



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

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

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

Hortifrut S.A.

Marzo 2016

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

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Acciones (HF) Tendencia	Primera Clase Nivel 4 Estable ¹
EEFF base	31 de diciembre de 2015 ²

Estado Consolidado de Resultados Integrales por Función, IFRS

M US\$	2011	2012	2013	2014	2015
Ingresos de actividades ordinarias	180.040	213.701	257.481	333.566	348.880
Costo de Ventas	-145.159	-178.070	-208.955	-279.090	-289.590
Gastos de Administración	-17.436	-17.072	-20.452	-21.971	-23.544
Resultado Operacional	20.411	22.319	32.556	39.527	89.916
Costos Financieros	-3.475	-4.511	-3.093	-4.412	-3.868
Ganancia del Ejercicio	13.116	13.547	18.913	23.244	27.223
EBITDA	23.375	27.098	38.974	43.825	45.764

Estado Consolidado de Situación Financiera Clasificado

M US\$	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Activos Corrientes	111.940	126.350	180.322	186.769	163.173
Activos No Corrientes	102.586	139.135	239.400	263.699	307.730
Total Activos	214.526	265.485	419.722	450.468	470.903
Pasivos Corrientes	108.676	93.148	189.229	170.879	153.719
Pasivos No Corrientes	55.288	46.736	42.819	83.744	112.117
Total Pasivos	163.964	139.884	232.048	254.623	265.836
Patrimonio	50.562	125.601	187.674	195.845	205.067
Total de Pasivos y Patrimonio	214.526	265.485	419.722	150.468	470.903
Deuda Financiera	109.121	77.483	138.450	161.964	162.064

¹ Tendencia anterior: Favorable.

² El presente informe se preparó sobre la base de los estados financieros terminados al 30 de septiembre de 2015. Para efectos de presentación se han incorporado los estados financieros al 31 de diciembre de 2015 recientemente publicados, los cuales, de acuerdo con los análisis previamente efectuados, no afectan la categoría de riesgo asignada. Cabe destacar que el proceso de clasificación de Humphreys está basado en los aspectos estructurales del emisor, con un enfoque de largo plazo, por lo cual los resultados de un ejercicio en particular no afectan, necesariamente, la opinión de la clasificadora.

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.

A septiembre de 2015, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 231,5 millones y alcanzó una utilidad de US\$ 20,4 millones, con un EBITDA de US\$ 34,0 millones, mientras que su deuda financiera al cierre del trimestre alcanzaba los US\$ 131,0 millones.

La tendencia de la clasificación de los títulos accionarios se ha modificado desde “Favorable” a “Estable” debido a que su presencia bursátil promedio anual no ha logrado consolidarse sobre el 20%, a pesar que en el último ejercicio, en promedio, ha superado el nivel de períodos anteriores.

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, 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, 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, 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 septiembre de 2015 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, 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 arándanos, permite a la empresa 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.

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 buscando un adecuado manejo de su recurso humano considerando el tamaño. Por otro lado, debe considerarse la distancia entre Chile 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, así como el riesgo de tipo de cambio que puede disminuir sus utilidades o por el descalce de monedas al operar en monedas distintas a las de venta de los productos (dólares y euros principalmente). También es importante tener en cuenta los riesgos que se pueden presentar en los puntos de embarque de la fruta, 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 y Perú. Con todo, se reconoce que el riesgo por tipo de cambio se atenúa con la política de cobertura que presenta la compañía a través del uso de derivados financieros.

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

A septiembre de 2015 **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 231,5 millones, con un incremento de 3,4% respecto al mismo trimestre de 2014 producto a un aumento en el volumen distribuido, compensando la caída del precio medio por kilogramo. El 69% de los ingresos totales de la compañía correspondieron a la venta de arándanos, los cuales, en términos de ingresos se redujeron en 0,5% respecto al mismo trimestre del año anterior.

El margen de explotación, en tanto, llegó a US\$ 42,7 millones, aumentando 11,9% respecto a septiembre de 2014, siendo un 18,4% de los ingresos del ejercicio (el ejercicio anterior el margen era equivalente a 17,0%). En tanto, el resultado operacional fue de US\$ 25,0 millones (10,8% de los ingresos a diferencia de 9,7% anterior), creciendo un 14,5% con respecto al mismo periodo de 2014. En cuanto los gastos de administración y venta aumentaron un 3,5% al registrar US\$ 16,6 millones.

Producto de lo anterior, el resultado del ejercicio a septiembre de 2015 correspondió a una ganancia de US\$ 12,4 millones, aumentando en un 1,3% respecto al mismo periodo del 2014. El EBITDA de mismo periodo a

2015 alcanzó los US\$ 34,0 millones, creciendo un 15,0% en relación a 2014 y siendo un 14,7% de los ingresos (13,2% en 2014).

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.

Estable

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

Oportunidades y fortalezas

Diversificación geográfica: De acuerdo con la información a la cual tuvo acceso esta clasificadora, fue posible concluir que la empresa muestra una adecuada diversificación en sus fuentes de abastecimiento de fruta, tanto a través de producción propia como de adquisición de *berries* a terceros. En efecto, la firma posee campos propios de producción en Chile (59,9%), México (19,2%), España (18,8%) y Brasil (2,1%), y además compra fruta para exportación en Chile, Argentina, México, España, Perú entre otros, con lo que **Hortifrut** logra disminuir el riesgo de que situaciones sanitarias o climáticas de una región o país en particular afecten la globalidad de sus ventas.

Integración vertical: El desarrollo de una estrategia de integración vertical (producción, exportación y comercialización) ha implicado que la empresa obtenga flujos de caja en aproximadamente igual proporción de cada una de estas tres etapas, 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 (capturando los márgenes de cada una de dichas etapas).

Fortaleza de marca Naturipe: Naturipe Farms es una empresa líder en ventas de arándanos en Estados Unidos, principal mercado del mundo para la venta de *berries* en términos de volumen, en particular de la mencionada fruta. Además 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 y Perú) fuera de la temporada de producción del hemisferio norte, obteniendo así precios más elevados por ser capaz de vender en los meses de escasez del producto.

Trayectoria y experiencia: La compañía está presente en el rubro desde hace más de 30 años, lo que le otorga 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. 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 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 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, 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, Argentina y Perú), lo que aumenta la disponibilidad global de este *berry* (incluso reconociendo que es fuera de la temporada del hemisferio norte), aumentando así la competencia.

Factores climáticos/sanitarios: Dentro del proceso productivo, existe la posibilidad de que ocurran eventos de tipo climáticos o biológicos que pueden afectar las ventas de la empresa, con independencia de si éstas se originan en producción propia o en la compra de fruta a terceros. Si bien el hecho de que haya diversificado sus fuentes de abastecimiento es un elemento positivo, es necesario señalar que Chile y España representan una proporción importante dentro de la producción de arándanos vendidos (58% y 35%, respectivamente), misma situación que ocurre con México en el caso de las frambuesas (97%) y de Chile en el caso de las frutillas (85%). 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 los sistemas de control de heladas.

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 (a septiembre de 2015 representan el 15,0% del patrimonio). 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 países con monedas distintas a las de venta, como por los requerimientos de capital necesarios para el crecimiento futuro proyectado por la empresa, tanto en sus cultivos en Chile como en México, España y Perú. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la política de cobertura mediante uso de derivados financieros permite atenuar el riesgo de descalce de monedas.

Antecedentes generales

Historia

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

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

Tabla 1: Listado de accionistas a diciembre de 2015

Nombre	N° de acciones	% de propiedad
Inversiones IMG Limitada	103.915.002	23,9%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	31.057.947	7,1%
Costanera SACI	30.079.545	6,9%
Inmobiliaria Alianza SA	29.552.009	6,8%
BCI C de B SA	28.773.898	6,6%
Inversiones Antares SpA	26.059.144	6,0%
San Jose Farms SA	23.293.100	5,4%
Agricola Costanera SA	16.239.705	3,7%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión (Cta. nueva)	14.759.775	3,4%
Comercial Epysa SA	14.000.000	3,2%
Siglo XXI Fondo de Inversión	13.983.068	3,2%
Valles del Sur SpA	13.480.494	3,1%
Otros accionistas	90.326.392	20,7%

Tabla 2: Listado de directores a diciembre de 2015

Nombre	Cargo
Victor Moller Schiavetti	Presidente
Luis Andrés Solari Urquieta	Vicepresidente
Francisco Cesar Condon Schiavetti	Director
German Alfredo Novion Verdugo	Director
Ignacio Del Sagrado Corazón Del Rio Goudie	Director
María Verónica Morales Mena	Director
Alfonso Andrés Swett Opazo	Director
Marco Lorenzo Comparini Fontecilla	Director
Victor Edmundo 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 2015 asciende a US\$ 136,4 millones repartidos en 435.520.079 acciones. La Tabla 1 presenta el listado de accionistas, mientras que la Tabla 2 presenta los miembros del directorio de la compañía. La Tabla 3 enlista a los principales ejecutivos de la compañía.

Tabla 3: Listado de ejecutivos

Nombre	Cargo	Nombramiento
Alberto Nicolás Moller Opazo	Gerente General	25/05/2010
Javier Ángel Figueroa Guilisasti	Gerente Comercial Hortifrut Comercial	04/10/2004
Carlos Jara Arbert	Gerente De Administración	01/08/2008
Wilfredo Iván Brevis Correa	Gerente De Contabilidad	01/08/2007
Ricardo Larraín Llona	Gerente De Desarrollo De Negocios Corporativo	14/11/2014
Gustavo Salinas Tapia	Gerente De Exportaciones	01/11/2003
Ignacio Larraín Arroyo	Gerente De Finanzas Corporativo	14/11/2014
Maria Pilar Bañados Ortiz	Gerente De Investigación Y Desarrollo	15/08/2008
Iván Americio Melelli Jauregui	Gerente De Operaciones	01/08/2008
Juan Ignacio Allende Conelly	Gerente De Plataformas Comerciales	21/08/2013
Ramiro Soffia Moller	Gerente Div. Agrícolas	01/07/2004
Jorge Del Sante Lira	Gerente Div. Congelados	01/09/2008
Sebastian Jaime Correa Bulnes	Gerente Planificación Y Programas Genéticos	04/02/2008
Felipe Juillerat Muñoz	Gerente Plataforma Asia	21/08/2013
Andres Cofre Alonso	Gerente Prod. Valor Agregado	01/12/2004
Enrique Acevedo Herl	Gerente Productores	21/08/2013
Maria Elena Echenique Braun	Gerente Sales Operation Planning	01/11/2003
Rodrigo Alejandro Ampuero Peirano	Gerente TI	01/03/2009
Bernardita Alicia Romagnoli Zulueta	Subgerente De Finanzas	21/07/2008
Osvaldo Alejandro Garay Hidalgo	Subgerente Planificación Financiera	08/02/2016
Gabriela Rojas Violic	Investor Relations Y Gerente De Control De Gestión	02/07/2012
María José Mellado Robles	Controller	04/08/2014
Gloria Patricia 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 Chile, México, España y Perú.

Producción

En torno al 39% 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 Amaral). 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 a septiembre 2015

Superficie berries	Total
Arándanos	626
Arándanos Org.	342
Frambuesas	185
Moras	14
Frutillas	59
Cerezas	11
Total Hás.	1.237
Hás. Productivas	1.084
Hás. Plantadas No Productivas	153

Hortifrut cuenta con un total de 1.237 hectáreas plantadas de *berries*, de las cuales el 88% se encuentra en etapa productiva y el 12% corresponden a terrenos plantados, pero que aún no están en etapa de producción.

Del total de hectáreas plantadas, el cultivo de arándanos, tanto convencional como orgánico, ocupa un 78,3% de la superficie. Las hectáreas restantes se distribuyen entre frambuesas (14,9%), frutillas (4,8%),

cerezas (0,9%) 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 producción de **Hortifrut** y asociados.

Tabla 5: Calendario de producción de Hortifrut Diciembre 2015

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
Arandanos												
Argentina												
Chile	X	X	X							X	X	X
Uruguay												
Perú												
México												
España												
USA				X	X	X	X	X	X	X		
Frambuesas												
Chile	X	X	X	X								X
México												
España												
Brasil												
USA												
Moras												
Chile	X	X	X									X
Guatemala												
México												
España												
Brasil												
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 de prueba y evaluaciones en Estados Unidos, Chile, México, Perú, Argentina y España, 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 61% 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 2014/2015, las exportaciones de **Hortifrut** alcanzaron un total de 33.840 toneladas, creciendo un 24,2% con respecto a la temporada anterior. Más de la mitad provinieron de productores terceros y con predominancia en la mayoría de los países productores.

Con respecto a la oferta de productos, el 69% de las exportaciones totales corresponden a arándanos, el 13% a moras, el 9% a frambuesas, 8% a frutillas y 1% a cerezas.

Comercialización

Los principales mercados destinatarios de los productos de **Hortifrut**³ son Estados Unidos y Europa, los que en su conjunto representan un 82,3% seguido por América del Sur que representa un 9,7% según los reportes a septiembre de 2015. 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.

³ Entre enero y septiembre de 2015

Estados Unidos

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

Naturipe Farms es una compañía que se ha posicionado como una de las más importantes en la comercialización y distribución de *berries*, 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. 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. 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, restaurant y cafés.

Asia

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

Chile

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

Análisis financiero

A continuación se presenta un análisis de la evolución financiera de **Hortifrut** a septiembre de 2015. 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 con excepción del 2015 donde el segundo y tercer trimestre se han reducido levemente, mientras que el margen EBITDA también presenta un crecimiento, pero con una evolución algo más volátil. En particular, a septiembre de 2015 los ingresos de la compañía ascendieron a US\$ 341,2 millones (trimestre móvil), un 9,9% sobre lo alcanzado el periodo anterior. Esto se debió principalmente al aumento en la explotación de arándanos, los que crecieron un 6,7%. En términos de toneladas exportadas, y considerando el total de *berries*, éstas aumentaron de 29.390 toneladas (septiembre 2014) a 31.670 toneladas (septiembre 2015) en un año, equivalente a un crecimiento de 7,8%. Los arándanos, tanto convencionales como orgánicos, continúan siendo una parte importante de los ingresos, representando un 69% del total en a septiembre 2015 (73% en diciembre 2014). La Ilustración 1 presenta el comportamiento que ha presentado el ingreso y el EBITDA de **Hortifrut**.

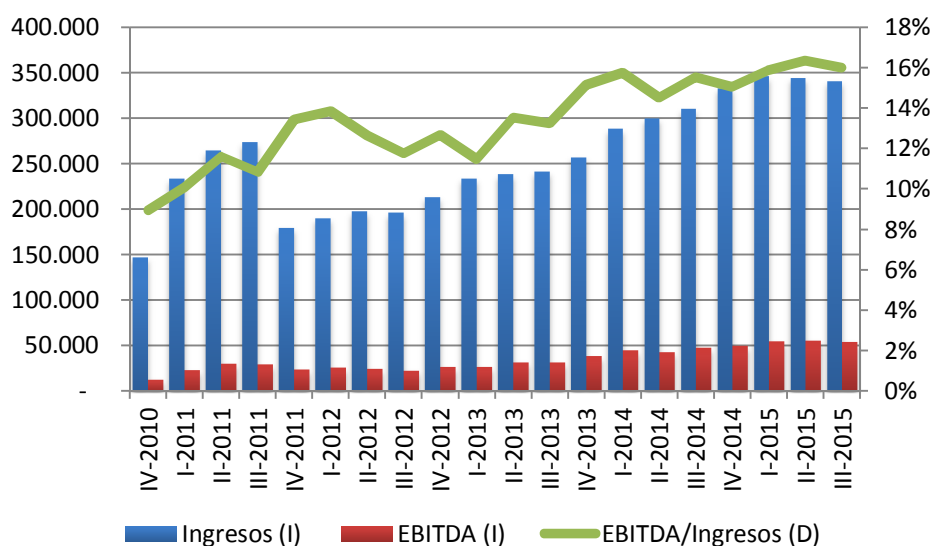


Ilustración 1: Evolución de ingresos y EBITDA

Los márgenes de la empresa han mostrado un incremento respecto al año 2010, con excepción del margen bruto, el cual se ha contraído levemente hasta ubicarse cerca de 15% al cierre de 2015 (20% en 2010). La Ilustración 2 presenta el comportamiento de éstos en el tiempo.

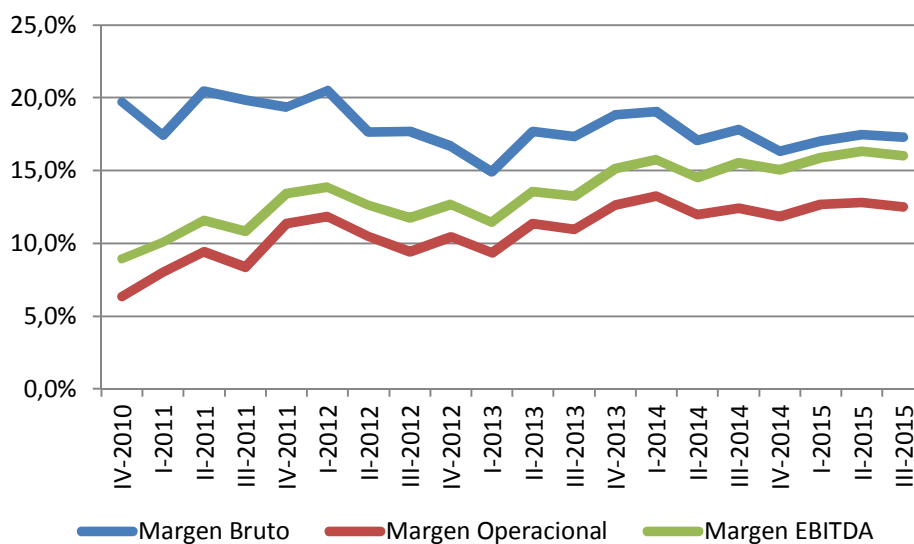


Ilustración 2: Cambio en los márgenes

Evolución del endeudamiento

A septiembre de 2015 la deuda financiera se redujo un 11,6% con respecto al mismo periodo del año anterior, registrando US\$ 131,0 millones. El 62,9% de la deuda financiera es de corto plazo y la mayoría

corresponde a créditos bancarios. Por otro lado, la deuda financiera neta⁴ es de US\$ 104,604 millones. La Ilustración 3 presente 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 (que se cubre con liquidación de inventario). 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.

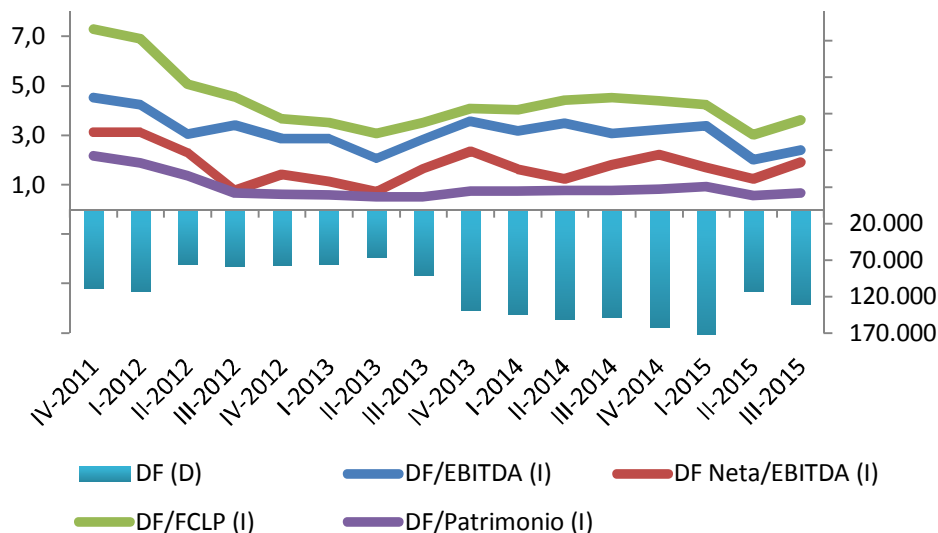


Ilustración 3: Evolución de endeudamiento

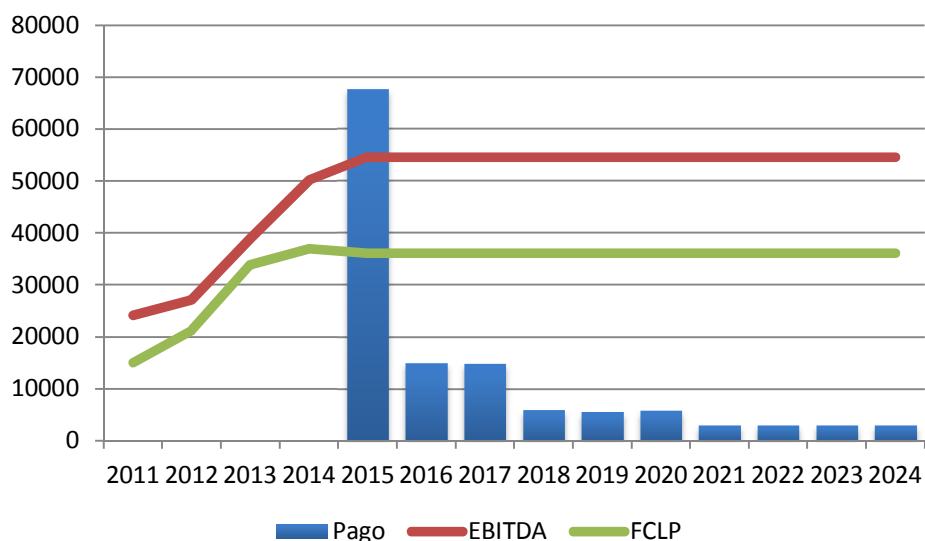


Ilustración 4: Perfil de la deuda financiera

⁴ 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.

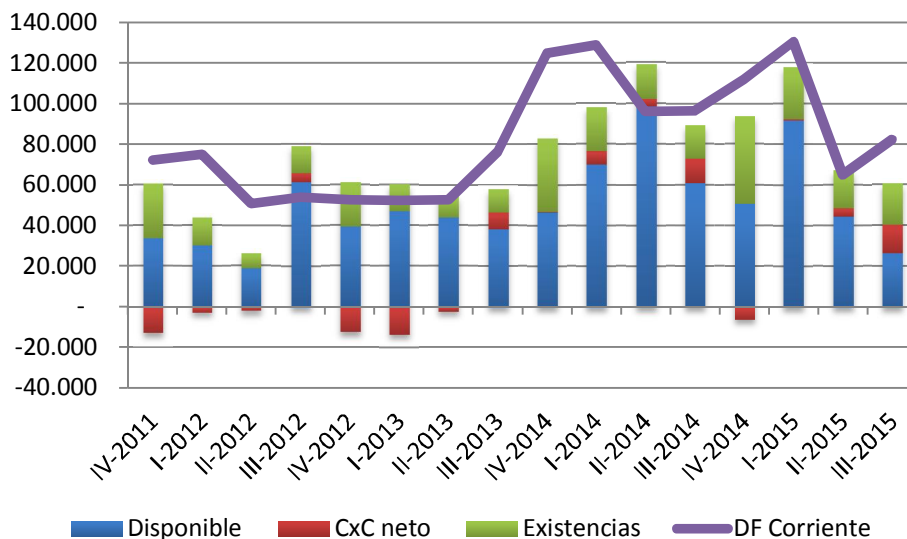


Ilustración 5: Calce de la deuda y otros activos corrientes

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante⁵, 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, el índice vuelve a ubicarse en la zona de la unidad a medida que la deuda financiera aumenta, como se puede apreciar en la Ilustración 6.

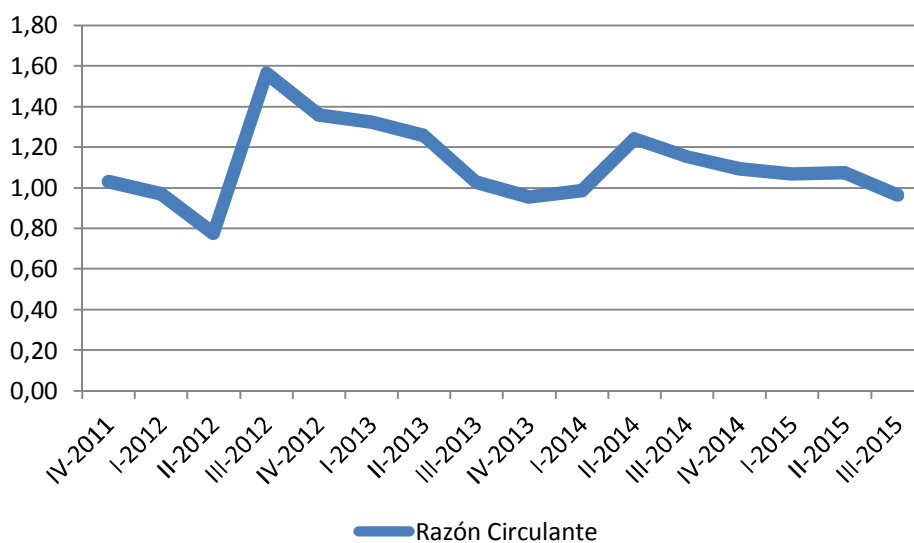


Ilustración 6: Evolución de la liquidez

⁵ Razón circulante = Activo corriente / Pasivo corriente

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 20,0% 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.

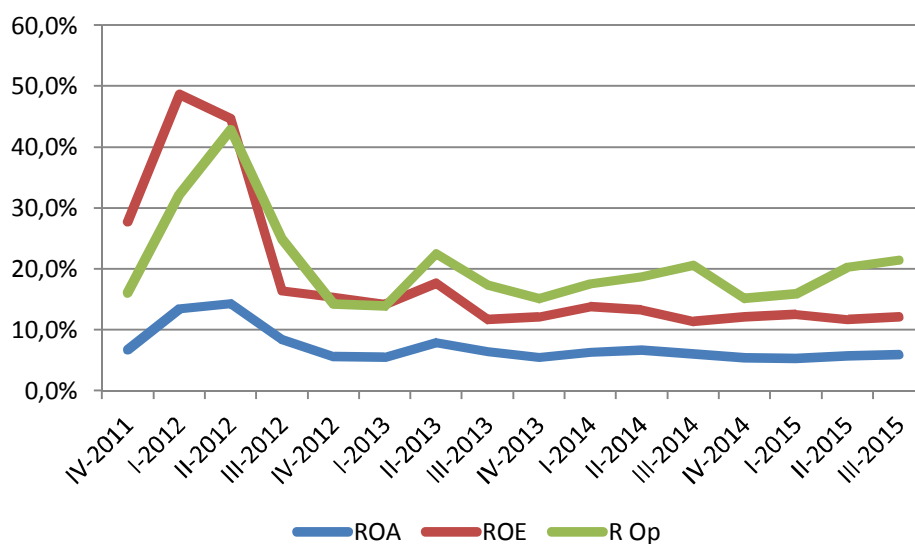


Ilustración 7: Evolución de la rentabilidad

Desempeño bursátil de la acción

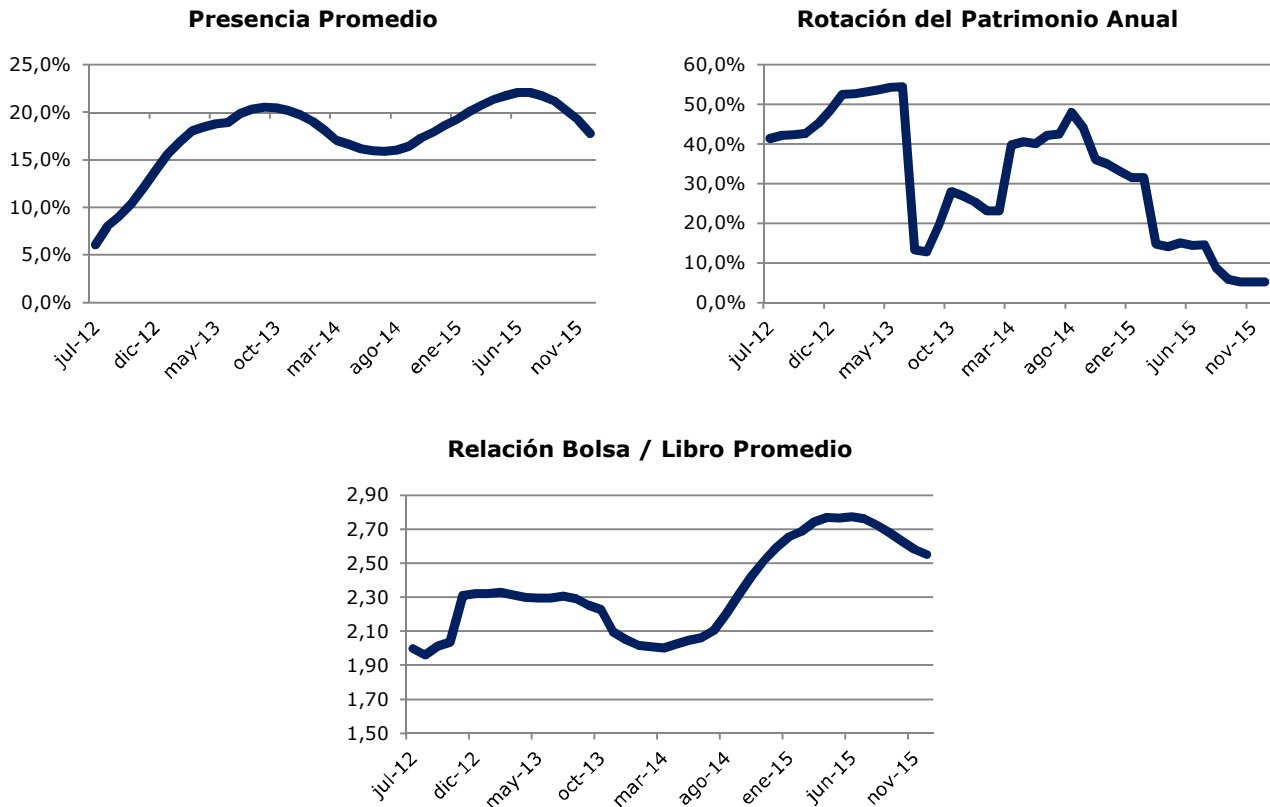


Ilustración 8: Desempeño bursátil de **Hortifrut**

"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."