

Ratings

Diego Arana
Analista
darana@icrchile.cl

Maricela Plaza
Subgerente Corporaciones
mplaza@icrchile.cl

Fernando Villa
Gerente Corporaciones
fvilla@icrchile.cl

Francisco Loyola
Gerente Clasificación
floyola@icrchile.cl

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

Fundamentos de Clasificación

ICR Clasificadora de Riesgo ratifica en categoría A+, la clasificación asignada a la solvencia de Hortifrut S.A. (en adelante Hortifrut, la compañía o la sociedad). La tendencia, por su parte, se modifica desde en observación hasta estable. Respecto a los títulos accionarios, nemotécnico HF, se ratifica su clasificación en Primera Clase Nivel 3.

El cambio en la tendencia asignada a la clasificación se sustenta en la materialización de la adquisición y fusión del negocio de arándanos en Perú, entre Hortifrut y el grupo Rocío (anunciada en octubre de 2017), lo que implicó el pago de US\$ 160 millones por parte de la compañía y la entrada de la familia Quevedo (grupo Rocío) a la sociedad con una participación del 17,13%. Como contrapartida, la compañía ampliará significativamente sus operaciones en Perú, con un potencial volumen de ventas de aproximadamente 70.000 toneladas para la temporada 2018-2019 considerando todos los orígenes y especies, comparado con aproximadamente 47.500 toneladas para la temporada 2017-2018.

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 la empresa a lo largo de los años, la ha posicionado como un exponente relevante a nivel global, con participación de mercado relativamente alta. Asimismo, Hortifrut junto a sus asociados es el mayor comercializador de arándanos y segundo en ventas de berries en el mundo.
- **Diversificación:** 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, 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 con 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 una 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 enfocadas 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. Respecto a lo anterior, Hortifrut cuenta con una alta cobertura de gastos financieros (7,89 veces a marzo de 2018) y, según estimaciones de ICR, cubriría con suficiente holgura sus obligaciones de los siguientes doce meses.

De acuerdo con lo informado por la compañía, la deuda se incrementaría en US\$ 160 millones al cierre de junio de 2018, dado el pago acordado al Grupo Rocío por la fusión del negocio de arándanos. A lo anterior se sumaría la deuda de la sociedad absorbida, cuyos efectos en conjunto elevarían los indicadores de deuda al cierre del primer semestre. Sin embargo, este efecto transitorio si iría diluyendo conforme el negocio adquirido en Perú comience a consolidar sus flujos, en términos de EBITDA.

La clasificación de las acciones en Primera Clase Nivel 3 obedece a la presencia bursátil de la acción (con *market maker*), *floating* (24% aproximadamente) y la clasificación de la solvencia de la compañía (categoría A+, tendencia Estable).

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 China.

En relación a la estructura de propiedad, la compañía es controlada conjuntamente por los grupos Moller y VitalBerry, a través de un pacto de accionistas suscrito en agosto de 2013 y que al cierre de 2017 representaba el 48,21% de la propiedad de la compañía.

12 MAYORES ACCIONISTAS	
Inversiones IMG Ltda. (*)	25,10%
Inmobiliaria Algeciras Ltda. (**)	8,55%
San José Farms S.A. (**)	8,44%
Costanera SACI	6,91%
Compass Small Cap Chile Fondo de Inversión	5,73%
Inmobiliaria Alianza S.A.	5,07%
Inversiones Costanera Ltda.	3,73%
BTG Pactual Small Cap Chile Fondo de Inversión	3,53%
Comercial EPYSA S.A.	3,21%
Exportadora San José Trading Ltda. (**)	3,07%
AFP Habitat S.A. para Fondo de Pensión C	2,67%
Siglo XXI Fondo de Inversión	2,45%
Total 12 mayores accionistas	78,46%
(*) vinculado al grupo Moller	
(**) vinculado al grupo Vitalberry	

Tabla 1: Estructura de propiedad a junio de 2018.

(Fuente: Elaboración propia con información obtenida de CMF)

Durante los últimos meses, la compañía se encontraba en un proceso de adquisición y fusión del negocio de arándanos perteneciente al Grupo Rocío, en Perú. La fusión fue materializada durante los últimos

La Industria

De acuerdo a ODEPA³, la exportación de arándanos desde Chile alcanzó un volumen de 139.327 toneladas en 2017, menor a las 161.549 toneladas exportadas en 2016, producto de las condiciones climáticas que provocaron que, por un lado, los volúmenes comercializados de arándanos se trasladaran desde el segundo semestre de 2015 al primer semestre de 2016, por el atraso en las cosechas de la fruta; y por otro lado, en la temporada 16/17, hubo importantes volúmenes comercializados durante el cuarto trimestre de 2016, a raíz de las buenas condiciones climáticas que adelantaron la cosecha del arándano en Chile, respecto de lo esperado en un año normal.

Respecto al precio promedio por kilo, expresado en su valor FOB, durante 2017 el kilo de arándanos promedio fue de US\$ 4,44 por kilo, el cual muestra un menor valor respecto a años anteriores, producto del aumento de la oferta tanto en Chile como en Perú.

días, la que tendrá efectos legales a partir del 1 de julio de 2018. Esta operación permitirá a Hortifrut comercializar 70.000 toneladas de berries aproximadas para la temporada 2018-2019, además de incorporar 1.450 hectáreas productivas de arándanos, instalaciones y equipos en dos unidades de *packing*.

Asimismo, con el aumento de capital y posterior entrada del grupo Rocío como accionista del 17,13% de Hortifrut, el actual pacto de accionistas incluiría al grupo peruano, controlando en conjunto con grupo Moller y VitalBerry el 57,1% de la propiedad.

Actualmente, la compañía cuenta con un directorio compuesto por ocho miembros, luego de la reciente incorporación de Ulises Quevedo, en representación del grupo Rocío y la renuncia de Alfonso Swett². El directorio fue elegido por junta de accionistas en abril de 2017, y deberá ratificarse en abril de 2019.

DIRECTORIO	
Víctor Moller Schiavetti	Presidente
Andrés Solari Urquieta	Vicepresidente
Germán Novión Verdugo	Director
Andrés Carvallo Prieto	Director
María Verónica Morales Mena	Director
Marco Comparini Fontecilla	Director
Víctor Moller Opazo	Director
Ulises Quevedo	Director

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

Tabla 2: Directorio y comité de directores.

(Fuente: Elaboración propia con información obtenida de CMF y entregada por la compañía)

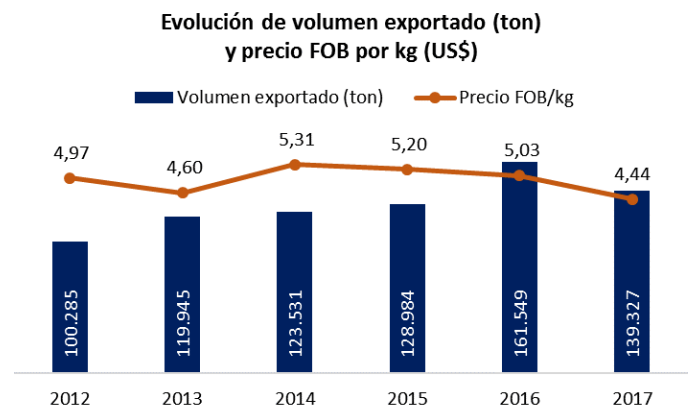


Gráfico 1: Volumen de exportación anual de arándanos y precio promedio por kg. (Fuente: Elaboración propia con información de Boletín Fruta Fresca mayo 2018 - ODEPA)

El principal destino de las exportaciones sigue siendo Estados Unidos, equivalente al 49,4% del total en 2017, expresadas en toneladas. Le siguen Holanda, China y Reino Unido que acumularon el 11,3%, 9,1% y 9,0% del total, respectivamente.

Respecto a la superficie comercial de arándanos en Chile, ésta alcanzó 15.708 hectáreas, según el Catastro Frutícola de 2017, manteniendo un CAGR₂₀₀₃₋₂₀₁₆ de 11%. Asimismo, el 63,2% del total de las hectáreas se encontraba en las regiones de Maule y Biobío.

Evolución del volumen exportado según principales destinos (ton)

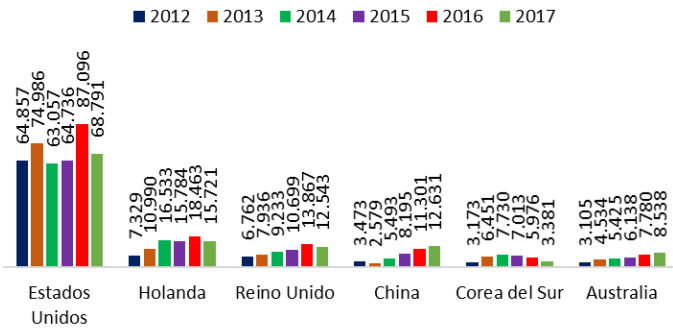


Gráfico 2: Evol. del volumen de exportación según principales países de destino. (Fuente: Elab. propia con info. de Boletín Fruta Fresca mayo de 2018 - ODEPA)

Distribución de superficies plantadas de arándanos en Chile (%)

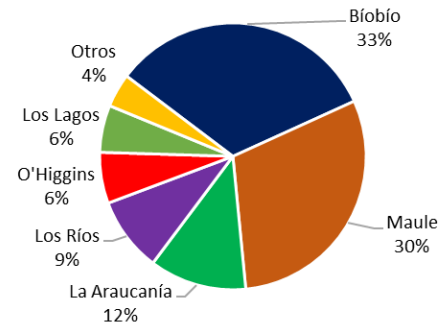


Gráfico 4: Distribución de hectáreas plantadas según catastro frutícola 2017. (Fuente: Elaboración propia con información de CIREN - ODEPA)

En términos de consumo⁴, 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 crecimiento anual compuesto de consumo de arándanos ha crecido 11,3% (CAGR₂₀₀₀₋₂₀₁₇), el consumo de frambuesas 12,4%, moras 17,0% y frutillas 3,2%, en los últimos 17 años.

A continuación, se presentan los principales riesgos del negocio⁵ 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.

Consumo de berries frescos en Norteamérica (miles de ton)

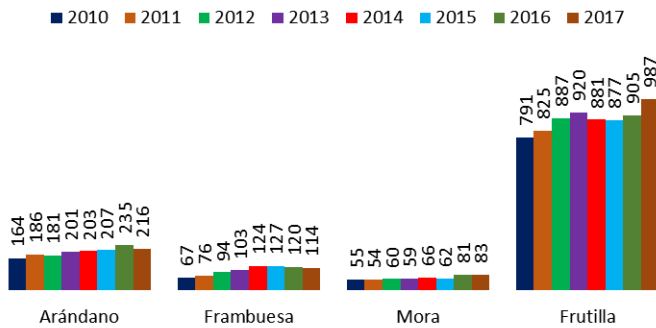


Gráfico 3: Evolución de consumo de berries en Estados Unidos y Canadá. (Fuente: Elaboración propia con información de Memoria 2017 de Hortifrut)

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 presentan 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.

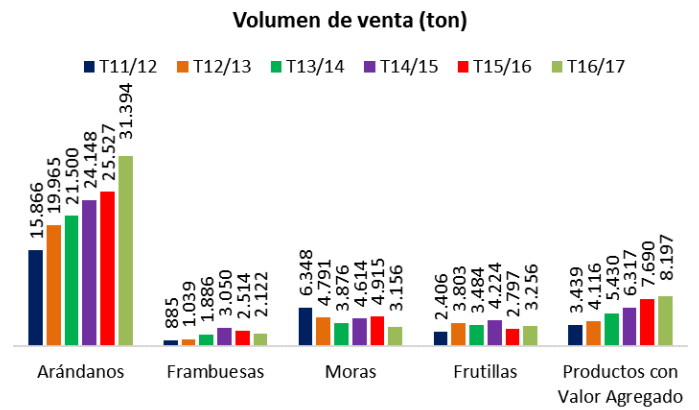


Gráfico 5: Evolución de los volúmenes de venta por tipo de berry. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

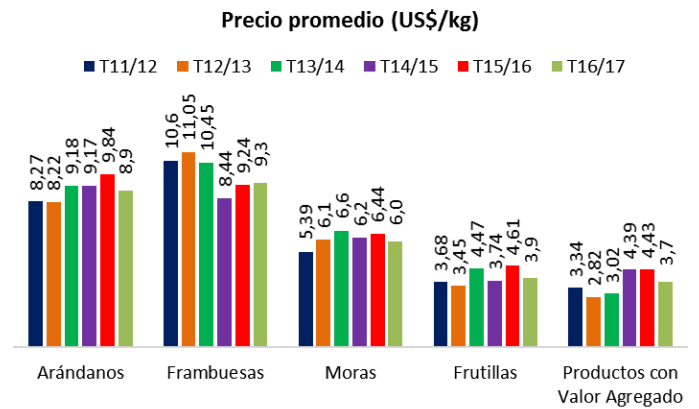


Gráfico 6: Evolución de los precios de venta por tipo de berry. (Fuente: Elaboración propia con información de la compañía)

PARTICIPACIÓN DE MERCADO

Hortifrut es una de las principales compañías de berries frescos tanto en Chile como en Perú, participando en el abastecimiento del mercado interno e internacional. La expansión hacia otros países, la cual se ha consolidado a lo largo de los años, lo ha posicionado como un exponente relevante a nivel mundial, con una 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.

(principal mercado), representando el 58,6% de las ventas totales a diciembre de 2017, comparado al 68% del total a diciembre de 2012). Lo anterior significa que Hortifrut tiene un excelente mix de 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 en América del Norte

Adicionalmente, la compañía mantiene hectáreas de cultivo plantadas en cinco países, entre propias y arrendadas a terceros, totalizando

1.441 hectáreas a diciembre de 2017, 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	China
Arándanos convencionales	99	84	106	-	301	-
Arándanos orgánicos	630	-	-	-	-	-
Frambuesas	7	148	-	2	-	-
Moras	1	3	1	8	-	-
Frutillas	62	-	-	3	-	-
Cerezas	7	-	-	-	-	-
Total	806	215	107	13	301	30
Propias	438	53	-	-	301	30
Arrendadas	368	162	107	13	-	-

Tabla 4: Superficie plantada, propia y arrendada de terceros.

(Fuente: Elaboración propia con información de Memoria 2017 y entregada por la compañía)

Adicionalmente, existen 813 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
Total	476	77	236	23

Tabla 5: Sup. plantada de sociedades que no consolidan en EEEF de Hortifrut.

(Fuente: Elaboración propia con información de Memoria 2017)

De acuerdo con el cuadro anterior, luego de concretada la fusión con el Grupo Rocío en Perú, toda la superficie plantada de ese país pasaría a ser propia de la compañía, lo que incrementaría significativamente su producción propia en arándanos de producción temprana.

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. Asimismo, ninguno de los productores supera más del 2% de los volúmenes comprados a terceros.

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. Actualmente, estas inversiones buscan, además, generar una mayor diversificación de producción de manera de reducir costos logísticos, como lo son los proyectos en Estados Unidos y China.

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 relación 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.

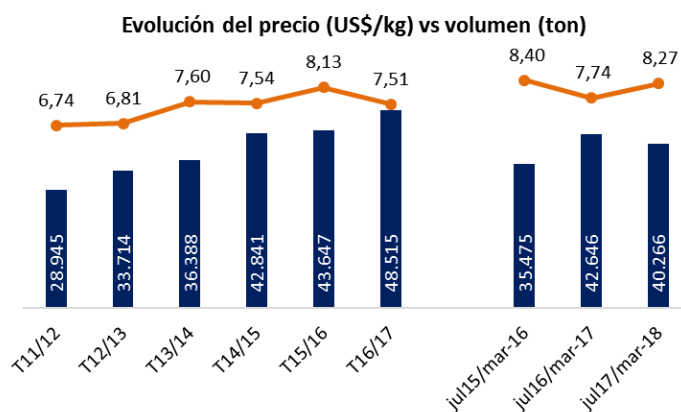


Gráfico 7: Evolución de los precios y volúmenes promedio del mix de productos según temporada completa y acumulada a marzo.

(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.

Ingresos trimestrales consolidados (millones US\$)

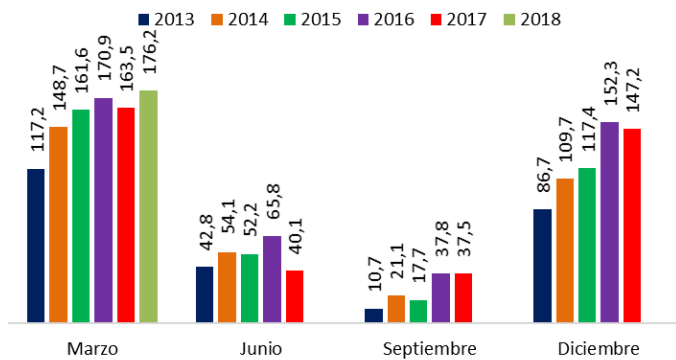


Gráfico 8: Ingresos trimestrales.

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

El incremento de los ingresos durante el primer trimestre de 2018 fue impulsado tanto por un mayor precio promedio del mix de frutas (principalmente de arándanos) así como un mayor volumen comercializado (desde 21.544 toneladas a marzo de 2017 hasta 21.618 toneladas a marzo de 2018).

El EBITDA⁶ de la compañía disminuyó 23,0% entre el primer trimestre de 2017 y 2018, producto principalmente de mayor comercialización de fruta que se registra mediante el método de participación, lo que se produce por el reemplazo de volúmenes chilenos y mexicanos por fruta peruana. A lo anterior se suma una menor amortización de royalty por venta de plantas.

Respecto al monto comercializado, el menor volumen producido y exportado en Chile y México fue más que compensado con volumen proveniente desde Perú proveniente de los campos de Hortifrut Tal, sociedad peruana en la que Hortifrut era dueña sólo del 50% y que no consolidaba en los estados financieros, reconociéndose sólo el margen de comercialización en el resultado operacional, no así la utilidad del campo, la que se registraba a través del método de participación en la ganancia de asociadas.

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

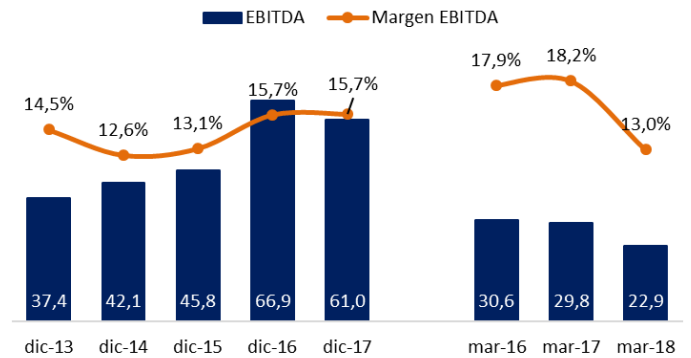


Gráfico 9: EBITDA y margen EBITDA consolidado.

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

El impacto mencionado en el párrafo anterior se observa en el primer trimestre de 2018, cuando el margen EBITDA disminuyó desde 18,2% a marzo de 2017 hasta 13,0% a marzo de 2018.

La utilidad consolidada de la compañía entre marzo de 2017 y marzo de 2018 disminuyó 29,6% producto de menores flujos operacionales, además de mayores gastos financieros generados por un mayor nivel de deuda de largo plazo. Respecto a las ganancias derivadas la participación que posee en asociadas, si bien se registró una ganancia a través de Hortifrut Tal en Perú, ésta fue compensada por las pérdidas generadas en Estados Unidos, debido a que este negocio se encontraba en etapa de inversión.

Utilidad trimestral consolidada (millones US\$)

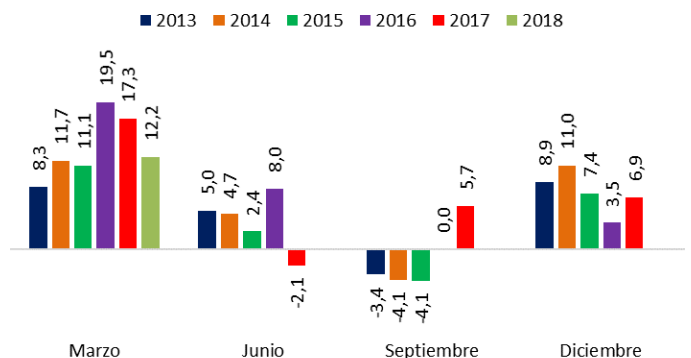


Gráfico 10: Utilidad trimestral de la compañía.

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

Asimismo, los niveles de utilidad permitieron que Hortifrut mantuviera una rentabilidad del patrimonio sobre 9% y una rentabilidad del activo de 4,0%. Cabe resaltar que la menor rentabilidad a diciembre de 2017

se fundamenta en un menor resultado operacional como consecuencia del adelanto de la cosecha de arándanos en Argentina y Chile que hicieron que importantes volúmenes se trasladaran desde el primer trimestre de 2017 al cuarto trimestre de 2016.

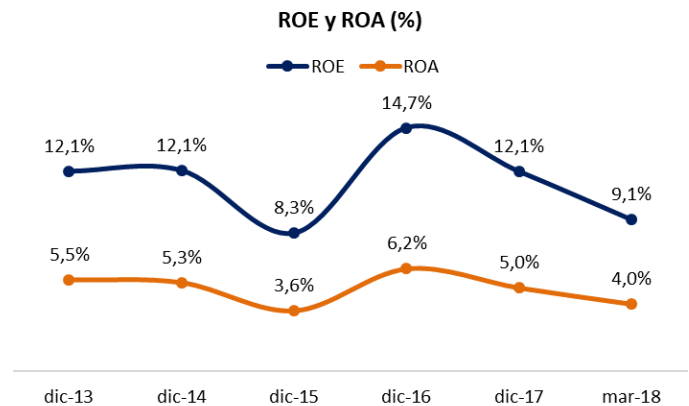


Gráfico 11: Rentabilidades.

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

PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS EN LA CLASIFICACIÓN DEL RIESGO FINANCIERO

Desde marzo de 2013 hasta marzo de 2018, la compañía ha incrementado su deuda financiera sostenidamente, alcanzando al cierre del primer trimestre un total de US\$ 222,3 millones, producto de un plan de inversiones enfocado en nuevas plantaciones de arándanos en Estados Unidos, Perú y China.

Indicadores (Nº de veces)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-18
Endeudamiento total ⁷	1,24	1,30	1,30	1,46	1,35	1,21
Endeudamiento financiero neto ⁸	0,49	0,57	0,67	0,80	0,85	0,69
Deuda financiera / EBITDA	3,70	3,85	3,54	3,12	3,86	4,10
Deuda financiera neta ⁹ / EBITDA	2,45	2,65	3,00	2,59	3,40	3,25
Cobertura de gastos financieros ¹⁰	12,10	9,54	11,83	15,81	10,69	7,89
Cobertura de gastos financieros netos ¹¹	16,15	10,93	13,93	22,00	15,40	10,99
Razón circulante ¹²	0,95	1,09	1,06	0,88	0,89	1,06
Razón ácida ¹³	0,76	0,84	0,79	0,62	0,68	0,91

Tabla 6: Principales indicadores financieros.

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

Deuda financiera consolidada (millones US\$)

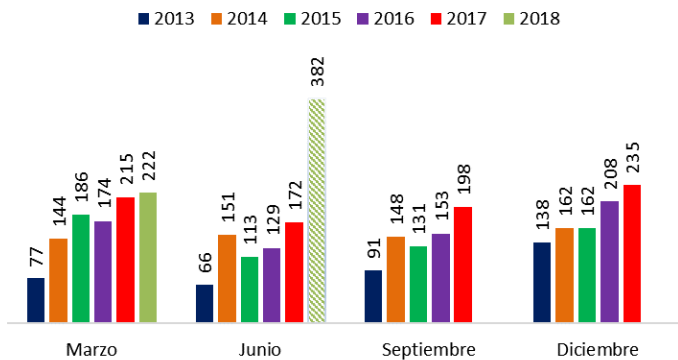


Gráfico 12: Deuda financiera consolidada trimestral y estimada a junio de 2018.

(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 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 7,89 veces a marzo de 2018. Respecto al indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA, el indicador se ha situado en 3,25 veces, producto del menor EBITDA generado en los doce últimos meses.

De acuerdo con lo informado por la compañía, la deuda se incrementaría en US\$ 160 millones al cierre de junio de 2018, dado el pago acordado al Grupo Rocío por la fusión del negocio de arándanos. Lo anterior elevaría significativamente los indicadores de deuda al cierre del primer semestre dado que sólo se consolidaría deuda sin un flujo de EBITDA asociado. Sin embargo, este efecto transitorio si iría diluyendo conforme el negocio adquirido en Perú comience a consolidar los flujos de un negocio que ya se encuentra consolidado en el mercado.

En cuanto al perfil de amortización, gran parte de la deuda corriente corresponde a capital de trabajo (revolving) de Hortifrut, por lo que, exceptuando este monto y dados los flujos que genera la compañía, cubriría sus obligaciones financieras de los próximos doce meses con suficiente holgura¹⁴.

Se espera que los negocios que está desarrollando la compañía junto con la reciente fusión, impacten positivamente en el tamaño relativo de Hortifrut, en sus economías de escala y en su mayor diversificación productiva, a la vez que lo fortalece como actor global, quedando en buenas condiciones para potenciar su presencia en más países.

Perfil de amortización de deuda (millones de US\$)

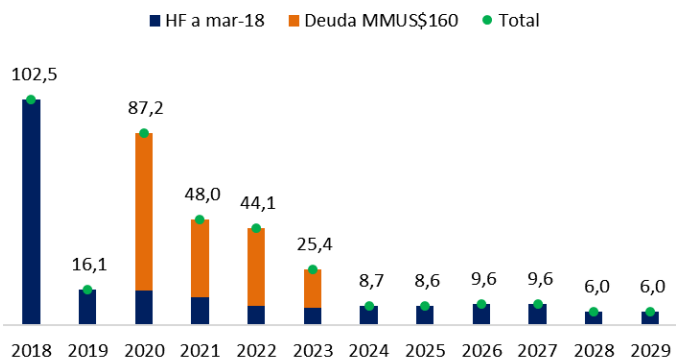


Gráfico 13: Amortización de deuda bancaria a marzo de 2018 y préstamos por US\$ 160 millones para materializar la fusión.

(Fuente: Elaboración propia con estados financieros e información entregada por la compañía)

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

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*.

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 si el impacto estimado por sus inversiones no cumple con lo proyectado, teniendo como consecuencia el deterioro permanente de los indicadores de deuda respecto a sus niveles actuales y esperados.

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.

La clasificación de las acciones en Primera Clase Nivel 3 obedece a la presencia bursátil de la acción (con *market maker*), *floating* (24% aproximadamente) y la clasificación de la solvencia de la compañía (categoría A+, tendencia estable).

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
30-oct-17	A+	En Observación	Hecho esencial
29-jun-18	A+	Estable	Reseña anual con cambio de tendencia

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
29-jun-18	Primera Clase Nivel 3	N/A	Reseña anual

Anexo

INDICADORES (MILLONES US\$)	Dic-13	Dic-14	Dic-15	Dic-16	Dic-17	Mar-16	Mar-17	Mar-18
Activos corrientes	180,3	186,8	163,2	195,9	187,5	200,8	202,9	171,1
Activos no corrientes	239,4	263,7	307,7	350,1	385,2	312,5	355,0	391,8
Activos totales	419,7	450,5	470,9	546,0	572,7	513,3	557,9	562,9
Efectivo y equivalentes	46,6	50,6	24,6	35,2	27,8	66,4	84,8	46,4
Otros activos financieros corrientes	2,4	0,1	0,0	3,2	4,5	6,8	2,9	3,3
Inventarios	35,9	43,0	41,7	56,8	44,6	30,4	18,8	24,6
Pasivos corrientes	189,2	170,9	153,7	223,6	210,5	169,3	204,0	161,6
Pasivos no corrientes	42,8	83,7	112,1	92,9	118,6	119,7	114,0	146,9
Pasivos totales	232,0	254,6	265,8	316,6	329,1	288,9	318,1	308,5
Deuda financiera corriente	124,9	111,9	100,1	150,8	151,5	105,8	136,8	107,9
Deuda financiera no corriente	13,6	50,0	61,9	57,6	84,0	68,7	78,6	114,4
Deuda financiera total	138,5	162,0	162,1	208,4	235,5	174,5	215,4	222,3
Deuda financiera neta	91,8	111,3	137,5	173,2	207,7	108,1	130,5	175,9
Patrimonio	187,7	195,8	205,1	229,5	243,6	224,4	239,8	254,3
Ingresos de explotación	257,5	333,6	348,9	426,8	388,3	170,9	163,5	176,2
Margen de contribución	48,5	54,5	53,8	70,0	63,5	30,7	26,2	25,5
Resultado operacional	31,0	31,4	28,8	44,5	37,3	24,4	19,8	16,7
Ingresos financieros	0,8	0,6	0,6	1,2	1,7	0,2	0,1	0,3
Gastos financieros	3,1	4,4	3,9	4,2	5,7	1,2	1,3	2,4
Gastos financieros netos	2,3	3,9	3,3	3,0	4,0	0,9	1,1	2,1
Gastos financieros netos 12 meses	2,3	3,9	3,3	3,0	4,0	3,2	3,2	4,9
Gastos financieros 12 meses	3,1	4,4	3,9	4,2	5,7	3,9	4,3	6,9
Utilidad del ejercicio	18,9	23,2	16,7	31,0	27,7	19,5	17,3	12,2
Depreciación	6,4	10,7	17,0	22,0	23,8	6,2	10,0	6,3
Razón circulante (Nº de veces)	0,95	1,09	1,06	0,88	0,89	1,19	0,99	1,06
Razón ácida (Nº de veces)	0,76	0,84	0,79	0,62	0,68	1,01	0,90	0,91
Endeudamiento total (Nº de veces)	1,24	1,30	1,30	1,38	1,35	1,29	1,33	1,21
Deuda corto plazo / Deuda total (%)	81,5%	67,1%	57,8%	70,6%	64,0%	58,6%	64,2%	52,4%
Deuda largo plazo / Deuda total (%)	18,5%	32,9%	42,2%	29,4%	36,0%	41,4%	35,8%	47,6%
Deuda financiera corto plazo/Deuda financiera total (%)	90,2%	69,1%	61,8%	72,3%	64,3%	60,7%	63,5%	48,5%
Deuda financiera largo plazo/Deuda financiera total (%)	9,8%	30,9%	38,2%	27,7%	35,7%	39,3%	36,5%	51,5%
Endeudamiento financiero (Nº de veces)	0,74	0,83	0,79	0,91	0,97	0,78	0,90	0,87
Endeudamiento financiero neto (Nº de veces)	0,49	0,57	0,67	0,75	0,85	0,48	0,54	0,69
EBITDA	37,4	42,1	45,8	66,5	61,0	30,6	29,8	22,9
Margen EBITDA (%)	14,5%	12,6%	13,1%	15,6%	15,7%	17,9%	18,2%	13,0%
EBITDA 12 meses	37,4	42,1	45,8	66,5	61,0	52,1	65,7	54,2
Margen EBITDA 12 meses (%)	14,5%	12,6%	13,1%	15,6%	15,7%	14,5%	15,7%	13,5%
Cobertura de gastos financieros (Nº de veces)	12,10	9,54	11,83	15,72	10,69	26,32	23,48	9,44
Cobertura de gastos financieros netos (Nº de veces)	16,15	10,93	13,93	21,88	15,40	32,33	26,21	10,90
Cobertura de gastos financieros 12 meses (Nº de veces)	12,10	9,54	11,83	15,72	10,69	13,45	15,15	7,89
Cobertura de gastos financieros netos 12 meses (Nº de veces)	16,15	10,93	13,93	21,88	15,40	16,45	20,34	10,99
Deuda financiera total / EBITDA (Nº de veces)	3,70	3,85	3,54	3,13	3,86	3,35	3,28	4,10
Deuda financiera neta / EBITDA (Nº de veces)	2,45	2,65	3,00	2,60	3,40	2,08	1,99	3,25
Capex	28,5	10,9	17,6	39,7	58,3	9,9	9,7	11,1
EBITDA – Capex	8,9	31,1	28,1	26,8	2,7	20,7	20,1	11,8
(EBITDA - Capex)/Gastos financieros netos (Nº de veces)	3,85	8,09	8,56	8,82	0,69	21,84	17,66	5,63
Capex 12 meses	28,5	10,9	17,6	39,7	58,3	24,9	39,5	59,7
[EBITDA – Capex] 12 meses	8,9	31,1	28,1	26,8	2,7	27,2	26,2	-5,5
[(EBITDA - Capex)/Gastos financieros netos] 12 meses (Nº de veces)	3,85	8,09	8,56	8,82	0,69	8,59	8,11	-1,11
Margen bruto (%)	18,8%	16,3%	15,4%	16,4%	16,4%	17,9%	16,1%	14,5%
Margen operacional (%)	12,0%	9,4%	8,3%	10,4%	9,6%	14,3%	12,1%	9,5%
ROE (%)	12,1%	12,1%	8,3%	14,3%	12,1%	11,8%	12,4%	9,1%
ROA (%)	5,5%	5,3%	3,6%	6,1%	5,0%	5,0%	5,4%	4,0%

¹ Fuente: La compañía (memoria 2017, resultados trimestrales de la compañía); CMF.

² Actualmente la compañía se encuentra en proceso de búsqueda de un nuevo director, en reemplazo de Alfonso Swett. Tanto el nuevo director como Ulises Quevedo serán ratificados por la junta.

³ Fuente: Boletín frutícola, junio 2017. ODEPA.

⁴ Fuente: Memoria anual 2017 de Hortifrut.

⁵ Fuente: Elaboración propia con información entregada por la compañía; Metodología ICR industria de bienes de consumo.

⁶ EBITDA = Ingresos de actividades ordinarias – costo de ventas – gastos de administración + otros ingresos y gastos, excluyendo *fair value* + depreciación.

⁷ Endeudamiento total = Pasivos totales / patrimonio total.

⁸ Endeudamiento financiero neto = Deuda financiera – efectivo y equivalentes) / patrimonio total.

⁹ Deuda financiera neta = Deuda financiera – efectivo y equivalentes.

¹⁰ Cobertura de gastos financieros = EBITDA / gastos financieros.

¹¹ Cobertura de gastos financieros netos = EBITDA / (gastos financieros – ingresos financieros).

¹² Razón circulante = Activos corrientes / pasivos corrientes.

¹³ Razón ácida = (Activos corrientes – Inventario) / pasivos corrientes.

¹⁴ Cobertura de servicio de la deuda = (Caja + EBITDA – impuestos – capex total, proyectados / Interés próx. 12 meses + amortización de deuda estructura 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 Comisión para el Mercado Financiero, 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.