

Reseña Anual con Cambio de Clasificación (estados financieros a marzo de 2017)

Hortifrut S.A.

Ratings

Diego Arana
Analista
darana@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
villa@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

Instrumento	Rating	Acción de Rating	Tendencia	Acción de Tendencia	Metodología
Solvencia	A+	Modificación	Estable	Confirmación	General de empresas; Industria de bienes de consumo
Títulos accionarios	Primera Clase Nivel 3	Modificación	N/A	Confirmación	Títulos accionarios de sociedades anónimas

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo **modifica desde categoría A hasta categoría A+**, la clasificación asignada a la solvencia de Hortifrut S.A. (en adelante Hortifrut, la compañía o la sociedad). La tendencia, en tanto, se mantiene en **Estable**. Respecto a los títulos accionarios, nemotécnico HF, se **modifica desde Primera Clase Nivel 4 hasta Primera Clase Nivel 3**.

El cambio en la clasificación de riesgo de la solvencia se sustenta en el fortalecimiento del negocio de Hortifrut, a través de alianzas estratégicas que le han permitido aumentar su volumen de producción en distintas áreas geográficas contra estación, permitiéndole ofertar en ventanas de mayor precio. Asimismo, Hortifrut presenta una tendencia favorable en su situación financiera, aun siendo una empresa con constante inversión en distintas zonas geográficas, y que implica inyectar mayores niveles de stock de deuda. Este mayor nivel de deuda no ha impactado negativamente en los indicadores de la compañía, evidenciando el saludable crecimiento de la compañía de la mano de mayores flujos operacionales y alianzas estratégicas.

La clasificación asignada a la solvencia de la compañía, se sustenta en la fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación, economías de escala/tamaño relativo y en el riesgo financiero de la compañía. Al respecto:

- **Fortaleza de la marca:** en opinión de ICR, las marcas comercializadas por Hortifrut corresponden a marcas muy reconocidas, que cuentan con significativos niveles de lealtad del consumidor. Lo anterior está fuertemente sostenido por el modelo de negocio de la compañía, el que incluye alianzas estratégicas y el posicionamiento de marcas propias.
- **Participación de mercado:** la expansión internacional que ha consolidado a lo largo de los años, lo ha posicionado como un exponente relevante a nivel mundial, con participación de mercado relativamente alta. A nivel mundial, Hortifrut junto a sus asociados es el mayor comercializador de arándanos y segundo en ventas de berries.

- **Diversificación:** Hortifrut mantiene una cartera de productos altamente diversificada. cada uno de los berries comercializados se presenta en distintas variedades y categorías, pudiendo abastecer el mercado durante las 52 semanas del año. Desde el punto de vista geográfico, la compañía tiene exposición significativa a diferentes países, sumado a una menor concentración de ventas a América del Norte (principal mercado) en comparación a hace cinco años.

- **Economías de escala/tamaño relativo:** aun cuando Hortifrut tiene un gran tamaño relativo, no necesariamente tiene influencia en los precios de compra de insumos en el sentido que, para muchos insumos es tomador de precios, como es el caso de la mano de obra, insumos agrícolas, materiales, fletes u otros. El abastecimiento de fruta, en tanto, lo realiza a través de plantaciones propias y por medio de productores (más de 700 en siete países). Respecto a los precios de venta, en opinión de esta clasificadora si bien Hortifrut tiene limitada influencia para fijar precios en el mercado, se beneficia del abastecimiento contra estación y de la oferta de berries durante las 52 semanas del año, además de las recientes inversiones de la compañía enfocados en la producción temprana.

- **Riesgo financiero:** aun cuando el crecimiento del negocio de la compañía ha derivado en la incorporación de mayor deuda durante los últimos años, la generación de flujo operacional ha impactado positivamente en los indicadores de esta compañía.

Si bien ICR destaca positivamente los negocios que está desarrollando la compañía, en el sentido que serían una fuente relevante de EBITDA para Hortifrut, también hace énfasis en que la clasificación de riesgo asignada podría variar negativamente, conforme los indicadores de deuda de la compañía se deterioren significativamente respecto a sus niveles actuales y esperados.

El cambio en la clasificación de los títulos accionarios se explica por la mejora en la solvencia de la compañía (categoría A+). La clasificación considera además la presencia bursátil (con *market maker*) y *floating* (28% aproximadamente).

Antecedentes de la Compañía¹

Hortifrut desde hace más de 30 años produce y comercializa berries frescos, en diferentes regiones del mundo, haciendo llegar sus productos a Norte América, Europa, América del Sur y Asia. La compañía también mantiene una oferta de productos de valor agregado (congelados y *ready to eat*), siendo hoy proveedores de arándanos para empresas líderes en la industria *food service*. Asimismo, la compañía se ha consolidado globalmente a través de alianzas estratégicas y la constitución de *joint ventures* en Perú, Argentina, Estados Unidos y recientemente, en China.

En relación a la estructura de propiedad de Hortifrut, la compañía es controlada conjuntamente por el grupo Moller y por el grupo VitalBerry, a través de un pacto de accionistas suscrito en agosto de 2013, que ostenta el 50,01% de la propiedad de la compañía.

12 MAYORES ACCIONISTAS	
Inversiones IMG Ltda. (*)	25,1%
Inmobiliaria Algeciras Ltda. (**)	9,70%
Compass Small Cap Chile F. de Inversión	7,02%
Costanera SACI	6,91%
Inmobiliaria Alianza S.A.	6,79%
San José Farms S.A.(**)	5,35%
Agrícola Costanera S.A.	3,73%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,42%
Siglo XXI Fondo de Inversión	3,32%
Valles del Sur SpA (**)	3,10%
Exportadora San José Trading Ltda. (**)	3,07%
Comercial EPYSA S.A.	2,76%
Total 12 mayores accionistas	80,27%
(*) vinculado al grupo Moller	
(**) vinculado al grupo Vitalberry	

Tabla 1: Estructura de propiedad a junio de 2017.

(Fuente: SVS)

La Industria

Según información publicada por Agrimundo², los berries continúan registrando buenas cifras de crecimiento en todo el mundo, donde la demanda y producción de los arándanos continúan al alza. El consumo per cápita de arándanos en Estados Unidos, principal destino de la exportación de estos berries, creció un 599% entre 1994 y 2014, mientras que la producción mundial aumentó hasta 40% entre 2012 y 2016, proyectando llegar a 657.700 toneladas en 2017³.

Por otro lado, de acuerdo a la ODEPA⁴, la exportación de arándanos desde Chile ha crecido 12,7% anual compuesto (2012-2016) en términos de volumen, 13,0% en valor (US\$ FOB) y 0,3% en precio (US\$ FOB/Kg).

El principal destino de las exportaciones sigue siendo Estados Unidos, equivalente al 53,9% de las exportaciones en toneladas y 55,6% en valor FOB, realizadas durante el 2016. En tanto, las exportaciones acumuladas, entre enero y mayo de 2017, correspondieron al 53,5%

En términos de gobierno corporativo, la compañía cuenta con un directorio compuesto por nueve miembros y por un comité de directores presidido por María Verónica Morales en calidad de director independiente.

DIRECTORIO	
Víctor Moller Schiavetti	Presidente
Andrés Solari Urquieta	Vicepresidente
Francisco Condon Schiavetti	Director
Germán Novión Verdugo	Director
Andrés Carvallo Prieto	Director
María Verónica Morales Mena	Director
Alfonso Swett Opazo	Director
Marco Comparini Fontecilla	Director
Víctor Moller Opazo	Director

COMITÉ DE DIRECTORES	
María Verónica Morales Mena	Independiente
Andrés Solari Urquieta	Vinculado al controlador
Marco Comparini Fontecilla	Vinculado al controlador

Tabla 2: Directorio y comité de directores.

(Fuente: SVS)

Adicionalmente la compañía cuenta con un manual de inducción de nuevos directores, una política de contratación de expertos, un procedimiento de información sobre los candidatos a director, procedimiento para el análisis de las revelaciones al mercado, procedimiento ante reemplazo de ejecutivos, código de conducta ética, entre otros manuales y prácticas.

de las exportaciones, medidas en toneladas, y 50,2% de las exportaciones, medidas en valor FOB.

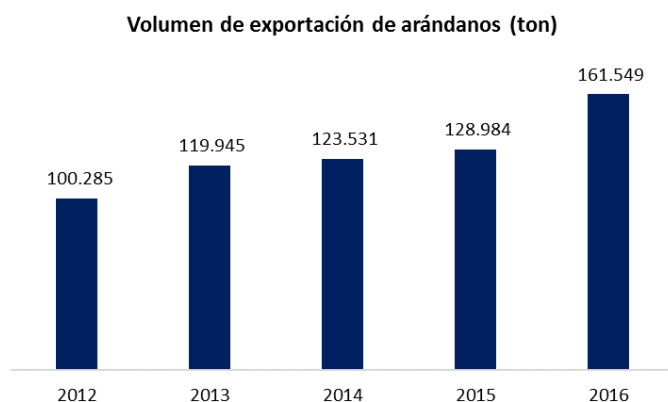


Gráfico 1: Volumen de exportación anual de arándanos.

(Fuente: Boletín Fruta Fresca junio de 2017 - ODEPA)

Las exportaciones durante el 2016 alcanzaron las 161.549 toneladas, aumentando 25,2% respecto al 2015, debido al retraso en la producción de fruta nacional, lo que significó un menor volumen comercializado durante el último trimestre de 2015 y un primer trimestre 2016, beneficiado por este retraso al comercializar mayores volúmenes de lo esperado, sumado a la producción temprana del berry, trasladando parte del volumen que se produjo en 2017 al 2016. Lo anterior básicamente por factores climáticos que alteraron las cosechas de las temporadas 15/16 y 16/17.

En términos de consumo⁵, la industria de berries continúa concentrándose en unos pocos exponentes, destacando Norteamérica, Europa y los principales mercados emergentes como Brasil, Japón, Corea del Sur, China, México y Singapur. Para el caso de Norteamérica, el consumo de arándanos ha crecido 6,2% (CAGR₂₀₁₀₋₂₀₁₆), el consumo de frambuesas 10,2%, moras 6,7% y frutillas 2,3%.

Valor exportado FOB de arándanos (millones US\$) y FOB/kg (US\$)

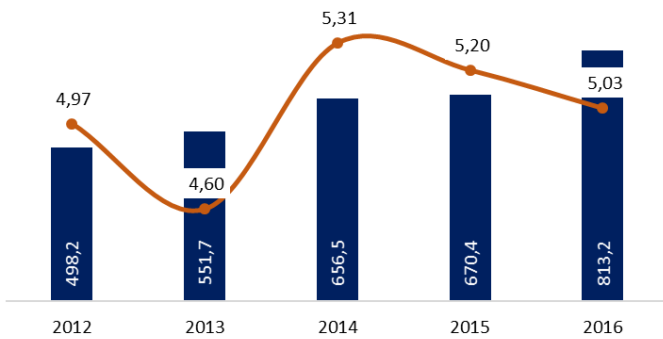


Gráfico 2: Evolución del valor FOB de las exportaciones anuales de arándanos y valor unitario FOB por kg. (Fuente: Boletín Fruta Fresca junio de 2017 - ODEPA)

Respecto a la superficie comercial de arándanos en Chile, ésta alcanzó 15.998 hectáreas, según el Catastro Frutícola de 2016, manteniendo un CAGR₂₀₀₇₋₂₀₁₆ de 6,6%. Asimismo, el 64,2% del total de las hectáreas se encuentra en las regiones de Maule y Biobío.

Superficie comercial de arándanos en Chile (has)

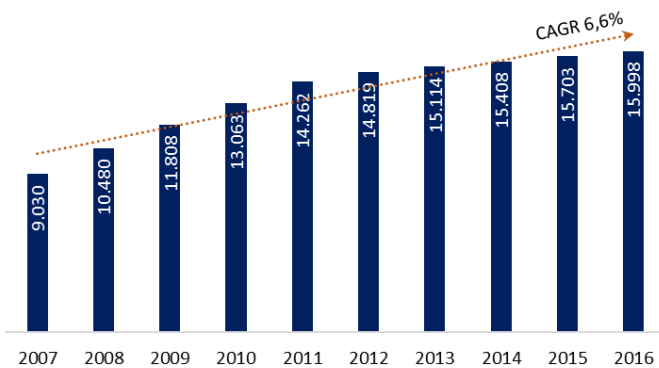


Gráfico 3: Catastro frutícola 2016. (Fuente: CIREN - ODEPA)

Consumo de berries frescos en Norteamérica (miles de ton)

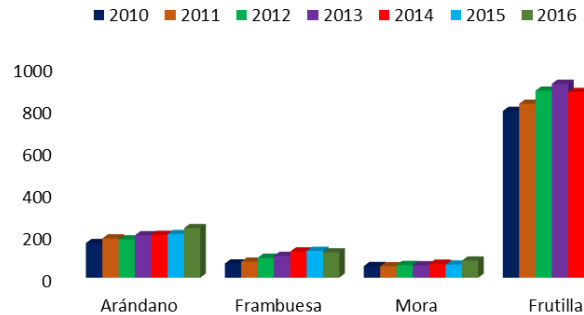


Gráfico 4: Evolución de consumo de berries en Estados Unidos y Canadá. (Fuente: Memoria 2016 de Hortifrut)

A continuación se presentan los principales riesgos del negocio⁶ y mitigadores aplicados por Hortifrut. Pese a que muchos de los riesgos mencionados tienen algunos mitigadores establecidos, estos no cubren necesariamente la totalidad del efecto que pudieran tener en el negocio de la compañía.

Si bien toda la industria se encuentra afecta a estos riesgos, el impacto que ellos podrían tener en una clasificación de riesgo es variable entre empresas del mismo sector, dependiendo tanto de los mitigadores asociados, como del desarrollo de su negocio y de su riesgo financiero.

Principales Riesgos	Principales mitigadores aplicados por Hortifrut
Riesgo agrícola	Diversidad de plantaciones, tanto en Chile como en el extranjero. Abastecimiento propio y de terceros.
Tipo de cambio	Cobertura de moneda para cubrir costos y gastos.
Competencia	Sin mitigadores específicos, pero Hortifrut mantiene una buena posición de mercado y la demanda por berries está siguiendo una tendencia al alza a nivel mundial.
Vaivenes de la economía	Diversidad de clientes y mercados de exportación.

Tabla 3: Principales riesgos del negocio y mitigadores de Hortifrut. (Fuente: Elaboración propia con información de Hortifrut)

Clasificación de Riesgo del Negocio

A continuación, se muestran los principales factores analizados por ICR para determinar la clasificación de riesgo de la compañía, en relación

a las características de la industria a la que pertenece. En este sentido:

FORTALEZA DE LA MARCA

En opinión de ICR, las marcas comercializadas por Hortifrut corresponden a marcas muy reconocidas, que cuentan con significativos niveles de lealtad del consumidor. Lo anterior está fuertemente sostenido por el modelo de negocio de Hortifrut, que incluye alianzas estratégicas (para comercializar marcas de alto reconocimiento en cada mercado) y el posicionamiento de marcas propias.

Así, la experiencia en el negocio de berries que tiene Hortifrut y sus asociados se relaciona con sus marcas y con el sólido nivel de calidad y valor percibido, donde algunas de ellas llevan casi 100 años en el mercado. Destacan Naturipe, Euroberry, Berry Good, Berry Quick, Natural Quick y Southern Sun.

Respecto a la venta de productos, los berries comercializados por Hortifrut han tenido una fuerte mejora en las ventas a través de los años, gracias a mayores volúmenes y precios de venta, como es el caso de los arándanos y productos de valor agregado, mientras que otros han exhibido un crecimiento moderado en términos de precio (como es el caso de las moras). A lo anterior se suma la demanda en los mercados que abastece Hortifrut con altas tasas de crecimiento en el consumo de berries, especialmente, de arándanos, moras y frambuesas.

En relación a la inversión en marketing para potenciar las marcas comercializadas por Hortifrut, la compañía tiene un significativo nivel de inversión, donde en Chile, por ejemplo, Hortifrut Comercial es quien trabaja en un plan de marketing enfocado en dar a conocer la marca y sus líneas de productos, como también fidelizar a sus consumidores finales. La publicidad de los productos de Hortifrut, en general, está sostenida a través de acuerdos comerciales con distribuidores y cadenas de supermercados.

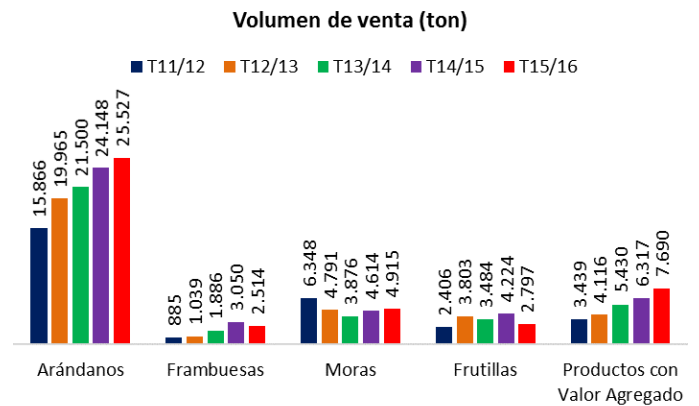


Gráfico 5: Evolución de los volúmenes de venta por tipo de berry. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

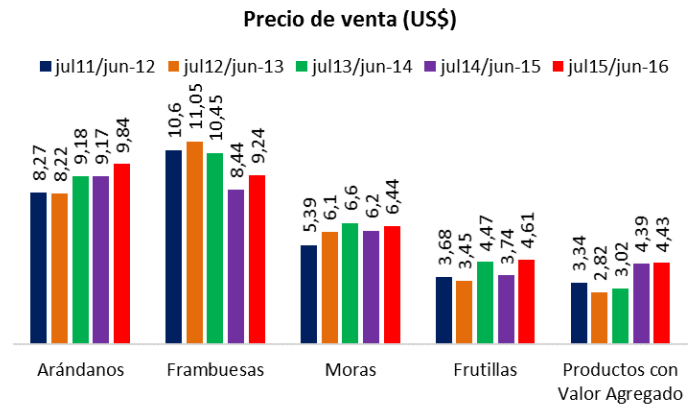


Gráfico 6: Evolución de los precios de venta por tipo de berry. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

PARTICIPACIÓN DE MERCADO

Hortifrut es una de las principales compañías chilenas de berries frescos, participando en el abastecimiento tanto de la industria chilena como extranjera. La expansión internacional que ha consolidado a lo largo de los años, lo ha posicionado como un exponente relevante a

nivel mundial, con participación de mercado relativamente alta. A nivel mundial, Hortifrut junto a sus asociados es el mayor comercializador de arándanos y segundo en ventas de berries.

DIVERSIFICACIÓN

En opinión de ICR, Hortifrut mantiene una cartera de productos altamente diversificada, en el sentido que cada uno de los berries comercializados se presenta en distintas variedades y categorías, de manera tal que puedan abastecer el mercado durante las 52 semanas del año.

acceso a mercados desarrollados y en desarrollo, lo que podría garantizar oportunidades de crecimiento positivas.

Desde el punto de vista geográfico, la compañía tiene exposición significativa a diferentes países (presencia comercial en 37 países), sumado a una menor concentración de ventas a América del Norte (principal mercado) respecto al total, correspondiendo al 63% de las ventas totales a diciembre de 2016, comparado al 68% del total en diciembre de 2012). Lo anterior significa que Hortifrut tiene un excelente mix de

Adicionalmente, la compañía mantiene hectáreas de cultivo plantadas en cinco países, entre propias y arrendadas a terceros, totalizando 1.252 hectáreas, de manera de acceder al abastecimiento de mercados objetivos, reduciendo costos logísticos y generar volumen de producción en contra estación.

Superficie (has)	Chile	México	España	Brasil	Perú
Arándanos convencionales	323	132	114	-	67
Arándanos orgánicos	400	-	-	-	-
Frambuesas	7	156	-	-	-
Moras	2	3	1	8	-
Frutillas	29	-	-	3	-
Cerezas	7	-	-	-	-
Total	768	291	115	11	67

Tabla 4: Superficie plantada de la compañía propios y arrendado de terceros.
(Fuente: Memoria 2016)

Adicionalmente, existen 684 hectáreas plantadas, que, si bien no son administradas por la compañía directamente, sí mantiene el 50% de participación a través de empresas asociadas que las administran.

Superficie (has)	Perú	Argentina	Estados Unidos	Marruecos	China (*)
Total	384	77	208	14	30

Tabla 5: Superficie plantada de sociedades en donde la compañía posee 50% de participación. (*) Según el joint venture con Joy Wing Mau, las plantaciones de la primera etapa iniciarían durante el primer trimestre de 2018.
(Fuente: Memoria 2016)

ECONOMÍAS DE ESCALA / TAMAÑO RELATIVO

En opinión de ICR, aun cuando Hortifrut tiene un gran tamaño relativo, no necesariamente tiene influencia en los precios de compra de insumos en el sentido que, para muchos insumos es tomador de precios, como es el caso de la mano de obra, insumos agrícolas, materiales, fletes u otros. El abastecimiento de fruta, en tanto, lo realiza a través de plantaciones propias y por medio de productores (más de 700 en 7 países), con los cuales tiene una estrecha relación contractual y son apoyados por Hortifrut a través de asesorías y capital de trabajo para el mejoramiento continuo de la producción.

Respecto a los precios de venta, en opinión de esta clasificadora, si bien Hortifrut tiene limitada influencia para fijar precios en el mercado, se beneficia del abastecimiento contra estación y de la oferta de berries durante las 52 semanas del año. Lo anterior, según información de la compañía, ha impactado en la captura de un mejor precio de venta, producto de la escasa oferta de berries en ciertos meses del año. En los últimos años, Hortifrut ha concentrado sus inversiones en plantaciones que producen en ventanas de poco volumen y alto precio, como son los actuales proyectos en Perú y Estados Unidos, foco que mantendrá a futuro.

Hortifrut, además, tiene una escala suficientemente grande para permitir, por ejemplo, campañas de marketing sustanciales y la inversión y uso de nuevas tecnologías para mejorar la logística e incrementar la eficiencia.

Respecto al marketing, se destaca la importancia que tiene para Hortifrut las plataformas comerciales para llegar a los clientes, y en rela-

ción a la tecnología, la compañía mantiene una fuerte inversión en innovación debido a la calidad y condición de la fruta de alto nivel necesarias para el mercado de exportación.

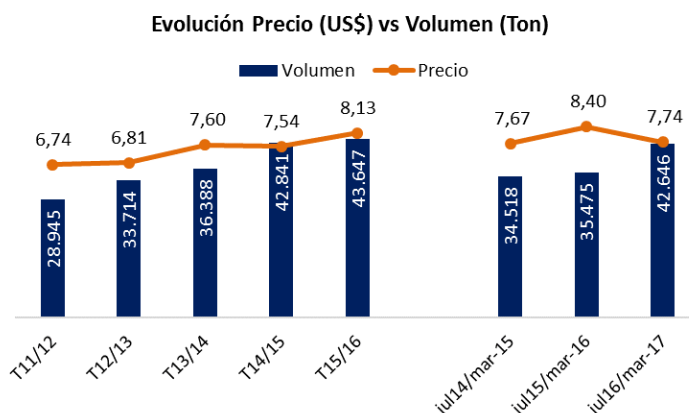


Gráfico 7: Evolución de los precios y volúmenes promedio del mix de productos según temporada.
(Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

Respecto a la distribución de la producción, la compañía tiene 30 centros de distribución en el mundo, desde los cuales abastece a más de 400 clientes, vale decir, mantiene canales de distribución muy bien establecidos, sólidos y diversos. Para la compañía este es un eje central dentro de su negocio, sobre todo considerando que para mitigar la competencia del mercado y el volumen de operaciones de Hortifrut, es necesario contar con una cadena de distribución relevante.

Evaluación del Riesgo Financiero

SITUACIÓN FINANCIERA DE LA COMPAÑÍA

La compañía ha mantenido un crecimiento constante de sus ingresos a lo largo de los últimos años, producto de mayores volúmenes de venta (junto a una mayor superficie plantada) así como de un mayor precio promedio del mix de productos.

Los ingresos de Hortifrut se generan principalmente durante el primer y último trimestre de cada año, los cuales están asociados a la venta

del principal producto de la compañía, el arándano. Dado lo anterior, durante el año 2016, las condiciones climáticas provocaron que, por un lado, los volúmenes comercializados se trasladaran desde el segundo semestre de 2015 al primer semestre de 2016, por el atraso en las cosechas de la fruta de Chile y Argentina; y por otro lado, en la temporada 16/17, hubo importantes volúmenes de berries comercializa-

dos durante el cuarto trimestre de 2016, a raíz de las buenas condiciones climáticas que adelantaron la cosecha del arándano en Perú, Argentina y Chile, respecto de lo esperado en un año normal. Considerando lo anterior, los ingresos del primer trimestre de 2017 fueron menores al primer trimestre de 2016 en 4,4%.

Ingresos trimestrales consolidados (millones US\$)

■ 2011 ■ 2012 ■ 2013 ■ 2014 ■ 2015 ■ 2016 ■ 2017

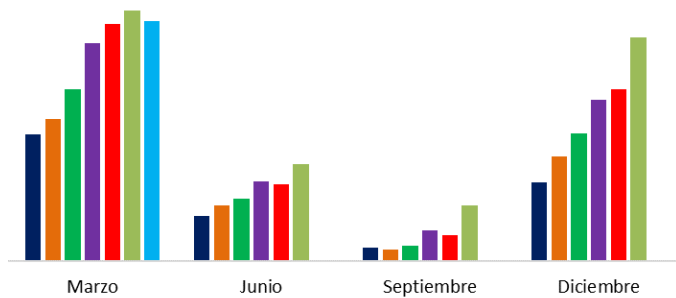


Gráfico 8: Ingresos trimestrales.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Ingresos consolidados (millones US\$)

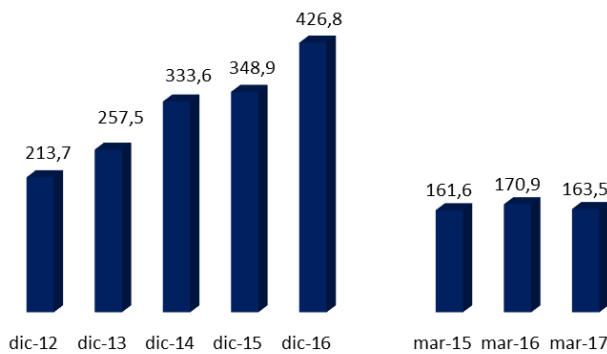


Gráfico 9: Ingresos consolidados.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Asimismo, el EBITDA⁷ de la compañía aumentó 45,4% entre diciembre de 2015 y diciembre de 2016, y disminuyó 2,7% entre el primer trimestre de 2016, y 2017, producto principalmente del traslado del volumen comercializado, explicado anteriormente.

Durante el primer trimestre de 2017, el margen EBITDA de la compañía fue de 18,2%, en línea con la eficiencia operacional que ha logrado la compañía en años recientes. Como respaldo de lo anterior, el EBITDA que percibe la compañía por un kilo vendido es mayor a años anteriores, promediando US\$1,25 en los últimos nueve meses (julio 2016-marzo 2017), comparado a los US\$ 0,77 promedio de julio 2011-marzo 2012.

Indicador	Temporada							
	T11/12	T12/13	T13/14	T14/15	T15/16	Jul-14/mar-15	Jul-15/mar-16	Jul-16/mar-17
EBITDA/kg (US\$)	0,81	0,84	1,16	1,16	1,25	1,15	1,19	1,25

Tabla 6: Evolución indicador de eficiencia operacional (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

EBITDA (millones US\$) y margen EBITDA (%)

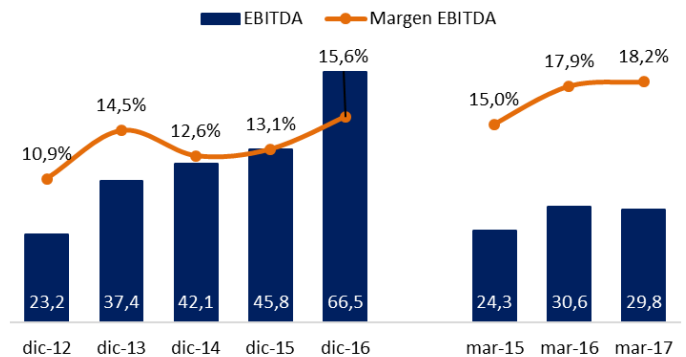


Gráfico 10: EBITDA y margen EBITDA consolidado.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Adicionalmente, los joint venture concretados con el Grupo Rocío en Perú, y la familia Munger en Estados Unidos, proyectos que no consolida Hortifrut, permitirán a la compañía obtener mayores flujos por VPP.

Utilidad consolidada (millones US\$)

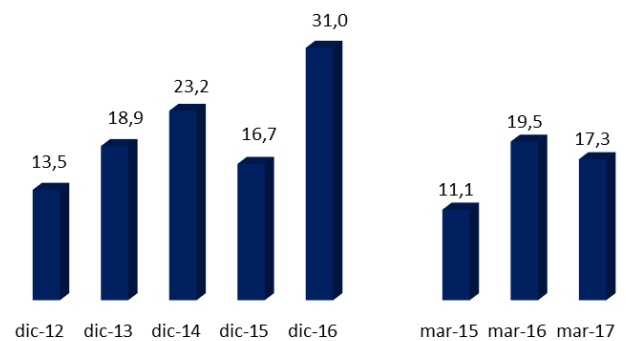


Gráfico 11: Utilidad consolidada.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

La utilidad consolidada de la compañía entre diciembre de 2015 y diciembre 2016, aumentó 85,1% producto de mayores flujos operacionales, además del efecto del tipo de cambio al dólar estadounidense, los cuales generaron una ganancia de US\$ 0,9 millones en la utilidad frente a la pérdida de US\$ 5,9 millones generada en el año 2015. Asimismo, durante el 2016, Hortifrut empezó a valorizar sus plantas portadoras de acuerdo a la NIC 16, valorizando las plantas en producción

a costo revaluado. Lo anterior produjo un deterioro del valor de los activos de US\$ 4,7 millones en el 2016 en el resultado del ejercicio y US\$ 11,0 millones en la cuenta de reservas patrimoniales, debido a una reducción de los retornos al productor.

La utilidad en marzo de 2017 tuvo una disminución de 11,1% respecto a marzo de 2016, explicado exclusivamente por los flujos operacionales, anteriormente mencionados.

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Respecto a algunos indicadores, desde marzo de 2011 hasta marzo de 2017, la compañía ha incrementado su deuda financiera, alcanzando al cierre del primer trimestre de 2017 un total de US\$ 215,4 millones, producto que, en los últimos dos años, Hortifrut concretó alianzas estratégicas que involucraron inversiones en nuevas plantaciones, principalmente de arándanos.

de flujo operacional ha impactado positivamente en los indicadores de esta compañía. En este sentido, luego de la apertura a bolsa en 2012, Hortifrut disminuyó su nivel de endeudamiento a niveles que se han mantenido hasta la fecha. Misma situación ha ocurrido con los indicadores de cobertura de gastos financieros, llegando a una cobertura de 20,34 veces a marzo de 2017. Respecto al indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA, el indicador se ha situado en niveles no superiores a 3 veces desde 2011.

Deuda financiera consolidada (millones US\$)

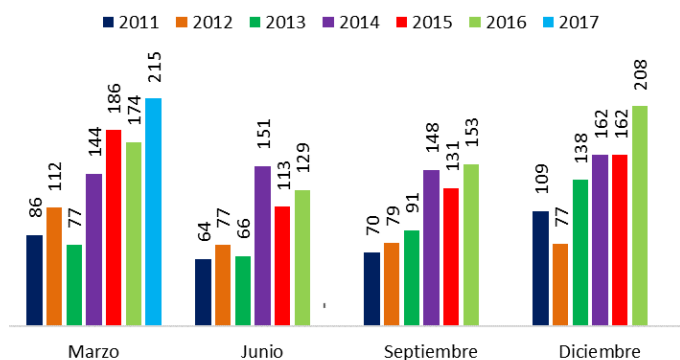


Gráfico 12: Deuda financiera consolidada trimestral.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

Indicadores (Nº de veces)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Mar-17
Endeudamiento total ⁸	1,11	1,24	1,30	1,30	1,38	1,33
Endeudamiento financiero neto ⁹	0,30	0,49	0,57	0,67	0,75	0,54
Deuda financiera / EBITDA	3,34	3,70	3,85	3,54	3,13	3,28
Deuda financiera neta ¹⁰ / EBITDA	1,64	2,45	2,65	3,00	2,60	1,99
Cobertura de gastos financieros ¹¹	5,14	12,10	9,54	11,83	15,72	15,15
Cobertura de gastos financieros netos ¹²	5,55	16,15	10,93	13,93	21,88	20,34
Razón circulante ¹³	1,36	0,95	1,09	1,06	0,88	0,99
Razón ácida ¹⁴	1,12	0,76	0,84	0,79	0,62	0,90

Tabla 7: Principales indicadores financieros.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros de la compañía)

En opinión de ICR, aun cuando el crecimiento del negocio de la compañía ha derivado en la incorporación de mayor deuda, la generación

En relación a la cobertura de sus obligaciones^{15,16}, dados los flujos que genera la compañía, cubriría sus obligaciones financieras de los próximos doce meses con suficiente holgura.

En relación al crecimiento que está teniendo la compañía – derivado de la creación de *joint ventures* en Perú (con Grupo Rocío y Atlantic Blue), en Estados Unidos (con la familia Munger) y recientemente en China (con Joy Wing Mau) –, en opinión de ICR si bien estos proyectos involucran la adquisición de deuda para su financiamiento, también generaría flujos operaciones relevantes, tanto a nivel de EBITDA como por VPP, además de la oportunidad de abastecer contra estación a mercados extranjeros, aprovechando el mejor precio.

Se espera que los negocios que está desarrollando la compañía, impacten positivamente en el tamaño relativo de Hortifrut, en sus economías de escala y en su mayor diversificación productiva, a la vez que lo posiciona como un actor global, quedando en buenas condiciones para acceder a mercados globales.

Si bien ICR destaca positivamente los negocios que está desarrollando la compañía, en el sentido que serían una fuente relevante de EBITDA, también hace énfasis en que la clasificación de riesgo asignada podría variar negativamente, conforme los indicadores de deuda de la compañía se deterioren significativamente respecto a sus niveles actuales y esperados. Vale decir, si la deuda a incorporar producto del plan de crecimiento de la compañía, no viniera acompañada de un perfil de amortización alineado con la generación de flujos, o bien si la compañía continuara con su crecimiento mundial, pero de manera más agresiva, podría producirse un cambio en la clasificación de solvencia asignado.

Solvencia del Emisor

La clasificación de riesgo de una empresa (solvencia) corresponde a la evaluación, por parte de ICR, del riesgo de crédito al cual ésta se ve expuesta. Se compone como una función de:

1. El rating del negocio de la compañía, determinado por la evaluación de los factores establecidos en la metodología de productos de consumo (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Clasificación de Riesgo del Negocio;

2. La evaluación del riesgo financiero, determinado al analizar los principales indicadores financieros, establecido en la metodología de productos de consumo (www.icrchile.cl) y detallado en este informe en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero.

Los dos componentes – del negocio y financiero –, son combinados para determinar la solvencia del emisor. En la mayoría de los casos, el

riesgo del negocio tendrá una mayor ponderación que el riesgo financiero en la determinación de la clasificación de solvencia, salvo en aquellos casos en que la liquidez se encuentre ajustada.

Para el caso de Hortifrut, la evaluación del riesgo del negocio, esto es fortaleza de la marca, participación de mercado, diversificación y economías de escala/tamaño relativo, indica que la clasificación de riesgo se inclina hacia categoría A+. Por otra parte, la evaluación del riesgo financiero, es decir, la evaluación de los niveles de deuda, ratifican esta clasificación al tratarse de una situación financiera, por el momento, “Adecuada”, pero que tal y como se comentó en el apartado Evaluación del Riesgo Financiero, podría ser un factor inductor de un cambio en la clasificación o tendencia asignada.

Instrumentos Clasificados

1. Títulos accionarios

La compañía mantiene en circulación títulos accionarios nemotécnico HF para los cuales existe contrato con Valores Security S.A. Corredores de Bolsa como *market maker*.

El cambio en la clasificación asignada a los títulos accionarios, se relaciona con el cambio en la clasificación de riesgo de la solvencia (categoría A+).

Asimismo, la presencia bursátil (con *market maker*) y *floating* (28% aproximadamente) influyen en la clasificación asignada al instrumento.

Definición de Categoría

SOLVENCIA

CATEGORÍA A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

La subcategoría “+” denota una mayor protección dentro de la categoría.

TÍTULOS ACCIONARIOS

PRIMERA CLASE NIVEL 3

Títulos accionarios con una buena combinación de solvencia y estabilidad de la rentabilidad del emisor y volatilidad de sus retornos.

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN SOLVENCIA			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Ago-12	A	Estable	Primera Clasificación
01-jul-13	A	Estable	Reseña anual
30-jun-14	A	Estable	Reseña anual
30-jun-15	A	Estable	Reseña anual
30-jun-16	A	Estable	Reseña anual
30-jun-17	A+	Estable	Reseña anual con cambio de clasificación

HISTORIAL DE CLASIFICACIÓN TÍTULOS ACCIONARIOS			
Fecha	Clasificación	Tendencia	Motivo
Ago-12	Primera Clase Nivel 4	Estable	Primera Clasificación
01-jul-13	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-14	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-15	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-16	Primera Clase Nivel 4	Estable	Reseña anual
30-jun-17	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual con cambio de clasificación

Anexo

INDICADORES (MILLONES US\$)	Dic-12	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Mar-15	Mar-16	Mar-17
Activos corrientes	126,4	180,3	186,8	163,2	195,9	214,8	200,8	202,9
Activos no corrientes	139,1	239,4	263,7	307,7	350,1	283,4	312,5	355,0
Activos totales	265,5	419,7	450,5	470,9	546,0	498,3	513,3	557,9
Efectivo y equivalentes	39,3	46,6	50,6	24,6	35,2	91,6	66,4	84,8
Otros activos financieros corrientes	0,9	2,4	0,1	0,0	3,2	1,1	6,8	2,9
Inventarios	21,7	35,9	43,0	41,7	56,8	25,6	30,4	18,8
Pasivos corrientes	93,1	189,2	170,9	153,7	223,6	201,1	169,3	204,0
Pasivos no corrientes	46,7	42,8	83,7	112,1	92,9	97,9	119,7	114,0
Pasivos totales	139,9	232,0	254,6	265,8	316,6	299,0	288,9	318,1
Deuda financiera corriente	52,5	124,9	111,9	100,1	150,8	130,4	105,8	136,8
Deuda financiera no corriente	25,0	13,6	50,0	61,9	57,6	55,2	68,7	78,6
Deuda financiera total	77,5	138,5	162,0	162,1	208,4	185,7	174,5	215,4
Deuda financiera neta	38,1	91,8	111,3	137,5	173,2	94,1	108,1	130,5
Patrimonio	125,6	187,7	195,8	205,1	229,5	199,3	224,4	239,8
Ingresos de explotación	213,7	257,5	333,6	348,9	426,8	161,6	170,9	163,5
Margen de contribución	35,6	48,5	54,5	53,8	70,0	24,0	30,7	26,2
Resultado operacional	18,4	31,0	31,4	28,8	44,5	18,5	24,4	19,8
Ingresos financieros	0,3	0,8	0,6	0,6	1,2	0,1	0,2	0,1
Gastos financieros	4,5	3,1	4,4	3,9	4,2	1,2	1,2	1,3
Gastos financieros netos	4,2	2,3	3,9	3,3	3,0	1,1	0,9	1,1
Gastos financieros netos 12 meses	4,2	2,3	3,9	3,3	3,0	4,1	3,2	3,2
Gastos financieros 12 meses	4,5	3,1	4,4	3,9	4,2	4,7	3,9	4,3
Utilidad del ejercicio	13,5	18,9	23,2	16,7	31,0	11,1	19,5	17,3
Depreciación	4,8	6,4	10,7	17,0	22,0	5,8	6,2	10,0
Razón circulante (Nº de veces)	1,36	0,95	1,09	1,06	0,88	1,07	1,19	0,99
Razón ácida (Nº de veces)	1,12	0,76	0,84	0,79	0,62	0,94	1,01	0,90
Endeudamiento total (Nº de veces)	1,11	1,24	1,30	1,30	1,38	1,50	1,29	1,33
Deuda corto plazo / Deuda total (%)	66,6%	81,5%	67,1%	57,8%	70,6%	67,3%	58,6%	64,2%
Deuda largo plazo / Deuda total (%)	33,4%	18,5%	32,9%	42,2%	29,4%	32,7%	41,4%	35,8%
Deuda financiera corto plazo/Deuda financiera total (%)	67,8%	90,2%	69,1%	61,8%	72,3%	70,3%	60,7%	63,5%
Deuda financiera largo plazo/Deuda financiera total (%)	32,2%	9,8%	30,9%	38,2%	27,7%	29,7%	39,3%	36,5%
Endeudamiento financiero (Nº de veces)	0,62	0,74	0,83	0,79	0,91	0,93	0,78	0,90
Endeudamiento financiero neto (Nº de veces)	0,30	0,49	0,57	0,67	0,75	0,47	0,48	0,54
EBITDA	23,2	37,4	42,1	45,8	66,5	24,3	30,6	29,8
Margen EBITDA (%)	10,9%	14,5%	12,6%	13,1%	15,6%	15,0%	17,9%	18,2%
EBITDA 12 meses	23,2	37,4	42,1	45,8	66,5	47,5	52,1	65,7
Margen EBITDA 12 meses (%)	10,9%	14,5%	12,6%	13,1%	15,6%	13,7%	14,5%	15,7%
Cobertura de gastos financieros (Nº de veces)	5,14	12,10	9,54	11,83	15,72	20,99	26,32	23,48
Cobertura de gastos financieros netos (Nº de veces)	5,55	16,15	10,93	13,93	21,88	22,79	32,33	26,21
Cobertura de gastos financieros 12 meses (Nº de veces)	5,14	12,10	9,54	11,83	15,72	10,21	13,45	15,15
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (Nº de veces)	5,55	16,15	10,93	13,93	21,88	11,61	16,45	20,34
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de veces)	3,34	3,70	3,85	3,54	3,13	3,90	3,35	3,28
Deuda financiera neta / EBITDA (Nº de veces)	1,64	2,45	2,65	3,00	2,60	1,98	2,08	1,99
Capex	19,1	28,5	10,9	17,6	39,7	2,7	9,9	9,7
EBITDA – Capex	4,1	8,9	31,1	28,1	26,8	21,6	20,7	20,1
((EBITDA - Capex)/Gastos financieros netos (Nº de veces)	0,98	3,85	8,09	8,56	8,82	20,26	21,84	17,66
Capex 12 meses	19,1	28,5	10,9	17,6	39,7	11,7	24,9	39,5
[EBITDA – Capex] 12 meses	4,1	8,9	31,1	28,1	26,8	35,9	27,2	26,2
[(EBITDA - Capex)/Gastos financieros netos] 12 meses (Nº de veces)	0,98	3,85	8,09	8,56	8,82	8,76	8,59	8,11
Margen bruto (%)	16,7%	18,8%	16,3%	15,4%	16,4%	14,8%	17,9%	16,1%
Margen operacional (%)	8,6%	12,0%	9,4%	8,3%	10,4%	11,4%	14,3%	12,1%
ROE (%)	15,4%	12,1%	12,1%	8,3%	14,3%	11,5%	11,8%	12,4%
ROA (%)	5,6%	5,5%	5,3%	3,6%	6,1%	4,9%	5,0%	5,4%

¹ Fuente: La compañía (memoria 2016, resultados trimestrales de la compañía); SVS.

² Fuente: El mercado mundial de los arándanos continúa creciendo, Agrimundo, marzo de 2016.

³ Fuente: Estados Unidos, consumo de arándanos continuará aumentando, Agrimundo, abril de 2017.

⁴ Fuente: Boletín frutícola, junio 2017. ODEPA.

⁵ Fuente: Memoria anual 2016, Hortifrut.

⁶ Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía; Metodología ICR industria de bienes de consumo.

⁷ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + otros ingresos y gastos, excluyendo fair value + depreciación.

⁸ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁹ Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / patrimonio total.

¹⁰ Deuda financiera neta = Deuda financiera – efectivo y equivalentes.

¹¹ Cobertura de gastos financieros = EBITDA / gastos financieros.

¹² Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA / (gastos financieros – ingresos financieros).

¹³ Razón circulante = Activos corrientes / pasivos corrientes.

¹⁴ Razón ácida = (Activos corrientes – Inventario) / pasivos corrientes.

¹⁵ Cobertura de servicio de la deuda (sin incluir caja) = $(EBITDA_{\text{mar-17UDM}} - \text{impuestos}_{\text{próx. 12 meses}} - \text{capex de mantención}_{\text{próx. 12 meses}}) / \text{Interés}_{\text{próx. 12 meses}} + \text{amortización de deuda estructura}_{\text{próx. 12 meses}}$.

¹⁶ Cobertura de servicio de la deuda (incluyendo caja) = $(\text{Caja}_{\text{mar-17}} + EBITDA_{\text{mar-17UDM}} - \text{impuestos}_{\text{próx. 12 meses}} - \text{capex total (mantención e inversión)}_{\text{próx. 12 meses}}) / \text{Interés}_{\text{próx. 12 meses}} + \text{amortización de deuda estructura}_{\text{próx. 12 meses}}$.

La opinión de ICR Chile Clasificadora de Riesgo, 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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.