



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio Tendencia  
Clasificación**

Analista  
Verónica Vargas M.  
Tel. (56-2) 24 335 200  
veronica.vargas@humphreys.cl

## Hortifrut S.A.

Marzo 2013

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°  
Las Condes, Santiago – Chile  
Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Favorable <sup>1</sup>
EEFF base	31 diciembre 2012

Estado Consolidado de Resultados Integrales por Función, IFRS			
M US\$	2010	2011	2012
Ingresos de actividades ordinarias	147.784	180.040	213.701
Costo de Ventas	-118.628	-145.941	-178.070
Gastos de Administración	-17.870	-17.436	-17.072
Resultado Operacional	9.384	19.629	22.319
Costos Financieros	-3.248	-3.475	-4.511
Ganancia del Ejercicio	5.075	13.116	13.547
EBITDA	13.229	23.375	27.098

Estado Consolidado de Situación Financiera Clasificado			
M US\$	31-12-2010	31-12-2011	31-12-2012
Activos Corrientes	79.569	111.940	126.350
Activos No Corrientes	94.131	102.586	139.135
<b>Total Activos</b>	<b>173.700</b>	<b>214.526</b>	<b>265.485</b>
Pasivos Corrientes	75.912	108.676	93.148
Pasivos No Corrientes	53.727	55.288	46.736
Total Pasivos	129.639	163.964	139.884
Patrimonio	44.061	50.562	125.601
<b>Total de Pasivos y Patrimonio</b>	<b>173.700</b>	<b>214.526</b>	<b>265.485</b>
Deuda Financiera	84.657	109.121	77.483

<sup>1</sup> Tendencia anterior: En Observación.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

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

Durante 2012, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 213,7 millones y alcanzó una utilidad de US\$ 13,5 millones, con un EBITDA de US\$ 27,1 millones, mientras que su deuda financiera al 31 de diciembre de 2012 alcanzaba los US\$ 77,5 millones.

El modelo de negocios de **Hortifrut** se desarrolla utilizando filiales de producción propia (Chile, México y España), de intermediación/exportación (Argentina, Polonia, China y Marruecos, complementado por importaciones desde Guatemala y Uruguay), y distribución/comercialización (Estados Unidos, Europa, Brasil, Asia), para de esa manera diversificar las fuentes de obtención de fruta y 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 del mismo nombre. Otras filiales de venta de fruta son Euroberry (Europa), Berrygood (Brasil), Hortifrut Comercial (Chile) y Hortifrut Asia.

La clasificación asignada a los títulos accionarios de **Hortifrut** reconoce el adecuado nivel de solvencia de la empresa (grado de inversión), situación que se sustenta -en primer lugar- en la diversificación de sus fuentes de abastecimiento de fruta, disminuyendo el impacto que tienen sobre sus ventas situaciones climáticas que puedan afectar la producción de una determinada zona geográfica. Con relación a lo mismo, la empresa ha desarrollado una estrategia de integración vertical (producción, exportación y comercialización), donde los flujos obtenidos en las tres etapas son similares, 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 EEUU, permite a la compañía desarrollar una estrategia de abastecimiento permanente para el mercado estadounidense.

Además, dada la perspectiva de largo plazo del proceso de evaluación, la clasificación se ve reforzada por 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 y mejorar la productividad de sus plantaciones.

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 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 a contra-ciclo de su cosecha, lo que implica poder aprovechar períodos de precios más elevados, estrategia que la empresa ha buscado desarrollar. Finalmente, complementa las fortalezas de **Hortifrut** la trayectoria y experiencia de la compañía que le permiten enfrentar de mejor manera las fluctuaciones propias en 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 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 y las frutillas en Chile, y las frambuesas en España, lo que implica que situaciones que afecten la producción, podrían tener un impacto significativo en la capacidad de la compañía para satisfacer su demanda, afectando el posicionamiento de la marca y pudiendo dañar su participación de mercado.

Por otra parte, el que una importante proporción de las ventas (89% en 2011) se realice a través de la marca Naturipe, 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 tres 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, aún cuando pueda existir una baja probabilidad de un evento de esta naturaleza, su ocurrencia podría tener 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 existen una menor diversificación de productos). En todo caso, la clasificación asignada reconoce que el programa genético de **Hortifrut** ha logrado desarrollar (y sigue buscando otras) variedades más resistentes y de mejor calidad, 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 arándanos, permite a la empresa cobrar precios mayores, obteniendo así un mayor margen por peso 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. En EE.UU. en tanto, existe un resguardo para los productores agrícolas que en caso de insolvencia del comprador, les dan preferencia en el pago frente a otros acreedores.

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 trabajo y no es posible una buena atomización de las faenas. Asimismo, el trabajo podría hacerse más escaso y encarecerse., lo cual ha sido abordado por la compañía mediante un adecuado manejo de su recurso humano considerando el tamaño. Por otro lado, debe considerarse la distancia entre Chile 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, así como el riesgo de tipo de cambio que puede disminuir sus ingresos o por el calce de monedas al operar en pesos y vender en dólares y euros. Además, cabe considerar los requerimientos de capital necesarios para el crecimiento futuro proyectado por la empresa, tanto en sus cultivos en Chile como en México.

La tendencia de la clasificación se califica como "*Favorable*", atendiendo al incremento de su presencia bursátil a partir de julio de 2012, fecha desde la cual inició sus transacciones bursátiles. A enero de 2013 alcanza un promedio mensual de 15,6% (promedio entre julio 2012 y enero 2013).

### 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 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

### Resultados 2012

Durante 2012 **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 213,7 millones, con un incremento de 18,7% respecto de 2011, producto de un aumento en el volumen de ventas físicas totales, pasando de 27.591 toneladas en 2011 a 28.408 toneladas en 2012. El 69% de los ingresos totales de la compañía correspondieron a la venta de arándanos, los cuales, en términos de ingresos, aumentaron un 24,9% respecto del año anterior.

El margen de explotación, en tanto, llegó a US\$ 35,6 millones, aumentando 2,2% respecto de 2011, pasando de un 19,4% a un 16,7% de los ingresos. El resultado operacional de 2012 fue de US\$ 22,3 millones (10,4% de los ingresos contra 10,9% en 2011), creciendo en 13,7% interanual. Por su parte, los gastos de administración mostraron una leve baja (2,1%) llegando a US\$ 17,1 millones.

Producto de lo anterior, el resultado del ejercicio de 2012 correspondió a una ganancia de US\$ 13,5 millones, aumentando un 3,3% respecto de 2011. El EBITDA de 2012 alcanzó a US\$ 27,1 millones, expandiéndose en 15,9% en relación al de 2011 y representando un 12,7% de los ingresos (13,0% en 2011).

### Eventos recientes

En julio de 2012 se colocaron a través de la Bolsa de Comercio de Santiago, 103.566.675 acciones de pago a un precio de \$320 por acción. Con esto el capital de la sociedad quedó conformado por 357.126.465 acciones.

En octubre de 2012 se suscribió un acuerdo entre el emisor y Vital Berry Marketing S.A. para una eventual fusión e incorporación de esta última en **Hortifrut**; en el comienzo la participación de los actuales accionistas de Vital Berry Marketing S.A. en la nueva sociedad alcanzaría un 25%, pero en enero del año en curso, y debido a la variación de los activos y pasivos inicialmente considerados como parte de la fusión, esta participación quedó establecida en 18%. Debido a lo anterior, y, además, por el proceso actualmente en curso en la Fiscalía Nacional Económica, la fusión se ha extendido por un período de tiempo mayor al originalmente previsto.

## Definición de categoría de riesgo

### Primera Clase Nivel 4

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

### Tendencia Favorable

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

## Oportunidades y fortalezas

**Diversificación geográfica:** De acuerdo a 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, la firma posee campos propios de producción en Chile, México, España y Brasil, y además compra fruta para exportación en Chile, Argentina, EE.UU., Polonia y 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, de acuerdo a los antecedentes proporcionados por el emisor, con lo que atenúa de manera relevante los riesgos asociados al sector agrícola, pudiendo controlar de mejor manera, además, el desarrollo del negocio a lo largo de todas sus fases. Asimismo, la diversificación de fuentes de abastecimiento de *berries* implica poder ofrecer estos productos durante prácticamente todo el año, lo que se transforma en una ventaja negociadora frente a sus clientes *retailers* y además le permite posicionar su marca frente al cliente durante los doce meses.

**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 de ser el segundo vendedor de *berries* del mercado estadounidense, alcanzando ventas cercanas a los US\$ 548 millones en 2012. 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) 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. Por tanto, la existencia de campos de producción y de exportadoras propias que compran *berries* tanto en el hemisferio norte como en el sur, permiten a la empresa atenuar la estacionalidad en la producción, logrando de ese modo una continuidad en la oferta de productos en EE.UU.

**Trayectoria y experiencia:** La compañía está presente en el rubro desde hace más de 25 años, lo que le otorga una experiencia necesaria para entender de manera acabada el sector, incluyendo los ciclos negativos, permitiéndole con este conocimiento 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, lo que permite 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, 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, programas genéticos. Estos programas 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 permite 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. Lo anterior se transforma en una ventaja competitiva frente a otros productores, por cuanto **Hortifrut** es capaz de entregar un producto de mejor calidad, lo que le ayuda en la construcción de una marca más fuerte, además de permitirle establecer relaciones de largo plazo con productores a quienes se les ofrece un varietal a cambio de un período mínimo de venta.

**Producción a 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 cual le permite aprovechar el período del año de mayores precios.

**Potencial de crecimiento:** Si bien los *berries* pueden ser sustituidos por otras frutas, por las propiedades que se le atribuyen, de acuerdo al emisor, respecto a sus beneficios en la salud de los consumidores, se espera un aumento de su demanda. En efecto, de acuerdo a 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 atribuyen 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 también debe reconocerse que éstos participan en el mercado global de frutas, entre las cuales existiría algún grado de sustitución, por cuanto los vegetales en general tienden a ser un producto más o menos homogéneo, y por tanto son *commodities* afectos a variaciones de precios no controladas por un productor en particular, lo que finalmente puede afectar las ventas. Por ejemplo, a este respecto, en los últimos años en Sudamérica se ha venido desarrollando fuertemente la producción de arándanos (Chile y Argentina), lo que aumenta la disponibilidad global de este *berry* (incluso reconociendo que es fuera de la temporada del hemisferio norte), aumentando así la competencia. No obstante, se reconoce que a nivel global, la demanda por este tipo de fruta ha crecido en forma más importante que la oferta, puesto que en Europa y otros mercados emergentes el consumo per cápita es aún inferior a los niveles registrados en EEUU, por lo cual existe espacio para que crezca la demanda.

**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 y España representan una proporción importante dentro de la producción de arándanos vendidos (68% y 16%, respectivamente), misma situación que ocurre con México en el caso de las moras (97%), de Chile en el caso de las frutillas (68%) y España en frambuesas (59%). 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.

**Lejanía de Chile de centros de consumo:** La distancia existente entre Chile 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, como se dijo, la producción chilena es contra la temporada regular del hemisferio norte, lo que implica vender en períodos de mayores precios.

**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** implicará 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, recordando 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. Al respecto, si bien existe una relativa atomización de la cartera de clientes (supermercados sobre todo), por otra parte es posible que el no pago de la totalidad de una cuenta por pagar por uno de ellos termine consumiendo buena parte de la generación anual de flujo de caja. Se reconoce, eso sí, que la empresa 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 además 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, en Estados Unidos.

**Descalce de monedas:** Se trata del riesgo de tipo de cambio, tanto por disminuciones de esta variable que hagan caer los ingresos como al descalce de monedas que se produce al operar en Chile en pesos (compra de fruta y otros insumos) y vender en dólares y euros, como por los requerimientos de capital necesarios para el crecimiento futuro proyectado por la empresa, tanto en sus cultivos en Chile como en México y España.

## 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 80s 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.

En 1990 se creó en Estados Unidos la sociedad Global Farms Imports, originalmente con el nombre Hortifrut Inc., subsidiaria del emisor, con el propósito de centralizar la importación de fruta desde América Latina y manejar los inventarios de fruta antes de su comercialización. Cinco años más tarde, se crearon las filiales exportadoras y productoras en México y Guatemala.

Entre 1999 y 2004 **Hortifrut** estableció alianzas estratégicas para el desarrollo agrícola, producción de nuevas variedades y el fortalecimiento de su posición comercial en Estados Unidos, Argentina y países de Europa. Con esto, expandió sus negocios en el extranjero, aumentando sus clientes y posicionándose como un actor relevante en los mercados donde comercializa sus productos. En 2000, Global Farms Imports se asoció con dos de los más grandes productores de *berries* en Estados Unidos con el propósito de ofrecer sus productos en ese mercado durante todo el año. De esta manera, se creó la sociedad Global Berry Farms (GBF), cuya propiedad se divide en partes iguales entre Hortifrut Berries Inc., subsidiaria de Global Farms Imports, Michigan Blueberry Growers, una cooperativa de productores de arándanos fundada en 1936 que maneja el mayor programa de esa fruta en Estados Unidos, y Naturipe Berry Growers, fundada en 1917, que cuenta con uno de los programas más importantes de frutillas de California. Posteriormente GBF pasa a llamarse Naturipe Farms.

En 2003 se dividieron las operaciones de **Hortifrut** en Chile por áreas de negocio creándose Hortifrut Chile, Hortifrut Comercial y Viveros Hortifrut; todas estas sociedades se establecen como subsidiarias. Hortifrut Chile se ocupa de captar y exportar fruta, y en menor medida comprar y vender fruta para congelados. Hortifrut Comercial es responsable de la compra y venta de fruta para el mercado nacional abasteciendo parte del mercado con productos importados. Viveros Hortifrut tiene por objetivo la producción y comercialización de plantas de *berries*.

### Propiedad y administración

El capital de la sociedad a diciembre de 2012 asciende a 357.126.465 acciones. El siguiente es el listado de accionistas:

<b>Nombre</b>	<b>N° de acciones</b>	<b>% de propiedad</b>
Fondo de Inversión Privado Holding (*)	104.410.406	29,24%
Inversiones IMG Limitada (*)	46.899.226	13,13%
Fondo de Inversión Privado IA	30.079.545	8,42%
Fondo de Inversión Privado Visionario	26.039.010	7,29%
AFP Habitat S.A. para Fondo de Pensiones (A,B,C,D,E)	21.729.395	6,08%
Agrícola Costanera S.A.	16.239.705	4,55%
Inmobiliaria Alianza Limitada	14.022.165	3,93%
Celfin Capital S.A. Administradora General de Fondos	13.589.222	3,81%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	12.169.859	3,41%
Fondo de Inversión Privado HU	11.717.520	3,28%
Celfin Capital S.A. Corredores de Bolsa	11.085.431	3,10%
San Juan de Virquenco Tres S.A.	7.344.255	2,06%
Cia. de Seguros de Vida Consorcio Nacional de Seguros	7.284.207	2,04%
Otros con menos de 2% de la propiedad	34.516.519	9,66%

(\*) Se incluye en estos accionistas, acciones que se encuentran en custodia en Penta Corredores de Bolsa S.A. por un total de 10.431.552 acciones (Fondo Inversión Privado Holding 7.198.241 acciones e Inversiones IMG Ltda. 3.233.311 acciones)

El control de la sociedad está en poder de la familia Moller a través de cuatro sociedades, las que concentran el 44,7% de la propiedad.

El directorio de la compañía está formado por los siguientes miembros:

<b>Nombre</b>	<b>Cargo</b>
Victor Moller Schiavetti	Presidente
Francisco Condon Schiavetti	Director
Alfonso Swett Saavedra	Director
German Novion Verdugo	Director
Heriberto Urzúa Sánchez	Director
Alfonso Swett Opazo	Director
Marco Comparini Fontecilla	Director
Juan Ignacio Sutil Servoin	Director
Victor Moller Opazo	Director

Los principales ejecutivos de la empresa son:

Nombre	Cargo	Fecha de nombramiento
Alberto Moller Opazo	Gerente General	25-05-2010
Ricardo Larraín Llona	Gerente Administración y Finanzas	05-08-2010
María Elena Echenique Braun	Gerente Comercial	01-11-2003
Iván Melelli Jauregui	Gerente de Operaciones	01-08-2008
Sebastián Jaime Correa Bulnes	Gerente Planificación y Gestión	04-02-2008
Wilfredo Brevis Correa	Gerente de Contabilidad	01-08-2007
Cristián Heusser Risopatrón	Gerente de Producción	17-07-2006
Andrés Cofré Alonso	Gerente Producto Valor Agregado	01-12-2004
Ramiro Soffia Moller	Gerente Div. Agrícolas	01-07-2004
Jorge del Sante Lira	Gerente Div. Congelados	01-09-2008
Gustavo Salinas Tapia	Gerente de Exportaciones	01-11-2003
Carlos Jara Arbert	Gerente Productores	01-08-2008
Rodrigo Ampuero Peirano	Gerente TI	01-03-2009
María Pilar Bañados Ortiz	Gerente de Investigación y Desarrollo	15-08-2008
Javier Figueroa Guilisasti	Gerente Comercial Hortifrut Comercial	04-10-2004
Gabriela Rojas Violic	Investor Relations	02-07-2012
Bernardita Romagnoli Zulueta	Subgerente de Finanzas	21-07-2008
Gloria Pierret Ortiz	Fiscal	03-03-2008

## Antecedentes de producción y comercialización

**Hortifrut** es una compañía productora, exportadora y comercializadora de *berries* en Chile y el mundo y posicionada como uno de los líderes mundiales en arándanos. Dado 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 Argentina, Canadá, Chile, Guatemala, España, Estados Unidos, México, Polonia y Uruguay.

### Producción

En torno al 28% de las ventas de la empresa se realizan a través de producción propia, 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 y Michoacán) y España (Huelva). 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 aporta la producción de contra-estación para dichos mercados.

**Hortifrut** cuenta con un total de 1.056 hectáreas de terreno exclusivo para plantaciones de *berries*, de las cuales el 81% se encuentra en etapa productiva, el 19% restante corresponde a terrenos plantados, pero que aún no están en etapa de producción.

Del total de hectáreas plantadas, el cultivo de arándanos, tanto tradicional como orgánico, ocupa un 84% de la superficie. Las restantes hectáreas se distribuyen entre frambuesas (7%), frutillas (6%) y moras (3%).

El detalle de las hectáreas plantadas de cada especie se muestra a continuación.

Superficie <i>berries</i>	Total
Arándanos	882
Frambuesas	72
Moras	35
Frutillas	67
<b>Total Hectáreas</b>	<b>1.056</b>
<i>Hectáreas Productivas</i>	854
<i>Hectáreas No Productivas</i>	202

Los períodos de producción en cada zona, son los siguientes.

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Chile	A - M - F - FR	A - M - F	A - M - F	A - F						A - FR	A - F - FR	A - M - F - FR
Argentina	A									A	A	A - F
Guatemala	M	M	M									M
Uruguay										A	A	A
México	M	M	M	M - F	M - F	M				M - F	M - F	M - F
España	F - FR	F - FR	F - FR	A - M - F - FR	A - M - F	A - M - F	A			F - FR	F - FR	F - FR
Polinia							A	A	A	A		

Donde: arándanos (A), moras (M), frambuesas (F) y frutillas (FR).

Con el fin de contar con nuevas y mejores variedades de *berries*, **Hortifrut** ha desarrollado un programa genético, que cuenta con estaciones en Chile y México, y donde se prueban 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 efecto 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 un poco más del 70% de sus exportaciones totales. Los principales proveedores están domiciliados en Argentina, Polonia, Guatemala y Uruguay.

## Exportación

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.

Durante la temporada 2011/2012, las exportaciones de **Hortifrut** alcanzaron un total de 28.945 toneladas, presentando un sólido crecimiento promedio de 17,8% en las últimas cinco temporadas. La mayoría de sus exportaciones provinieron de productores terceros y el país que acaparó el mayor volumen fue Chile, seguido por México y España.

Con respecto a la oferta de productos, el 55% de las exportaciones totales corresponden a arándanos, el 22% a moras, 8% frutillas y 3% frambuesas.

## Comercialización

Los principales mercados destinatarios de los productos de Hortifrut Chile son Estados Unidos, Europa, Asia y Brasil. 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, con una alta diversificación otorgando una ventajosa posición competitiva a **Hortifrut**.

### 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 durante todo el año. La comercialización es realizada bajo la marca Naturipe principalmente a los canales *retail* y *food service*. La propiedad se distribuye en partes iguales entre los tres socios.

Naturipe Farms es una compañía que en 2012 vendió US\$ 548 millones posicionándose como la segunda compañía de EE.UU. en la comercialización y distribución de *berries* con un 11% de participación de mercado, detrás del líder Driscoll quien encabeza las ventas en dicho país en todos los *berries* con excepción del arándano donde Naturipe es dominante. Las ventas de Naturipe 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 durante la estación norteamericana y **Hortifrut** que aporta los arándanos en contra-estación, los cuales provienen principalmente de Chile, Argentina y Uruguay. El mercado de *berries* en USA presenta un alto crecimiento, llegando, en 2011, a ser la especie con mayor participación en las ventas totales de fruta en Estados Unidos.

## Europa

**Hortifrut** en Europa participa directamente en la comercialización, producción y centros de distribución a través del vehículo para el continente denominado Euroberry Marketing, en asociación con Atlantic Blue, el mayor productor de arándanos de España, disponen de una oferta durante todo el año con alta calidad y un variado *mix* de productos. Se complementa la oferta desde España y Marruecos con productores de frambuesas, moras y frutillas para garantizar el suministro de *berries* durante la campaña del verano europeo. También en Polonia se capta y manipula fruta de terceros para llegar a los principales supermercados y abastecerlos durante todo el año. El principal mercado europeo para **Hortifrut** es el Reino Unido seguido de Alemania, Italia y Holanda.

## Brasil

La filial encargada de la distribución es Berry Good, empresa brasilera con oficina en Sao Paulo y operaciones en el mismo estado y Río de Janeiro. Es 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, restaurant y cafés.

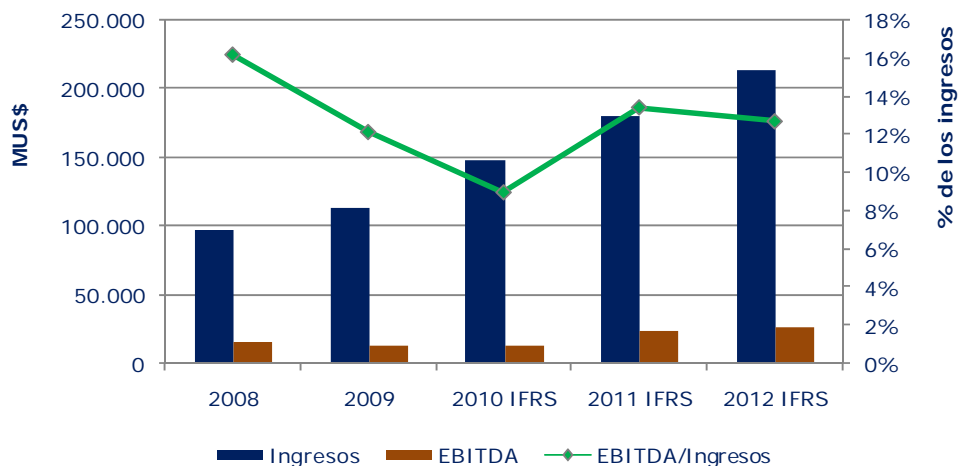
## Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Hortifrut** a diciembre 2012. Cabe señalar que hasta 2009 los estados financieros se preparaban utilizando la norma chilena y desde 2010 la empresa los presenta bajo IFRS.

## Evolución ingresos, resultados y márgenes

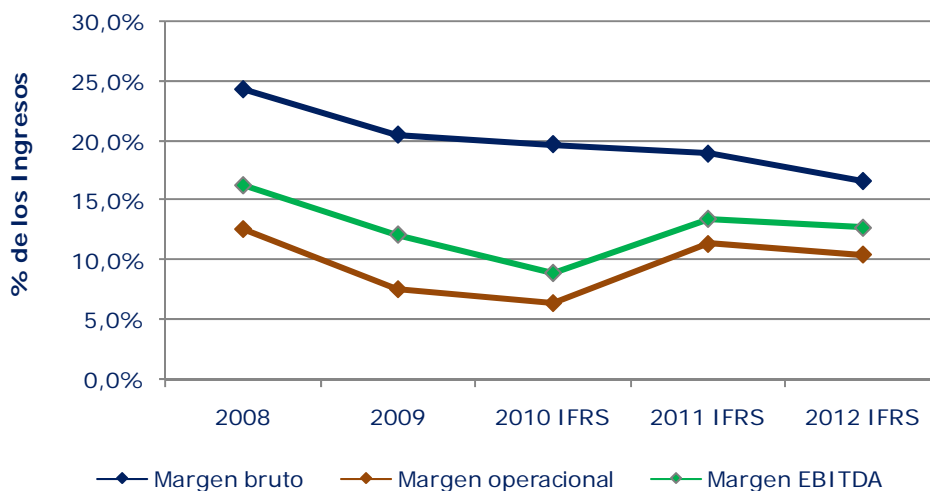
Al examinarse los resultados de la compañía para los últimos cinco ejercicios anuales, se observa un crecimiento persistente en el nivel de ingreso y una elevada volatilidad en el margen EBITDA. En particular, en el año 2012, los ingresos de la compañía ascendieron a US\$ 213,7 millones, un 18,7% sobre lo alcanzado en 2011. Esto se debió principalmente al aumento en la venta de arándanos, el que alcanzó 24,9%, incremento explicado principalmente por los arándanos orgánicos, en línea con la orientación de la empresa que busca convertir los campos de los productores de arándanos en campos orgánicos. En términos de toneladas vendidas, y considerando el total de *berries*, éstas experimentaron un alza de 3,0%, pasando de 27.591 en 2011 a 28.408 en 2012. Los arándanos, tanto convencionales como orgánicos, continúan siendo una parte importante de los ingresos, representando el 69,6% del total en 2012 (65,5% en 2011).

### Evolución de Ingresos y EBITDA



Los márgenes de la empresa, salvo el bruto que evidencia una clara tendencia a la baja, han sido fluctuantes, mostrando un descenso hasta 2010 y un importante recupero en 2011. Cabe señalar que en 2010 los resultados de la empresa fueron inferiores respecto de los otros años, producto -entre otras cosas- de mermas en la producción provocadas por el terremoto del 27 de febrero de ese año.

### Evolución de los márgenes

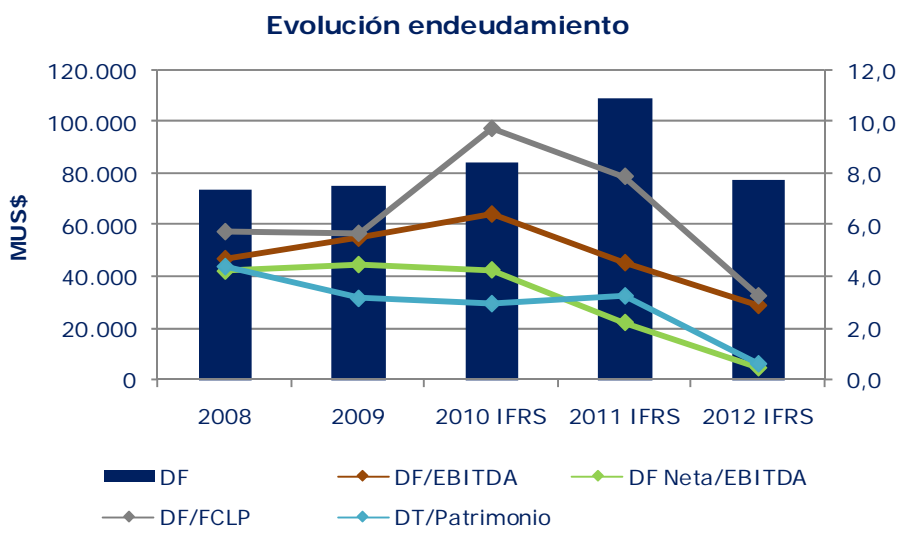




## Evolución del endeudamiento

A diciembre 2012 la deuda financiera era de US\$ 77,5 millones<sup>2</sup>, un 29,0% menor que el año anterior. El 68% de la deuda es de corto plazo y el 99% de la deuda total corresponde a créditos bancarios.

El siguiente gráfico muestra la evolución de su nivel de endeudamiento:

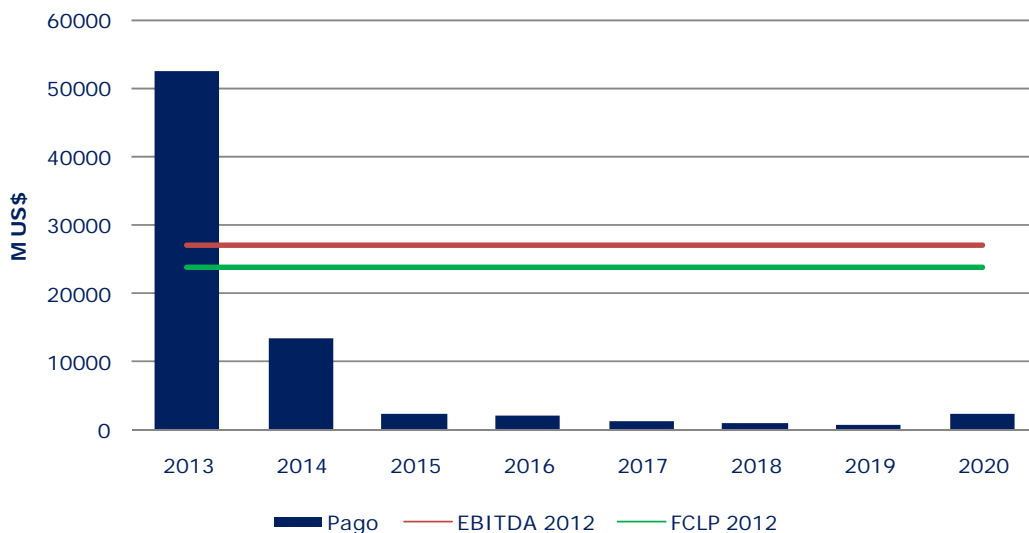


El endeudamiento creció hasta 2011, en especial ese último ejercicio, aumento relacionado con las mayores necesidades de capital de trabajo a raíz del mayor nivel de ventas. Cabe señalar que la deuda financiera de corto plazo a diciembre se ve incrementada por la estacionalidad del negocio, dado que en el segundo semestre de cada año el capital de trabajo aumenta para abastecerse de materiales y garantizar la producción. No obstante, en 2012 en particular, la deuda no siguió este patrón puesto que parte de los recursos provenientes de la emisión de acciones realizada en junio de 2012 se utilizaron para financiar la producción.

A continuación se muestra el perfil de la deuda financiera, donde se aprecia que los flujos de la empresa cubren con holgura los pagos comprometidos, concentrándose la mayor parte de su deuda en el corto plazo (capital de trabajo). De todos modos, se observa un calce entre los activos (efectivo, deudores comerciales e inventarios) y la porción corriente de la deuda financiera.

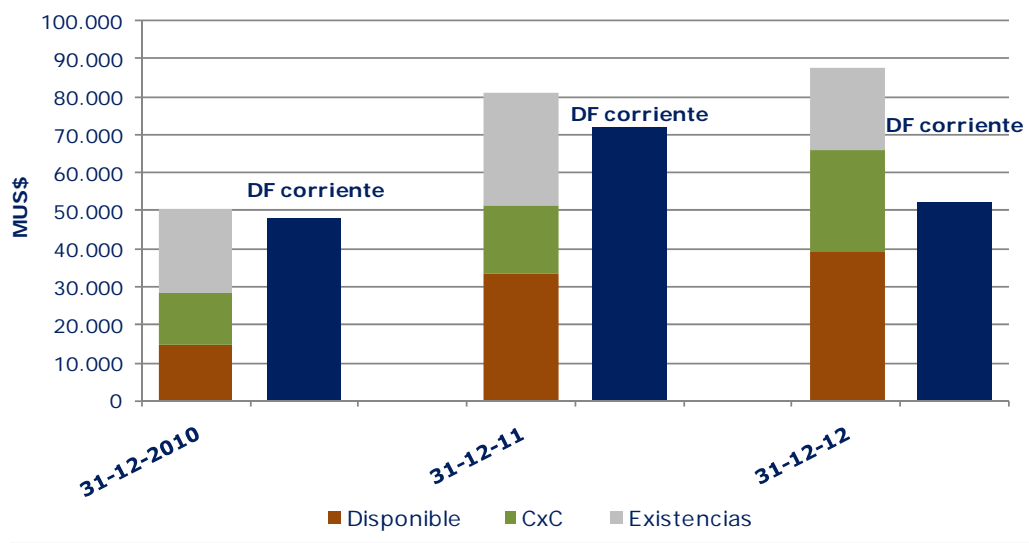
<sup>2</sup> Si se considera la deuda financiera neta de efectivo y equivalente del efectivo, ésta asciende a US\$ 38,1 reduciendo los indicadores de endeudamiento. No obstante, la metodología Humphreys considera la deuda financiera bruta.

### Perfil de la deuda financiera



El siguiente gráfico muestra el calce entre los activos y la deuda financiera corriente:

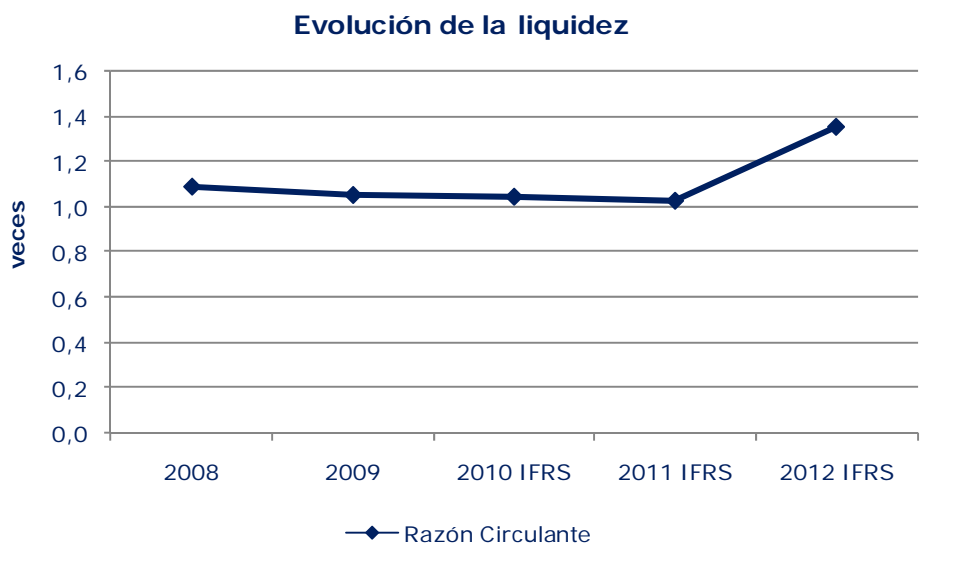
### Calce de activos y DF corriente



## Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante<sup>3</sup>, muestra una tendencia estable en los últimos cinco años y siempre levemente superior a una vez. En 2012, se muestra un incremento de este indicador como consecuencia del aumento del activo corriente, producto de la emisión de acciones, sumando a una disminución de la deuda financiera, como se comentó en los párrafos anteriores.

A continuación se muestra un gráfico con la evolución de este indicador los últimos cinco años:

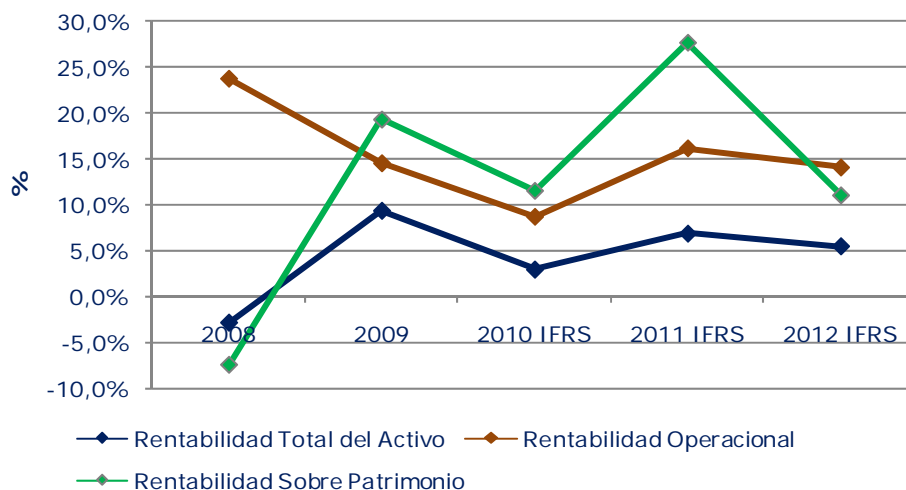


## Evolución de la rentabilidad

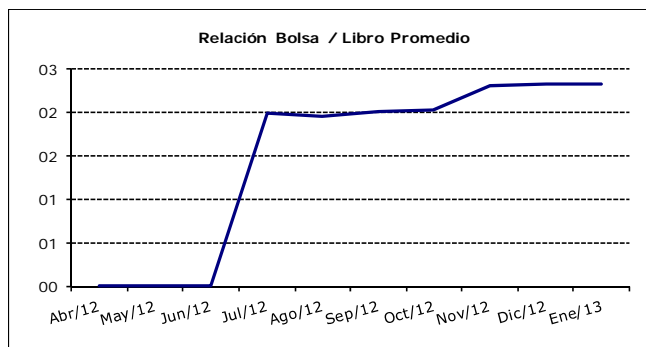
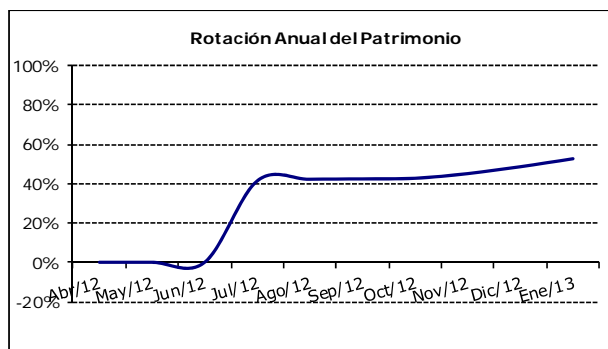
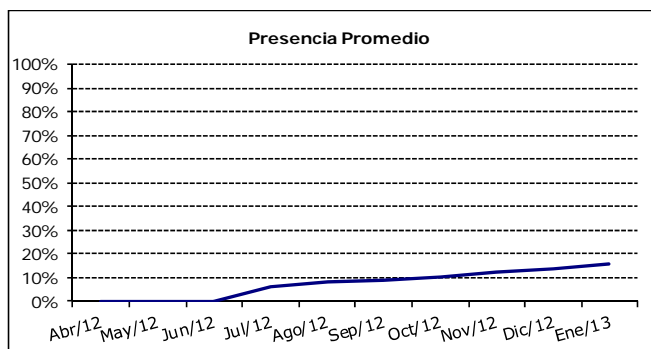
La rentabilidad, tanto operacional como la del activo, se mantuvieron prácticamente constantes respecto de 2011, mostrando un incremento respecto de 2010, cuando los resultados se vieron afectados por las pérdidas ocasionadas por el terremoto de febrero del mismo año. La rentabilidad operacional disminuyó el último año debido al aumento de capital realizado en julio de 2012, producto del cual el capital pagado se incrementó un 67%.

<sup>3</sup> Razón circulante = Activo corriente/ Pasivo corriente

### Evolución de la rentabilidad



### Desempeño bursátil de la acción



*“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma.”*