



Tipo reseña:
**Anual y Cambio de Tendencia
de Clasificación**

Analista
Hernán Jiménez Aguayo
Tel. (56) 22433 5200
hernan.jimenez@humphreys.cl

Hortifrut S.A.

Marzo 2015

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º
Las Condes, Santiago – Chile
Fono 224335200 – Fax 224335201
ratings@humphreys.cl
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones	Primera Clase Nivel 4
Tendencia	Favorable ¹
EEFF base	Diciembre 2014

Estado Consolidado de Resultados Integrales por Función, IFRS				
M US\$	2011	2012	2013	2014
Ingresos de Actividades Ordinarias	180.040	213.701	257.481	333.566
Costo de Ventas	-145.159	-178.070	-208.955	-279.090
Gastos de Administración	-17.436	-17.072	-20.452	-21.971
Resultado Operacional	20.411	22.319	32.556	39.527
Costos Financieros	-3.475	-4.511	-3.093	-4.412
Ganancia del Ejercicio	13.116	13.547	18.913	23.244
EBITDA	23.375	27.098	38.974	43.825

Estado Consolidado de Situación Financiera Clasificado				
M US\$	31-12-2011	31-12-2012	31-12-2013	31-12-2014
Activos Corrientes	111.940	126.350	180.322	186.769
Activos No Corrientes	102.586	139.135	239.400	263.699
Total Activos	214.526	265.485	419.722	450.468
Pasivos Corrientes	108.676	93.148	189.229	170.879
Pasivos No Corrientes	55.288	46.736	42.819	83.744
Total Pasivos	163.964	139.884	232.048	254.623
Patrimonio	50.562	125.601	187.674	195.845
Total de Pasivos y Patrimonio	214.526	265.485	419.722	450.468
Deuda Financiera	109.121	77.483	138.450	161.964

¹ 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, fresas y moras. Para ello cuenta con filiales en Chile, América, Europa y Asia, operando bajo las marcas comerciales Hortifrut, Naturipe y Suthern Sun. A la fecha es el principal exportador de *berries* de Chile.

Durante el 2014, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 333,6 millones y alcanzó una utilidad de US\$ 23,2 millones, con un EBITDA de US\$ 50,2 millones, mientras que su deuda financiera al cierre del año alcanzaba los US\$ 161,9 millones.

La tendencia de la clasificación de los títulos accionarios se ha modificado desde “*Estable*” a “*Favorable*” debido a que su presencia bursátil se ha mantenido cerca del 20% promedio anual durante los últimos dos años, sin observarse caídas abruptas. De mantener este comportamiento y lograr consolidarse sobre el 20% podría generar mejoras en la clasificación.

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

La clasificación en “*Primera Clase Nivel 4*” 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 tiene 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 en el sector la empresa tiene diversificado su abastecimiento). Así por ejemplo, una gran proporción de las moras que se comercializan, se producen en México, lo mismo ocurre con los arándanos y las frutillas en Chile, y las frambuesas en España y México, 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 se realice a través de la marca Naturipe (55% a diciembre de 2014 se destinó a América del Norte), implica que los resultados del emisor pueden verse impactados por situaciones ajenas a su responsabilidad, incluso por problemas en frutas que no corresponden a su producción. Cabe destacar que Naturipe es un *joint-venture* de cuatro empresas que entregan su producción para que ella la comercialice, por lo que la marca podría verse impactada incluso por acciones de los otros tres socios de **Hortifrut** en dicha empresa, aunque se reconoce que ellas están sujetas a prácticas sobre calidad similares a las usadas por el emisor, y además la trazabilidad de la producción permite atenuar los efectos de este tipo de eventos. Con todo, aun cuando pueda existir una baja probabilidad de un evento de esta naturaleza, su ocurrencia 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 factor 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. También es importante tener en cuenta los riesgos que se pueden presentar en los puntos de embarque de la fruta, el cual puede romper los compromisos de entrega de la compañía. Además, cabe considerar los requerimientos de capital necesarios para el crecimiento futuro proyectado por la empresa, tanto en sus cultivos en Chile como en México. 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.

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

El 2014 **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 333,6 millones, con un incremento de 29,5% respecto al 2013 producto a un aumento en el volumen distribuido y a un alza en el ingreso medio por kilo. El 73% de los ingresos totales de la compañía correspondieron a la venta de arándanos, los cuales, en términos de ingresos crecieron de 27,8% respecto del año anterior.

El margen de explotación, en tanto, llegó a US\$ 54,5 millones, aumentando 12,3% respecto al 2013, siendo un 16,3% de los ingresos del ejercicio (el ejercicio anterior el margen era equivalente a 18,8%). En tanto, el resultado operacional fue de US\$ 39,5 millones (11,9% de los ingresos a diferencia de 12,6% anterior), creciendo un 21,4% con respecto al 2013. En cuanto los gastos de administración y venta aumentaron un 7,4% al registrar US\$ 21,9 millones.

Producto de lo anterior, el resultado del ejercicio 2014 correspondió a una ganancia de US\$ 23,2 millones, aumentando en un 22,9% respecto al 2013. El EBITDA de 2014 alcanzó los US\$ 50,2 millones, creciendo un 28,7% en relación a 2013 y siendo un 15,0% de los ingresos (15,1% en 2013).

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.

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 con la información a la cual tuvo acceso esta clasificadora, fue posible concluir que la empresa muestra una adecuada diversificación en sus fuentes de abastecimiento de fruta, tanto a través de producción propia como de adquisición de *berries* a terceros. En efecto, la firma posee campos propios de producción en Chile (58,9%), México (11,7%), España (24,5%) y Brasil (4,9%), y además compra fruta para exportación en Chile, Argentina, México, España, Perú entre otros, con lo que **Hortifrut** logra disminuir el riesgo de que situaciones sanitarias o climáticas de una región o país en particular afecten la globalidad de sus ventas

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

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 este intermediario es el segundo vendedor de *berries* del mercado estadounidense. Complementariamente, la fortaleza de esta marca le permite desarrollar una estrategia de abastecimiento para el mercado estadounidense que utiliza frutos del hemisferio sur (Chile, Argentina) fuera de la temporada de producción del hemisferio norte, obteniendo así precios más elevados por ser capaz de vender en los meses de escasez del producto.

Trayectoria y experiencia: La compañía está presente en el rubro desde hace más de 30 años, lo que le otorga 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 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. Lo anterior se transforma en una ventaja competitiva frente a otros productores 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 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, 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. 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.

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 (64% y 33%, respectivamente), misma situación que ocurre con México en el caso de las frambuesas (95%) y de Chile en el caso de las frutillas (70%). 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**, o un descenso en los precios de los productos sustitutos, 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 Farms, en Estados Unidos.

Descalce de monedas: Se trata del riesgo por el descalce de monedas que se produce al operar en Chile en pesos (mano de obra 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. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la política de cobertura mediante uso de derivados financieros permite atenuar el riesgo de descalce de monedas.

Antecedentes generales

Historia

Hortifrut nació en 1983 bajo el nombre de Compañía Chilena Productora de Espárragos Limitada. Al año siguiente cambió a Productora Hortícola y Frutícola S.A., cuya sigla es **Hortifrut**. En los años 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.

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

Tabla 1: Listado de accionistas

Nombre	Nº de acciones	% de propiedad
Inversiones IMG limitada	103.915.002	23,9%
Inmobiliaria Alianza SA	31.500.231	7,2%
Costanera SACI	30.079.545	6,9%
BCI C de B SA	28.773.898	6,6%
San Jose Farms SA	23.118.100	5,3%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	21.646.938	5,0%
Inversiones Antares SpA	18.059.144	4,1%
Santander SA C de B	16.438.709	3,8%
Agrícola Costanera SA	16.239.705	3,7%
Fondo de Inversión Larraín Vial Beagle	15.009.714	3,4%
Valles del Sur SpA	13.480.494	3,1%
Exportadora san Jose Trading Ltda.	13.359.181	3,1%
Otros con menos de 3% de la propiedad	103.899.418	23,9%

Tabla 2: Listado de directores

Nombre	Cargo
Victor Moller Schiavetti	Presidente
Andrés Solari Urquieta	Vicepresidente
Francisco Cesar Condon Schiavetti	Director
German Novion Verdugo	Director
Ignacio Del Sagrado Corazón Del Rio Goudie	Director
María Verónica Morales Mena	Director
Alfonso Andrés Swett Opazo	Director
Marco Comparini Fontecilla	Director
Victor Moller Opazo	Director

El año 2008 **Hortifrut** se convierte en el productor de arándanos orgánicos más grande del mundo mientras que, paralelamente, abre su oficina de distribución en Brasil. El 2012 la compañía se abre en bolsa, oportunidad en que levantó más de US\$ 67 millones.

Propiedad y administración

El capital de la sociedad a diciembre de 2014 asciende a US\$ 136,4 millones repartidos en 435.520.079 acciones. La Tabla 1 presenta el listado de accionistas.

La Tabla 2 presenta los miembros del directorio de la compañía mientras que los principales ejecutivos se enlistan en la *Tabla 3*.

Tabla 3: Listado de ejecutivos

Nombre	Cargo	Nombramiento
Alberto Nicolás Moller Opazo	Gerente General	25-05-2010
Juan Ignacio Allende Conelly	Gerente De Plataformas Comerciales	21-08-2013
Felipe Juillerat Muñoz	Gerente Plataforma Asia	21-08-2013
Enrique Acevedo Herl	Gerente Productores	21-08-2013
Felipe Rodriguez García Huidobro	Gerente Perú	21-08-2013
Gabriela Rojas Violic	Investor Relations Y Gerente De Control De Gestión	02-07-2012
Ignacio Larraín Arroyo	Gerente De Finanzas Corporativo	14-11-2014
Rodrigo Alejandro Ampuero Peirano	Gerente TI	01-03-2009
Jorge Del Sante Lira	Gerente Div. Congelados	01-09-2008
Maria Pilar Bañados Ortiz	Gerente De Investigación Y Desarrollo	15-08-2008
Carlos Jara Arbert	Gerente De Administración	01-08-2008
Iván Americio Melelli Jauregui	Gerente De Operaciones	01-08-2008
Bernardita Alicia Romagnoli Zulueta	Subgerente De Finanzas	21-07-2008
Gloria Patricia Pierret Ortiz	Fiscal	03-03-2008
Sebastian Jaime Correa Bulnes	Gerente Planificación Y Programas Genéticos	04-02-2008
Wilfredo Iván Brevis Correa	Gerente De Contabilidad	01-08-2007
Andres Cofre Alonso	Gerente Prod. Valor Agregado	01-12-2004
Javier Ángel Figueroa Guilisasti	Gerente Comercial Hortifrut Comercial	04-10-2004
Ramiro Soffia Moller	Gerente Div. Agrícolas	01-07-2004
Maria Elena Echenique Braun	Gerente Sales Operation Planning	01-11-2003
Gustavo Salinas Tapia	Gerente De Exportaciones	01-11-2003
Ricardo Larraín Llona	Gerente De Desarrollo De Negocios Corporativo	14-11-2014
María José Mellado Robles	Controller	04-08-2014

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 Chile, México, España, Brasil, Argentina y Polonia.

Producción

En torno al 43% 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), España (Huelva y Asturias) y Brasil (Senador Amara). 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.

Tabla 4: Superficie de plantación

Superficie berries	Total
Arándanos	603
Arándanos Org.	373
Frambuesas	169
Moras	13
Frutillas	67
Cerezas	7
Total Hás.	1.233
Hás. Productivas	1.067
Hás. Plantadas No Productivas	170

Hortifrut cuenta con un total de 1.233 hectáreas plantadas de *berries*, de las cuales el 85% se encuentra en etapa productiva y el 15% corresponden 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 79,2% de la superficie. Las hectáreas restantes se distribuyen entre frambuesas (13,7%), frutillas (5,4%), cerezas (0,6%) y moras (1,1%). El detalle de las hectáreas plantadas de cada especie se detalla en la *Tabla 4* mientras que la *Tabla 5* presenta el calendario de plantación de **Hortifrut**.

Tabla 5: Calendario de producción de Hortifrut

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Arándanos												
Argentina												
Chile	X	X	X							X	X	X
Uruguay												
Perú												
México												
España												
Polonia												
USA				X	X	X	X	X	X	X		
Moras												
Chile	X	X	X									X
Guatemala												
México												
España												
USA												
Frambuesas												
Chile	X	X	X	X								X
México												
España												
USA												
Frutillas												
Chile												
México												
España												
USA												
Brasil												
Cerezas												
Chile												

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 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 cerca del 57% de sus exportaciones totales.

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 2013/2014, las exportaciones de **Hortifrut** alcanzaron un total de 27.237 toneladas, creciendo un 23,9% con respecto a la temporada anterior. Un poco más de la mitad 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 71% de las exportaciones totales corresponden a arándanos, el 14% a moras, el 7% a frambuesas, 7% a frutillas y 1% a cerezas.

Comercialización

Los principales mercados destinatarios de los productos de **Hortifrut** son Estados Unidos y Europa, los que en su conjunto representan un 85,1% seguido por América del Sur que representa un 10,0%. Distintos vehículos comerciales son los encargados de la intermediación de los *berries* y muchos de ellos actúan a su vez como importadores de la fruta para su posterior distribución. En el caso del mercado asiático, la mayor parte de las exportaciones son distribuidas a empresas o clientes no relacionados con la compañía, quienes se ubican principalmente en Japón, China y el sudeste asiático.

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

Estados Unidos

La filial Hortifrut Imports Inc. se asoció con tres de los mayores productores de *berries* (Michigan Blueberry Growers Association, Naturipe Berry Growers y Munger Brothers) para formar Naturipe Farms y a través de esta sociedad abastecer de *berries* a todo Estados Unidos y Canadá 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 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*, donde es dominante en los arándanos. Las ventas de Naturipe Farms están compuestas principalmente por frutillas, aportadas por el socio Naturipe Berry Growers, y arándanos, que constituyen más de la mitad de las ventas totales. Los principales proveedores de arándanos son Michigan Berry Growers durante la estación norteamericana y **Hortifrut** que aporta los arándanos en contra-estación, los cuales provienen principalmente de Chile.

Europa

En Europa, a través de Euroberry Marketing y en asociación con Atlantic Blue, el mayor productor de arándanos de España, **Hortifrut** participa directamente en las actividades de comercialización, producción y de centros de distribución, disponiendo de oferta durante todo el año. La oferta se complementa desde España y Marruecos con productores de frambuesas, moras y frutillas, garantizando el suministro de *berries* durante el verano europeo. 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 BerryGood, empresa brasilera con oficina en Sao Paulo y operaciones en el mismo estado y en 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 de 2014. 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 examinar los resultados de la compañía se observa un crecimiento persistente en el nivel de los ingresos mientras que el margen EBITDA también presenta un crecimiento, pero con una evolución algo más volátil. En particular, en 2014 los ingresos de la compañía ascendieron a US\$ 333,6 millones, un 29,5% sobre lo

alcanzado el periodo anterior. Esto se debió principalmente al aumento en la explotación de arándanos, los que crecieron un 51,5%. En términos de toneladas exportadas, y considerando el total de *berries*, éstas aumentaron de 34.202 toneladas a 40.464 toneladas en un año, equivalente a un crecimiento de 18,3%. Los arándanos, tanto convencionales como orgánicos, continúan siendo una parte importante de los ingresos, representando un 73,1% del total en 2014 (72,9% en 2013). La Ilustración 1 presenta el comportamiento que ha presentado el ingreso y el EBITDA de **Hortifrut**.

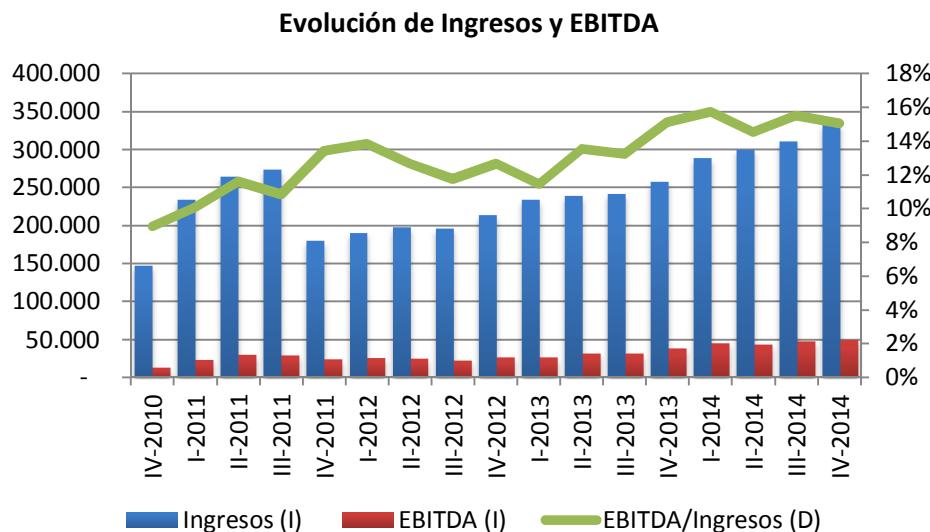


Ilustración 1: Evolución de ingreso y EBITDA

Los márgenes de la empresa han mostrado un incremento respecto al año 2010, con excepción del margen bruto, el cual se ha contraído levemente al pasar de 20% hasta ubicarse sobre 15% al cierre de 2014. La Ilustración 2 presenta el comportamiento de éstos en el tiempo.

Evolución del endeudamiento

El 2014 la deuda financiera aumentó un 17,0% con respecto al año anterior, registrando US\$ 162,0 millones. El 69,1% de la deuda financiera es de corto plazo y la mayoría corresponde a créditos bancarios. Por otro lado, la deuda financiera neta² es de US\$ 111.316 millones. La Ilustración 3 presenta el comportamiento del endeudamiento.

La Ilustración 4 presenta el perfil de la deuda financiera, donde se aprecia que los flujos operacionales de la empresa cubren con holgura los pagos comprometidos, exceptuando los asociados al capital de trabajo. En este caso se observa que la empresa ha logrado calzarlos la mayor parte del tiempo al cierre del ciclo de cultivo como se puede observar en la Ilustración 5.

² 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.

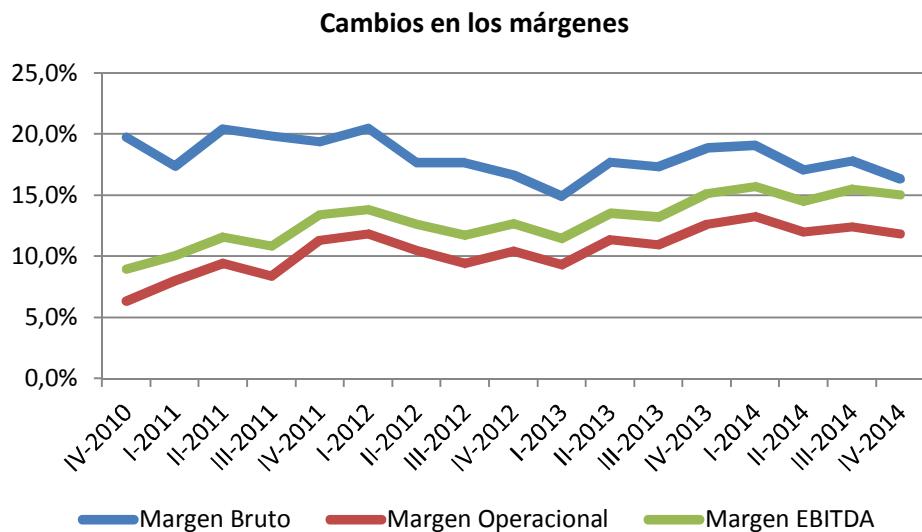


Ilustración 2: Cambios en los márgenes

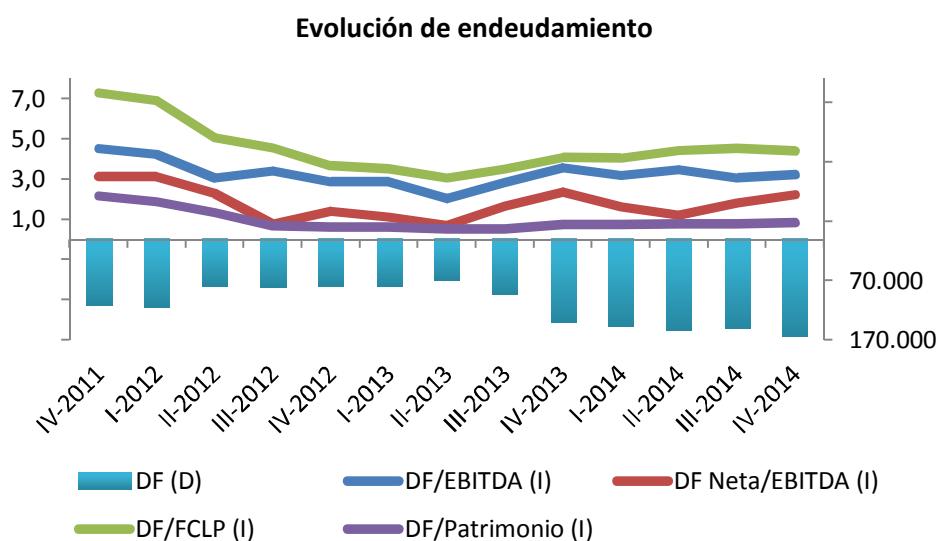


Ilustración 3: Evolución de endeudamiento

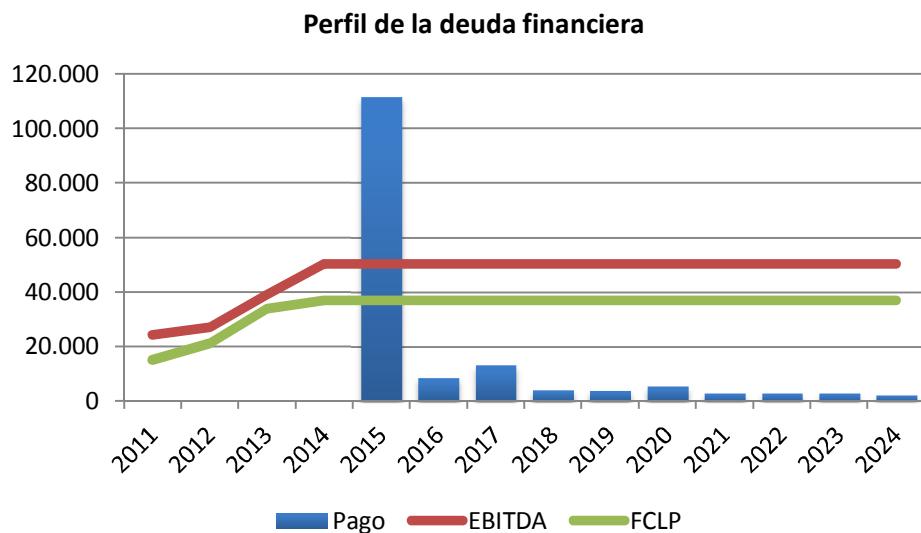


Ilustración 4: Perfil de la deuda financiera

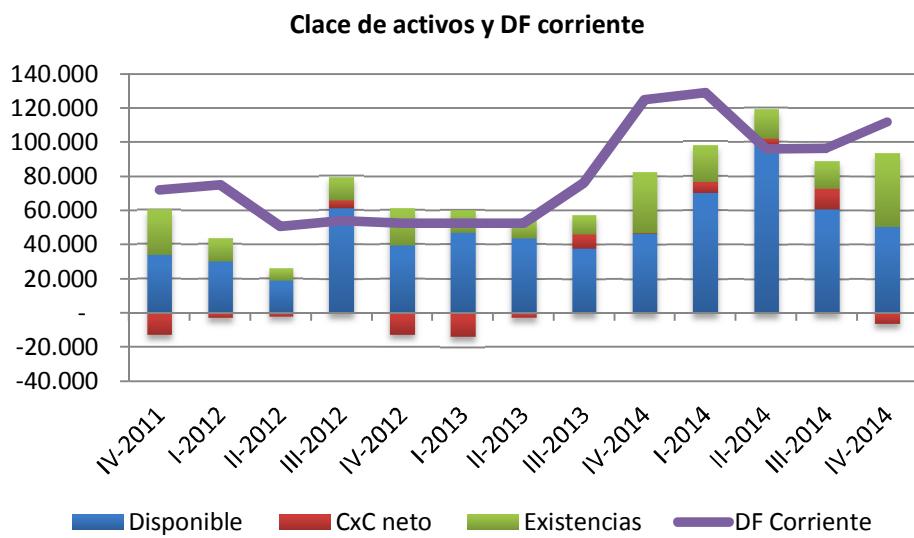


Ilustración 5: Calce de la deuda y activos corrientes

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante³, ha mostrado un comportamiento fluctuante, oscilando entre 1,6 y 0,8 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, este indicador vuelve a ubicarse en la zona de la unidad a medida que la deuda financiera aumenta, como se puede apreciar en la Ilustración 6.

³ Razón circulante = Activo corriente / Pasivo corriente

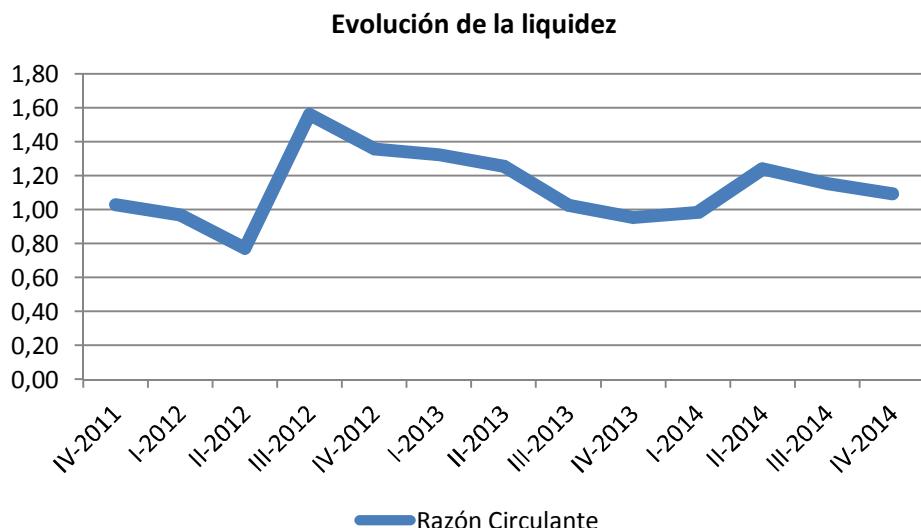


Ilustración 6: Evolución de la liquidez

Evolución de la rentabilidad

La rentabilidad del activo se ha mantenido prácticamente constante y levemente por debajo del 10% mientras que la rentabilidad operacional se encuentra levemente sobre el 10,0% pero siendo ésta más variable que la primera. Por otro lado, la rentabilidad del patrimonio se ha visto reducida por el aumento de capital realizado en junio de 2012, la cual ahora cierre el año cerca del 12%. El comportamiento se puede observar en la Ilustración 7.

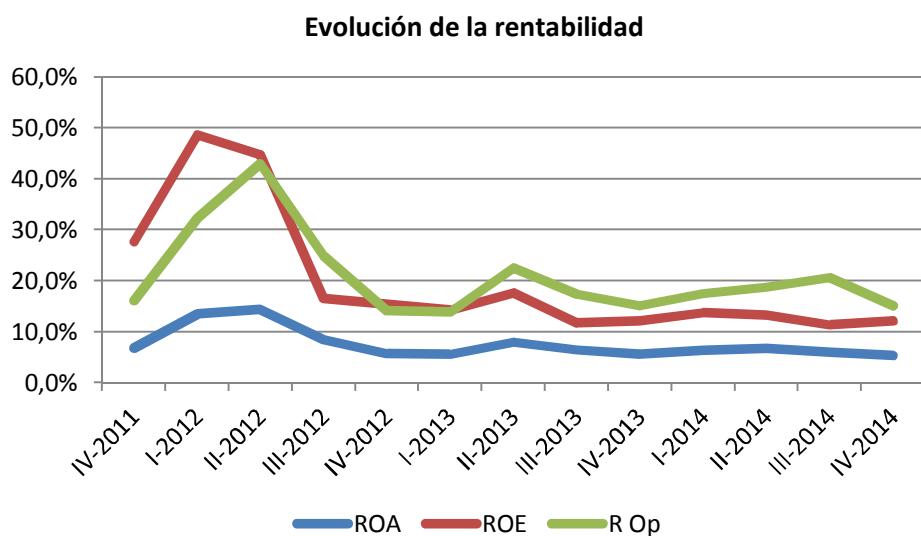


Ilustración 7: Evolución de la rentabilidad

Desempeño bursátil de la acción

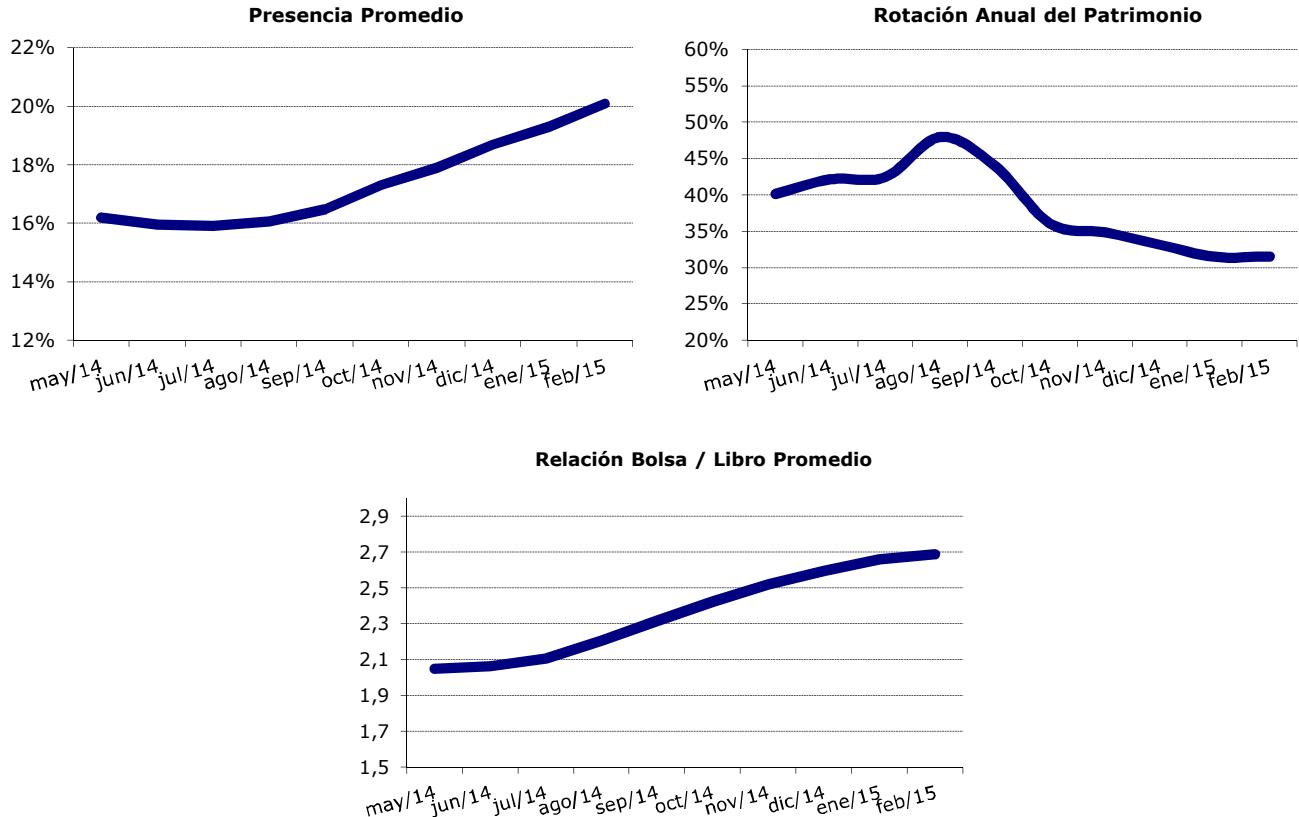


Ilustración 8: Desempeño bursátil de **Hortifrut**

"La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la 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."