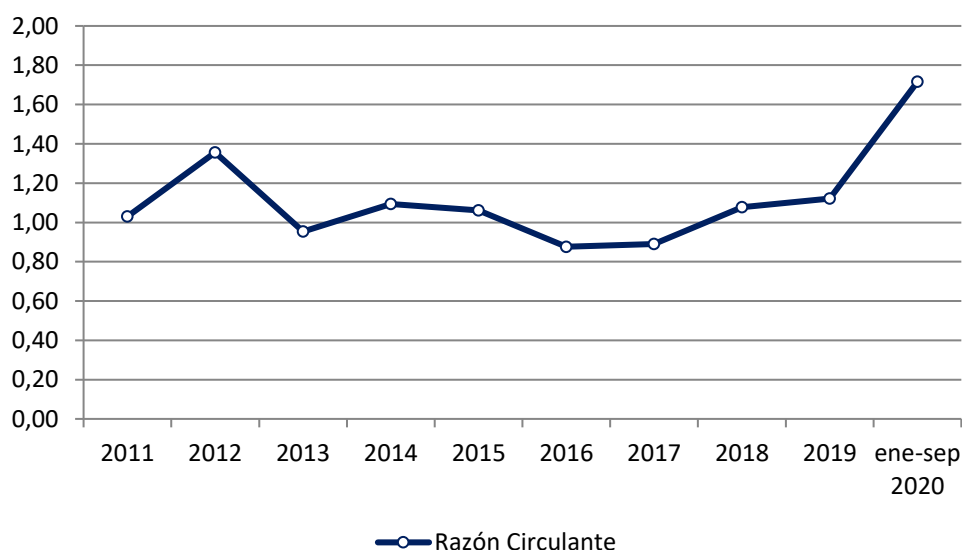
Ilustración 8  
**Perfil de la deuda financiera**  
(2021 – 2026+, M US\$)



## Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante<sup>12</sup>, ha mostrado un comportamiento fluctuante, oscilando entre 1,72 y 0,88 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, siendo menor a uno para los años 2016 y 2017. A septiembre de 2020, este indicador alcanza las 1,72 veces, superior a lo obtenido en diciembre de 2019 donde llegaba a 1,12 veces. Su evolución se puede apreciar en la Ilustración 9.

Ilustración 9  
Evolución de la liquidez  
(dic. 2011 – sep. 2020)



## Evolución de la rentabilidad

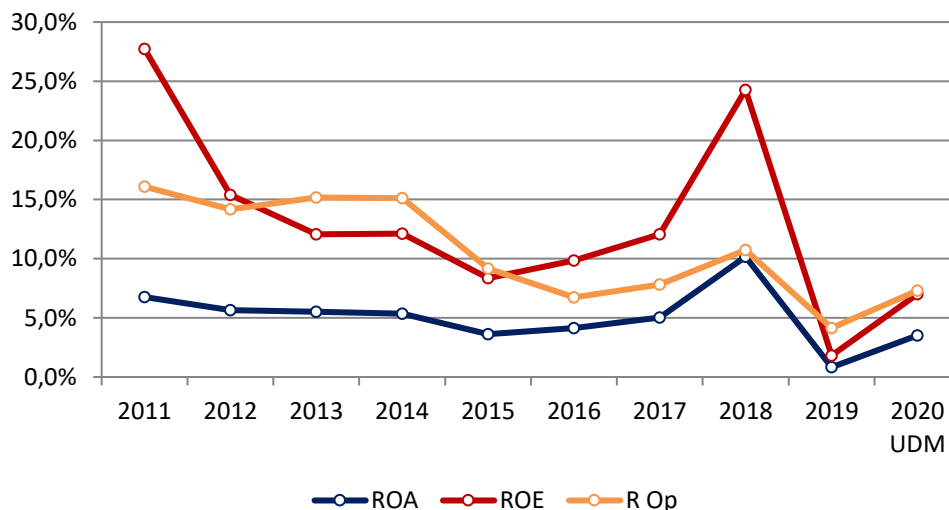
La rentabilidad del activo se mantuvo relativamente estable hasta el año 2017, en torno al 5%, elevándose para el año 2018 hasta un 10,2% producto de la mayor ganancia obtenida, no obstante, el impacto por el aumento de los activos. Para septiembre de 2020, el ROA aumenta al 3,5% debido a que si bien se presenta un incremento en los activos en promedio de la compañía<sup>13</sup> (vinculado mayoritariamente a la inversión en los proyectos de México y China sumado al efecto de la consolidación de Vitafoods), la variación al alza en las utilidades fue mucho mayor. En cuanto a la rentabilidad operacional, el indicador presenta una tendencia a la baja, mostrando cierta recuperación a septiembre de 2020 siendo de 7,3%.

<sup>12</sup> Razón circulante = Activo corriente / Pasivo corriente.

<sup>13</sup> Las inversiones de los últimos años y el proceso de maduración de dichos activos generan un impacto a la baja en el ROA, por lo que el indicador aumenta en septiembre de 2020 si se aísla el efecto de las inversiones que aún no están en madurez, al considerar el promedio de los activos de los dos años anteriores para el cálculo.

La rentabilidad del patrimonio se mantuvo estable entre 2012 y 2015, luego comenzó a exhibir mayor volatilidad. En diciembre de 2018, este indicador aumenta hasta un 24,3%, impactado por el ajuste de US\$60,99 millones en el resultado no operacional que aumenta las utilidades durante ese año en US\$44,52 millones netos de impuestos. A septiembre de 2020 esta rentabilidad es de 7,0%. El comportamiento de estos indicadores se puede observar en la Ilustración 10.

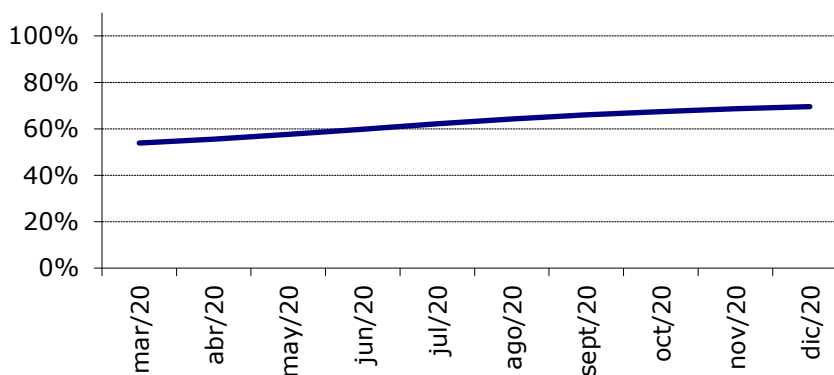
Ilustración 10  
Evolución de la rentabilidad  
(2011 - sep. 2020 UDM)



## Desempeño bursátil de la acción

La presencia bursátil promedio de la acción de **Hortifrut**, a diciembre de 2020, es de 69,5%.

Ilustración 11  
Presencia promedio  
(mar - dic 2020)



## Covenants financieros

Los *covenants* financieros se muestran a continuación:

Covenants financieros			
Líneas de bonos		Valor a junio 2020	Valor a septiembre 2020
Nivel de Endeudamiento Financiero Neto	Inferior o igual a 1,0 veces, medido a junio de cada año	0,7	No rige <i>covenant</i>
Razón 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	3,7	No rige <i>covenant</i>
Cobertura de Gastos Financieros	Mayor o igual 4,0 veces, medido a junio de cada año	5,9	No rige <i>covenant</i>

## Ratios Financieros

Ratios de Liquidez						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20 UDM
Liquidez (veces)	1,25	1,27	1,28	1,37	1,36	1,49
Razón Circulante (Veces)	1,06	0,88	0,89	1,08	1,12	1,72
Razón Ácida (veces)	0,79	0,62	0,68	0,76	0,86	1,37
Rotación de Inventarios (veces)	6,61	6,82	5,97	5,89	5,39	6,69
Promedio Días de Inventarios (días)	55,18	53,53	61,18	62,01	67,68	54,53
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	7,84	10,02	8,42	6,43	5,93	6,79
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	46,57	36,41	43,33	56,81	61,50	53,77
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,00	5,60	6,08	4,37	5,37	7,69
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	60,85	65,23	60,02	83,59	67,91	47,44
Diferencia de Días (días)	14,28	28,81	16,69	26,78	6,40	-6,33
Ciclo Económico (días)	-40,90	-24,71	-44,49	-35,23	-61,28	-60,86

Ratios de Endeudamiento						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20 UDM
Endeudamiento (veces)	0,56	0,59	0,57	0,58	0,51	0,51
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,30	1,46	1,35	1,40	1,05	1,03

Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,37	2,43	1,78	0,61	0,66	0,38
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	3,54	4,32	4,18	4,73	5,02	3,79
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,28	0,23	0,24	0,21	0,20	0,26
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	60,96%	66,01%	71,56%	69,25%	71,02%	74,48%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	9,40%	5,83%	5,53%	2,23%	1,32%	1,31%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,61	6,67	5,67	6,95	0,43	2,58

Ratios de Rentabilidad						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20 UDM
Margen Bruto (%)	15,42%	16,41%	16,36%	21,58%	17,39%	22,91%
Margen Neto (%)	4,80%	4,86%	7,14%	17,52%	1,86%	7,56%
Rotación del Activo (%)	74,09%	80,25%	67,79%	42,34%	42,69%	43,49%
Rentabilidad Total del Activo (%)	3,63%	4,14%	5,02%	10,17%	0,82%	3,51%
Inversión de Capital (%)	98,46%	94,80%	100,61%	133,49%	118,60%	116,87%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	36,90	-15,41	-16,85	24,63	17,34	4,31
Rentabilidad Operacional (%)	9,16%	6,73%	7,80%	10,75%	4,14%	7,31%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	8,35%	9,85%	12,05%	24,25%	1,82%	7,00%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	84,58%	83,59%	83,64%	78,42%	82,61%	77,09%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,75%	6,10%	6,90%	7,21%	8,22%	7,78%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	14,44%	12,07%	14,24%	20,05%	7,34%	11,78%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	13,12%	11,29%	14,50%	20,19%	16,98%	22,99%

Otros Ratios						
Ratios	2015	2016	2017	2018	2019	sept-20 UDM
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	23,52%	24,72%	23,07%	10,12%	10,13%	6,58%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	6,30%	6,49%	6,36%	9,75%	11,48%	10,63%
Capital sobre Patrimonio (%)	66,52%	63,13%	55,49%	66,84%	71,75%	65,15%



*“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.”*