



**HUMPHREYS**  
CLASIFICADORA DE RIESGO

## Hortifrut S.A.

Anual desde Envío Anterior

**ANALISTAS:**

Laura Ponce

Paula Acuña

Aldo Reyes

[laura.ponce@humphreys.cl](mailto:laura.ponce@humphreys.cl)

[paula.acuna@humphreys.cl](mailto:paula.acuna@humphreys.cl)

[aldo.reyes@humphreys.cl](mailto:aldo.reyes@humphreys.cl)

Febrero 2023

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	<b>A+</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
Acciones (HF)	<b>Primera Clase Nivel 2</b>
Tendencia	<b>Estable</b>
EEFF base	30 de septiembre 2022

Número e inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos	N° 933 de 27.03.2019
Serie A (BHFS-A)	Primera emisión
Línea de bonos	N° 934 de 27.03.2019
Serie B (BHFS-B)	Primera emisión

Estados de Resultados Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Ingresos de actividades ordinarias	388.250	528.157	576.045	683.366	831.633	626.725
Costo de ventas	-324.718	-414.184	-475.881	-516.928	-643.859	-527.521
<b>Ganancia bruta</b>	<b>63.532</b>	<b>113.973</b>	<b>100.164</b>	<b>166.438</b>	<b>187.774</b>	<b>99.204</b>
Gastos de administración	-26.773	-38.080	-47.334	-53.211	-69.094	-53.571
Costos financieros	-5.711	-17.254	-27.070	-23.105	-17.578	-23.823
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>27.705</b>	<b>92.516</b>	<b>10.703</b>	<b>64.318</b>	<b>76.425</b>	<b>35.937</b>
EBITDA	60.553	106.127	107.590	175.195	190.634	124.222

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MM\$ de cada año	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Activos corrientes	187.507	295.866	308.107	369.339	585.574	564.619
Activos no corrientes	385.181	951.454	1.031.697	1.148.761	1.330.664	1.313.986
<b>Total activos</b>	<b>572.688</b>	<b>1.247.320</b>	<b>1.339.804</b>	<b>1.518.100</b>	<b>1.916.238</b>	<b>1.878.605</b>
Pasivos corrientes	210.546	274.418	274.880	241.914	438.663	479.613
Pasivos no corrientes	118.567	453.477	406.808	790.639	782.392	700.348
<b>Total pasivos</b>	<b>329.113</b>	<b>727.895</b>	<b>681.688</b>	<b>1.032.553</b>	<b>1.221.055</b>	<b>1.179.961</b>
Patrimonio	243.575	519.425	658.116	727.461	695.183	698.644
<b>Total patrimonio y pasivos</b>	<b>572.688</b>	<b>1.247.320</b>	<b>1.339.804</b>	<b>1.760.014</b>	<b>1.916.238</b>	<b>1.878.605</b>
Deuda financiera <sup>1</sup>	285.221	598.897	490.916	561.242	765.474	782.650

## Opinión

### Fundamentos de la clasificación

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

El modelo de negocios de **Hortifrut** se desarrolla utilizando filiales de producción propia (Chile, México, España, Brasil, Perú, Marruecos y China), de exportación (Chile, México, Argentina, España, Perú, Marruecos y Portugal), y distribución/comercialización (América de Norte, Europa, Latinoamérica, Asia y otros), con el objetivo de buscar una mayor diversificación de fruta y, a la vez, obtener una mayor integración vertical.

A septiembre de 2022, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 626,7 millones y alcanzó una utilidad de US\$ 35,9 millones, con un EBITDA de US\$ 124,2 millones, mientras que su deuda financiera al cierre del trimestre alcanzó los US\$ 782,7 millones incluyendo los contratos por arrendamiento.

Dentro de las principales fortalezas que dan sustento a la clasificación de riesgo de las líneas de bonos de **Hortifrut** en "Categoría A+", se ha considerado la diversificación geográfica en la comercialización de fruta y sus fuentes de abastecimiento<sup>2</sup>, disminuyendo el riesgo asociado a concentrar sus ingresos en un área determinada y el impacto de las condiciones climáticas sobre la producción de una determinada zona

<sup>1</sup> Considera las cuentas "Otros pasivos financieros, corrientes" + "Otros pasivos financieros, no corrientes" y para los periodos siguientes a 2019 se agrega las cuentas de "pasivos por arrendamiento financiero corriente y no corriente".

<sup>2</sup> Producción propia (terrenos propios y arrendados) y compra a terceros.

geográfica. Además, la empresa ha desarrollado una estrategia de integración vertical que le permite obtener flujos similares en sus tres segmentos (producción, exportación y comercialización). Asimismo, la diversificación en las fuentes de abastecimiento permite a la compañía contar los doce meses del año con fruta fresca cubriendo la demanda durante todo el año, permitiendo posicionar la marca. También su participación en Naturipe Farms, empresa líder en ventas de arándanos en EE. UU., permite a la compañía desarrollar una estrategia de abastecimiento permanente para el mercado estadounidense. Todo esto demuestra la gran escala a la cual opera la compañía, la cual va a seguir creciendo con la consolidación de las operaciones tras la compra de Atlantic Blue.

Además, se reconoce el crecimiento en la escala de producción luego de la adquisición del negocio de arándanos con Grupo Rocío en Perú y la reciente adquisición del 100% de la compañía Atlantic Blue, lo que posibilitó aumentar sus activos productivos en 400 hectáreas en España, 248 en Marruecos y consolidar a Olmos en Perú, operación de la cual se vendió el 75% de la participación, con posterioridad.

Otro aspecto que refuerza la clasificación es 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. Lo anterior, se acentúa dada la adquisición de Atlantic Blue, empresa que posee un programa genético de *berries* y cerezas donde destacan las variedades "Rocio" y "Corona".

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. Esto último, implica aprovechar los períodos de precios más elevados, estrategia que la empresa ha buscado desarrollar.

Finalmente, complementan las fortalezas de **Hortifrut**, la trayectoria y experiencia de la compañía que le permite enfrentar de mejor manera las fluctuaciones propias de 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 los arándanos que se comercializan, se producen en Chile, México y Perú, las frutillas en Chile y Brasil, y las frambuesas en México y Marruecos, lo que implica que situaciones que afecten la producción en forma más excepcional, podrían tener un impacto en la capacidad de la compañía para satisfacer su demanda, dañando el posicionamiento de la marca y su participación de mercado. Sin embargo, el riesgo se ve mitigado dado que, la compañía ha ido aumentando su diversificación con la entrada en operación de los nuevos proyectos de plantación de arándanos en China y México por más de 1.000 hectáreas, y en México, el proyecto en etapas por 250 hectáreas de frambuesas, teniendo una producción en más de siete países de diferentes continentes.

Por otra parte, el que una importante proporción de las ventas se realice a través de la marca Naturipe (54,8% se destinó a América del Norte a septiembre 2022 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 esta compañía 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 y seguridad alimentaria 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 tendría un gran impacto sobre los resultados de la compañía, sin embargo, resulta relevante mencionar que **Hortifrut** posee marcas diferentes a Naturipe que podrían ayudar a minimizar este impacto.

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 existe una menor diversificación de productos). En todo caso, la clasificación asignada reconoce que el programa genético de **Hortifrut** ha logrado desarrollar variedades más resistentes (y sigue buscando otras), 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 de arándanos, permite a la empresa diferenciarse y 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 (Ley PACA).

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 produce fruta todo el año gracias a sus programas genéticos y la diversificación geográfica que posee en sus fuentes de abastecimiento y 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 mano de obra y no es posible una buena automatización de las faenas. Asimismo, el factor mano de obra podría hacerse más escaso y encarecerse, lo cual ha sido abordado por la compañía buscando un adecuado manejo de sus recursos humanos considerando el tamaño. Por otro lado, se evaluó la distancia entre Chile, Perú 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. Sin embargo, este riesgo se ve morigerado dada la característica de producción chilena y peruana que es contra la temporada regular del hemisferio norte, por lo que se registran mayores precios, y en consecuencia **Hortifrut** no competiría en forma relevante con productores locales, sino con aquellos provenientes del hemisferio sur, que enfrentan costos similares por concepto de transporte. Por otro lado, la emisora enfrenta riesgos por tipo de cambio, cuyas

variaciones pueden afectar sus utilidades o bien generar descalce de monedas al operar en distintas divisas a las de venta de los productos (dólares, yuanes y euros principalmente).

También es importante tener en cuenta los riesgos que se pueden presentar en los puntos de embarque de la fruta, los cuales de concretarse podrían 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, Perú, México, China y España. 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.

En términos de sostenibilidad **Hortifrut** ha desarrollado programas relacionados a temáticas medioambientales como la conservación de la biodiversidad y polinización (Chile, Perú y México), manejo de residuos (Perú), carbono neutralidad y buena gestión del agua. Esto a través de la creación del área de sostenibilidad.

El *rating* asociado a los títulos accionarios, mantienen su clasificación en Primera Clase Nivel 2, dado exclusivamente al nivel de liquidez bursátil de las acciones de 66,7%, de acuerdo con la última medición observada por esta clasificadora (al mes de noviembre de 2022).

La tendencia de clasificación se califica en "*Estable*", por cuanto en el mediano plazo, en opinión de **Humphreys**, no se visualizan cambios de relevancia en los riesgos que afectan a la compañía. Sin perjuicio de ello, la clasificadora reconoce el crecimiento en la escala de producción (año 2021) y su impacto en la mayor globalización productiva de la compañía, que, por otra parte, ha conllevado a mayores gastos de carácter transitorio; desde esta perspectiva, a futuro el *rating* podría verse favorecido en la medida que se mantenga el crecimiento y se tienda a recuperar los mejores márgenes Ebitda exhibido por la compañía.

## Resumen Fundamentos Clasificación

### Fortalezas centrales

- Diversificación geográfica en la comercialización de fruta y 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.
- Producción contra temporada.

### Fortalezas de apoyo

- Fortaleza de Naturipe Farms, la marca a través de la cual distribuye *berries* en Estados Unidos.
- Potencial de crecimiento por beneficios de salud atribuidos a los *berries*.

### Riesgos considerados

- Producto *commodity* lo hace altamente sensible a las variaciones en su precio y en el precio de productos sustitutos (riesgo de frecuencia e impacto medio-elevado, incluso susceptible de incrementar su impacto dentro de algunos períodos).
- Producción expuesta a factores climáticos y sanitarios (riesgo permanente, con impacto en zonas específicas).
- Lejanía de los centros de consumo (riesgo no significativo).
- Costos laborales, considerando que es una industria intensiva en fuerza laboral (riesgo susceptible de administrar).
- Riesgo de no pago del cliente final (riesgo acotado por política de créditos y uso de seguros, entre otros).
- Descalce de monedas (riesgo susceptible de ser administrado y acotado).

## Hechos recientes

### Resultados a diciembre de 2021

A diciembre de 2021, **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 831,6 millones, con un crecimiento del 21,7% respecto al mismo período de 2020. Dicho aumento se atribuye, principalmente, al incremento del volumen de venta que más que compensó la caída del precio promedio por kilo.

Los costos de venta fueron de US\$ 643,9 millones, aumentando en un 24,6% respecto al año anterior. En tanto, el margen bruto llegó a US\$ 187,8 millones, aumentando 12,8% respecto a diciembre de 2020. Por su parte, el resultado operacional alcanzó los US\$ 76,4 millones, un 18,8% más altos que los US\$ 64,3 millones alcanzados en 2020. En cuanto a los gastos de administración y venta, estos subieron un 29,8% al registrar US\$ 69,1 millones.

El EBITDA alcanzó los US\$ 194,8 millones para el periodo analizado, aumentando un 11,2% con relación a diciembre de 2020.

Finalmente, la deuda financiera de la compañía alcanzó US\$ 765,5 millones superior en un 36,4% a lo exhibido en diciembre de 2020. En tanto, el patrimonio de la compañía alcanzó US\$ 695,2 millones.

## Resultados septiembre de 2022

Al tercer trimestre de 2022, los ingresos aumentaron en 15,6%, por otra parte, el costo de ventas lo hizo en un 24,8%. En conjunto, conllevaron una disminución de un 17,1% en la ganancia bruta, comparado con igual período de 2021. Lo anterior se explica en gran parte por el aumento de costos de logísticos (fletes), costos de insumos (fertilizantes), y costos de mano de obra.

Los gastos de administración sumaron US\$ 53,6 millones, lo que significó un alza de 14,3% con respecto al trimestre acumulado del año pasado. De esta manera, el resultado operacional alcanzó US\$ 35,9 millones, lo que implicó una caída de 22,4% con respecto a lo registrado en igual fecha de 2021.

En tanto, el EBITDA llegó a US\$ 95,3 millones, disminuyendo un 28,9% respecto al igual periodo de 2021. Finalmente, el patrimonio de la compañía es de US\$ 698,6 millones.

# Definición de categorías de riesgo

## Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una 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.

(+) Corresponde a aquellos instrumentos con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

## Primera Clase Nivel 2

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

## Tendencia 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 dispone de una variedad de países a los cuales comercializa su fruta, a través de sus 30 centros de distribución en todo el mundo. Por otra parte, la compañía se abastece de fruta, tanto a través de producción propia (terrenos propios y arrendados) como de adquisición de *berries* a terceros, desde 10 países. A septiembre 2022, la firma exporta fruta<sup>3</sup> desde Perú (57,3% toneladas totales), Chile (7,6%), México (4,6%), España (0,4%), Argentina (0,5%), Marruecos (0,5%), Colombia (0,6%), China (8,9%), y Portugal (0,9%) si bien se observa mayor concentración en Perú, la compañía ha logrado plantar alrededor de 1.300 hectáreas entre China y México, con lo que logra disminuir aún más 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, según los antecedentes proporcionados por el emisor, con lo que atenúa los riesgos asociados al sector agrícola y controla de mejor manera 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. Naturipe Farms es el segundo distribuidor de *berries* más grande del mundo con su marca Naturipe y el primero en arándanos, los *berries* son vendidos a través de un *joint-venture* con Michigan Blueberry Growers Association, Naturipe Berry Growers y Munger Brothers, otras filiales de venta de fruta son Euroberry (Europa), Berrygood (Brasil), Hortifrut Comercial (Chile) y Hortifrut Asia. A lo anterior, se agrega la adquisición del 100% de las acciones de Atlantic Blue, filial con presencia en España, Marruecos y Perú.

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 casi 40 años, lo que le otorga experiencia necesaria para entender de manera acabada el sector, incluyendo los ciclos negativos, le permite 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. Estas medidas permiten aislar la producción

---

<sup>3</sup> Producción propia y compra a terceros.

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 programas genéticos, 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. Estas iniciativas 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.

La reciente adquisición de Atlantic Blue incluye su programa genético de *berries* y cerezas, permitiendo producir frutos frescos de alta calidad. Lo anterior, se transforma en una ventaja competitiva frente a otros productores, y por tanto le ayuda a la empresa a construir una marca más fuerte y 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, dadas las propiedades en la salud que se les atribuye, podría subir su demanda, según el emisor. Adicionalmente, de acuerdo con diversos estudios<sup>4</sup>, se prevé que el mercado mundial de *berries* continúe creciendo, impulsado por la conciencia sobre la salud, el aumento de su uso en el sector de bebidas y confitería y una mayor adopción de los segmentos de belleza y cuidado personal, promoviendo el consumo en diversos países, especialmente en Estados Unidos y Gran Bretaña. 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 reconoce 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 estos participan en el mercado global de frutas, entre las cuales existiría algún grado de sustitución, por cuanto los vegetales tienden a ser un producto más o menos homogéneo, y por tanto son

<sup>4</sup> Mordor Intelligence (Fresh berries market - growth, trends, covid-19 impact, and forecasts (2022 - 2027))

*commodities* afectos a variaciones de precios no controlados por un productor en particular. De hecho, 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 Perú y Chile representan una proporción importante dentro de la producción de arándanos vendidos<sup>5</sup> (71,1% y 10,8%, respectivamente), misma situación que ocurre con México en el caso de las frambuesas (86,1%) y de las moras (100%). 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 sistemas de control de heladas.

**Lejanía de Chile y Perú de centros de consumo:** La distancia existente entre Chile y Perú 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, España y China. Con todo, la lejanía geográfica se ve compensada por el hecho que la producción chilena es contra la temporada regular del hemisferio norte, lo que implica vender en períodos de mayores precios, y, además, no competiría en forma relevante con productores locales, sino más bien con aquellos del hemisferio sur que asumen costos de transporte similares a los de **Hortifrut**.

**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. Cabe señalar, 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 2022 las cuentas por cobrar representan el 28,8% del patrimonio). Al respecto, si bien existe una relativa atomización de la cartera de clientes, es posible que el no pago de la totalidad de una cuenta termine consumiendo buena parte de la generación anual del flujo de caja. Se reconoce, eso sí, que la empresa opera con clientes de buena calidad crediticia (en su mayoría supermercados), y, además, 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 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

---

<sup>5</sup> Sin considerar arándanos orgánicos.

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

### La compañía

**Hortifrut** es una compañía productora, exportadora y comercializadora de *berries* en Chile y el mundo. Está posicionada como uno de los líderes mundiales en arándanos. Dada su diversidad global y geográfica, la empresa 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 especies de *berries* comercializadas incluyen arándanos, frambuesas, moras, cerezas y frutillas las cuales son comercializadas en Norteamérica, Sudamérica, Europa, Asia y otros mercados.

Los *berries* se producen y comercializan a través de sus filiales de producción propia (Chile, México, España, Brasil, Perú, Estados Unidos, Marruecos y China) y de exportación (Chile, México, Argentina, España y Perú). El capital de la sociedad a septiembre de 2022 asciende a US\$ 698,6 millones repartidos en 577.323.671 acciones. La Sociedad es controlada conjuntamente por el Grupo Moller, Grupo Vitalberry y Grupo Quevedo.

### Composición de los flujos

A septiembre de 2022, **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 626,7 millones, provenientes en un 65,9% de la venta de arándanos y 19,0% de la comercialización de productos de valor agregado (corresponde a los congelados).

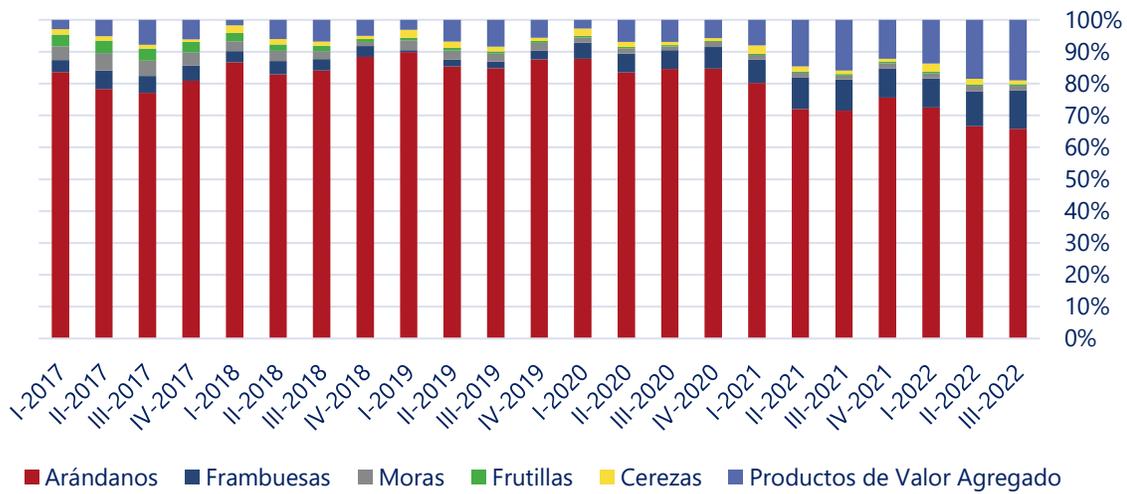


Ilustración 1: Proporción de ingresos por producto

## Antecedentes de producción y comercialización

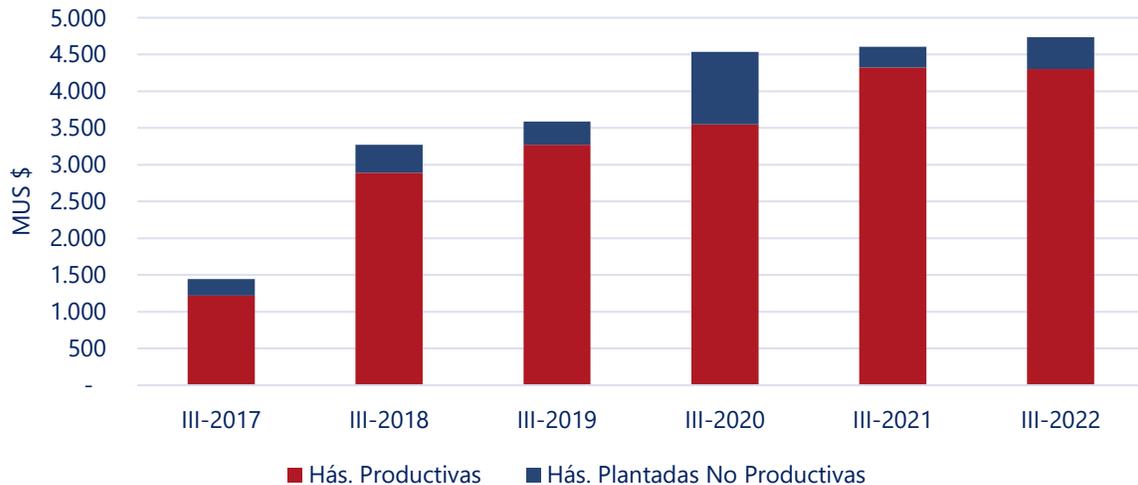
**Hortifrut** opera como productor, exportador y comercializador de *berries*, segmentos que se detallan a continuación:

### Producción

En torno al 85% de las ventas de la empresa se realiza a través de producción propia<sup>6</sup>, 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, Michoacán y Sinaloa), España (Huelva y Aroche), Marruecos (Larache y Agadir), Brasil (Senador Amaral), Perú (Lambayeque y La Libertad), Ecuador (Pichincha), China (Yunnan) y Estados Unidos (California). 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 y Perú aportan la producción de contra estación para dichos mercados.

<sup>6</sup> Temporada 21/22.

**Hortifrut** cuenta con un total de 4.736 hectáreas plantadas de *berries* de las cuales el 90,9% se encuentra en etapa productiva y el resto corresponde a terrenos plantados, pero que aún no están en etapa de producción.



*Ilustración 2:* Has. Productivas y no productivas de **Hortifrut**

Del total de hectáreas plantadas, el cultivo de arándanos, tanto convencional como orgánico, ocupa un 84,5% de la superficie. Las hectáreas restantes se distribuyen entre frambuesas (8,0%), cerezas (5,8%), moras (1,3%) y frutillas (0,4%). El detalle de las hectáreas plantadas de cada especie se detalla en la Tabla 1, mientras que la Tabla 2 presenta el calendario de producción de **Hortifrut** y asociados.

Superficie berries	IV-2013	III-2014	III-2015	III-2016	III-2017	III-2018	III-2019	III-2020	III-2021	III-2022
Arándanos	603	598	626	593	803	2.454	2.570	3.274	3.381	3.595
Arándanos Orgánicos	373	379	342	387	402	621	706	796	667	409
Frambuesas	169	173	185	161	158	104	181	231	233	378
Moras	13	13	14	11	13	13	18	51	59	60
Frutillas	67	67	59	40	62	65	63	27	22	18
Cerezas	7	7	11	7	7	17	52	158	245	276
<b>Total Hectáreas</b>	<b>1.233</b>	<b>1.237</b>	<b>1.237</b>	<b>1.198</b>	<b>1.444</b>	<b>3.274</b>	<b>3.589</b>	<b>4.538</b>	<b>4.606</b>	<b>4.736</b>
<b>Hectáreas Productivas</b>	<b>1.051</b>	<b>1.067</b>	<b>1.084</b>	<b>1.081</b>	<b>1.221</b>	<b>2.892</b>	<b>3.271</b>	<b>3.551</b>	<b>4.325</b>	<b>4.304</b>
<b>Hectáreas Plantadas No Productivas</b>	<b>181</b>	<b>170</b>	<b>153</b>	<b>117</b>	<b>223</b>	<b>381</b>	<b>318</b>	<b>987</b>	<b>281</b>	<b>432</b>

*Tabla 1:* Evolución de superficie de plantación

	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic
<b>Arándanos</b>												
Argentina										X	X	X
Chile												
Uruguay												
Perú												
México												
España												
Marruecos												
China												
USA			X	X	X	X	X	X	X	X		
<b>Frambuesas</b>												
Chile												
México												
España												
Marruecos												
Brasil												
USA												
<b>Moras</b>												
Chile												
México												
España												
Marruecos												
Brasil												
USA												
<b>Frutillas</b>												
Chile												
México												
España												
Brasil												
USA												
<b>Cerezas</b>												
Chile												

X: También producción orgánica.

Tabla 2: *Calendario de producción de Hortifrut*

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, China y España, donde se testean 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 efectos del desarrollo de este programa y como responsable del mismo, la compañía cuenta con un equipo multidisciplinario denominado *Hortifrut Genetics*.

**Hortifrut** también actúa como intermediario exportando producción de terceros, lo que representa el 5,5% de sus exportaciones totales.

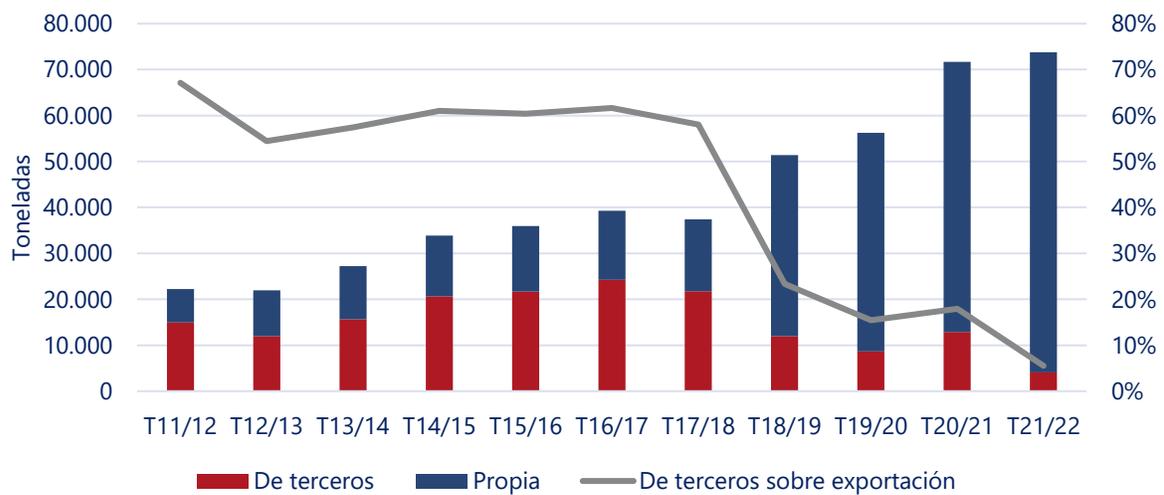


Ilustración 3: Proporción de producción de terceros sobre la exportación

## Exportación

Perú, 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 2021/2022, las exportaciones de **Hortifrut** alcanzaron un total de 73.757 toneladas, aumentando un 2,8% con respecto a la temporada anterior. El 94,5% provino de la producción propia, mientras que el 5,5% restante de terceros.

Con respecto a la oferta de productos, el 83,5% de las exportaciones totales corresponden a arándanos (incluye arándanos orgánicos), el 12,2% a frambuesas, el 2,4% a moras y 1,8% a cerezas.

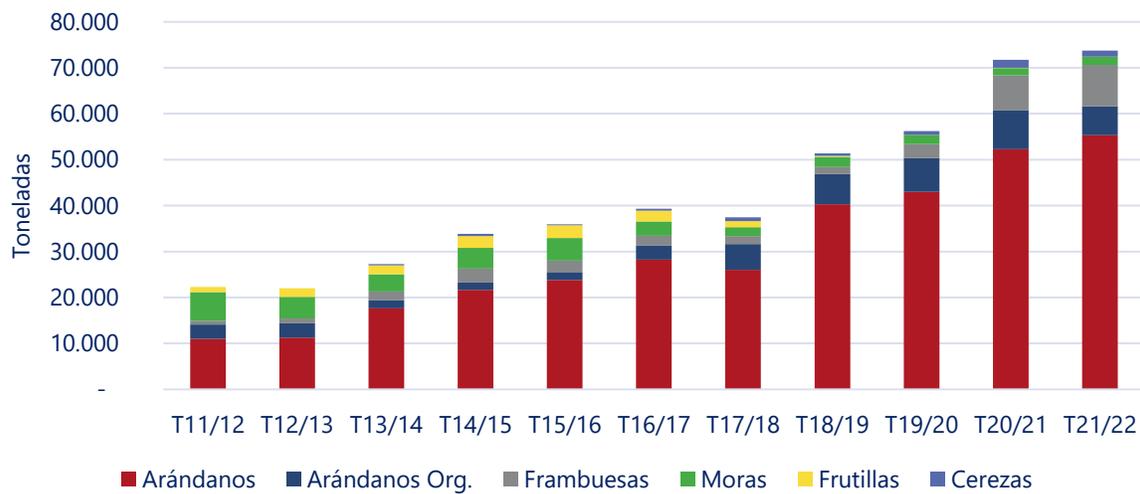


Ilustración 4: Evolución de fruta exportada

## Comercialización

Los principales mercados destinatarios de los productos de **Hortifrut**<sup>7</sup> son América del Norte y Europa, los que en su conjunto representan un 78,0%, seguido por Asia y otros que representa un 13,4% y finalmente América del Sur con un 8,7%, según los reportes a septiembre de 2022.

Distintos vehículos comerciales son los encargados de la comercialización de los *berries* y muchos de ellos actúan a su vez como importadores de la fruta para su posterior distribución. En el caso del mercado asiático, la mayor parte de las exportaciones son distribuidas a empresas o clientes no relacionados con la compañía, quienes se ubican principalmente en Japón, China, Corea del Sur, Taiwán y Hong Kong.

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

### América del Norte

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*, siendo dominante en los arándanos. Las ventas de Naturipe Farms están compuestas principalmente por frutillas, aportadas por el socio Naturipe Berry Growers, y

<sup>7</sup> Entre enero y septiembre de 2022.

arándanos, que constituyen más de la mitad de las ventas totales. Los principales proveedores de arándanos son Michigan Blueberry Growers y Munger Brothers durante la estación norteamericana y **Hortifrut** que aporta los arándanos en contra estación, los cuales provienen principalmente de Chile y Perú.

## Europa

En Europa participa directamente en las actividades de comercialización, producción y de centros de distribución, disponiendo de oferta durante todo el año, siendo sus principales mercados Reino Unido, Alemania, Noruega, Suecia y Holanda. La oferta se complementa desde España y Marruecos con productores de frambuesas, moras y frutillas, garantizando el suministro de *berries* durante el verano europeo. En España **Hortifrut** es el mayor productor de arándanos, actuando a través de Euroberry Marketing y Atlantic Blue.

## Latinoamérica

### 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, restaurants y cafés.

### Chile

La filial Hortifrut Comercial opera en el país en los segmentos de *retail* y *foodservice*. La principal especie comercializada en Chile corresponde a la frutilla, y luego el arándano que se consolidó como el segundo *berry* de mayor venta, sobre la frambuesa y la mora.

### Asia

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

## Análisis financiero<sup>8</sup>

A continuación, se presenta un análisis de la evolución financiera de **Hortifrut**. Todos los estados financieros han sido preparados bajo IFRS.

### Evolución de los ingresos y EBITDA

Al examinar los resultados de la compañía se observa un crecimiento relativamente persistente en el nivel de ingresos, producto del aumento en la producción y exportación. El aumento de los ingresos a septiembre de 2022 se atribuye principalmente al incremento en el volumen de fruta fresca y productos de valor agregado comercializados, este último segmento ha presentado una fuerte demanda en comparación con períodos anteriores.

Asimismo, el EBITDA y el Flujo de caja a largo plazo (FCLP) mostraron un aumento paulatino hasta el año 2021, llegando a los US\$ 194,8 millones y US\$ 155,6 millones, respectivamente. A septiembre de 2022, se observa un aumento del 9,0% en los ingresos, de 9,9% en el FCLP y, una disminución del 19,1% del EBITDA, respecto del mismo periodo del año anterior, disminuyendo el margen EBITDA de 23,4% a 17,0%. La caída del EBITDA se debe al incremento de los costos de venta asociados a la logística, insumos principales de la operación y mano de obra. Además, debido a la compra de Atlantic Blue, nueva operación en Ecuador y crecimiento en México se exhibe un aumento en los gastos de administración. La ilustración 5 presenta el comportamiento que ha presentado el ingreso y el EBITDA de **Hortifrut**.

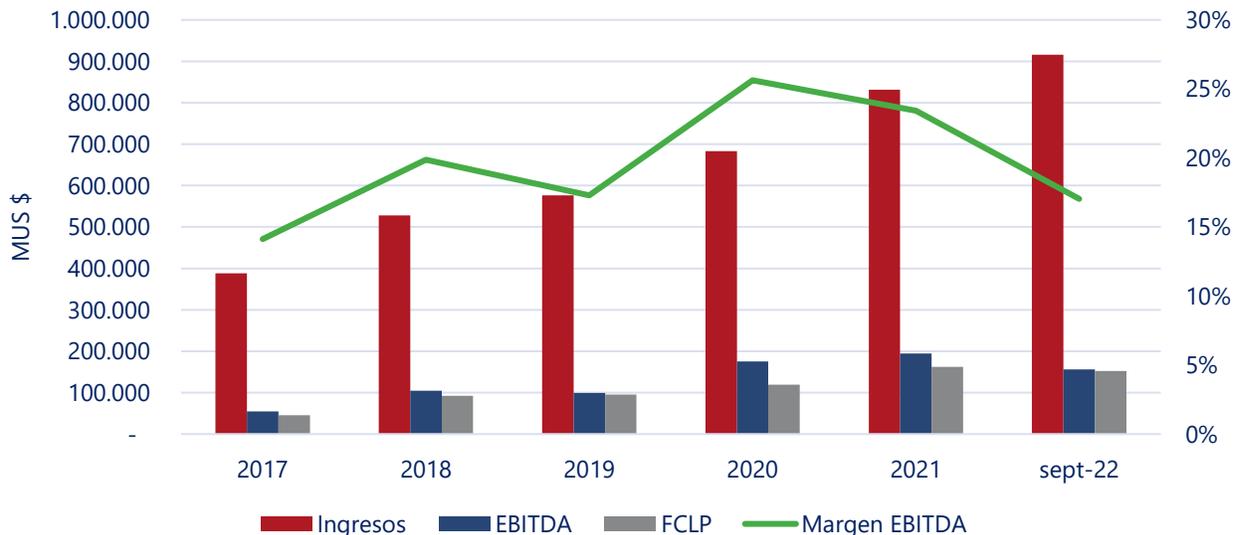


Ilustración 5: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

<sup>8</sup> Para efectos de comparación histórica, las cifras han sido corregidas a pesos del último período. Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a septiembre de 2022.

## Evolución del endeudamiento financiero

A septiembre de 2022, la deuda financiera<sup>9</sup> aumentó un 20,3% respecto al mismo periodo del año anterior, ubicándose en US\$ 782,7 millones, de los cuales un 59,8% corresponde a deuda de largo plazo. Dicho aumento se explica por el financiamiento a inversiones de crecimiento en varios países (China, Portugal, Colombia, Ecuador y Chile), para financiar necesidades de capital de trabajo para el negocio de congelados y fruta fresca y, por el aumento de pasivos por arrendamientos.

La Ilustración 6 muestra la evolución de la deuda financiera, EBITDA y Flujo de Caja de Largo Plazo<sup>10</sup> (FCLP). Adicionalmente se exhibe la deuda financiera sobre EBITDA que aumentó de 3,9 veces en diciembre de 2021 a 5,0 veces en septiembre de 2022.

El indicador Deuda Financiera sobre FCLP ha experimentado un pequeño aumento desde 2020 llegando a 5,13 veces a septiembre de 2022. No obstante, el indicador se ajusta excluyendo rentabilidades del activo pasadas por no ser representativas del desempeño futuro de la compañía. Asimismo, se hace un ajuste del EBITDA del último trimestre, ya que se vio afectado por mayores costos de ventas y administración que a criterio de **Humphreys**, debiesen ser transitorios. Lo anterior, repercute en un indicador de endeudamiento ajustado que alcanza las 4,28 veces, que es a los niveles que debiese ir tendiendo la compañía.

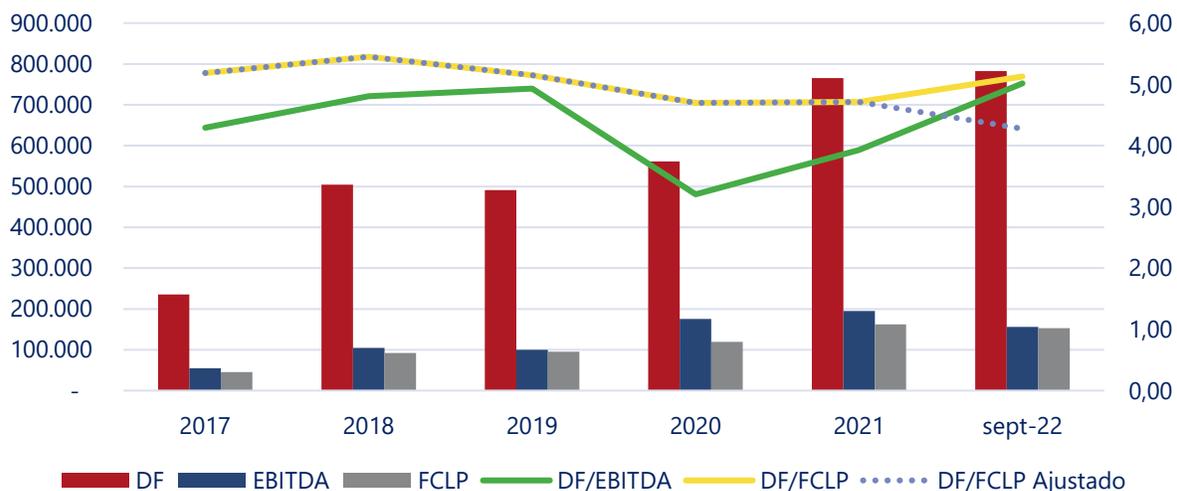


Ilustración 6: Deuda Financiera, EBITDA y FCLP

La Ilustración 7 muestra el perfil de vencimientos de la deuda financiera, donde se observa que los flujos podrían cubrir los pagos comprometidos con holgura, exceptuando los asociados al capital de trabajo (que se cubre en gran parte con la liquidación de inventario) en 2022.

<sup>9</sup> La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos a partir del año 2019.

<sup>10</sup> El FCLP es un indicador determinado por la clasificadora que representa el flujo de caja que debiera generar el emisor como promedio en el largo plazo, antes de dividendos e inversiones, dado su comportamiento pasado y su actual estructura de activos. Es más restrictivo que el EBITDA y no responde a los resultados de un año en particular.



Ilustración 7: Perfil de vencimientos

### Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante<sup>11</sup>, ha mostrado un comportamiento fluctuante, oscilando entre 1,53 y 0,89 veces. A septiembre de 2022 la liquidez alcanza las 1,18 veces una caída de un 12% con respecto a lo observado en diciembre de 2021. Dicha disminución se atribuye a la venta del 75% de la participación en HFE Berries Perú S.A.C. y, por otra parte, los pasivos corrientes aumentan dado el incremento de los pasivos financieros. Su evolución se puede apreciar en la Ilustración 8.

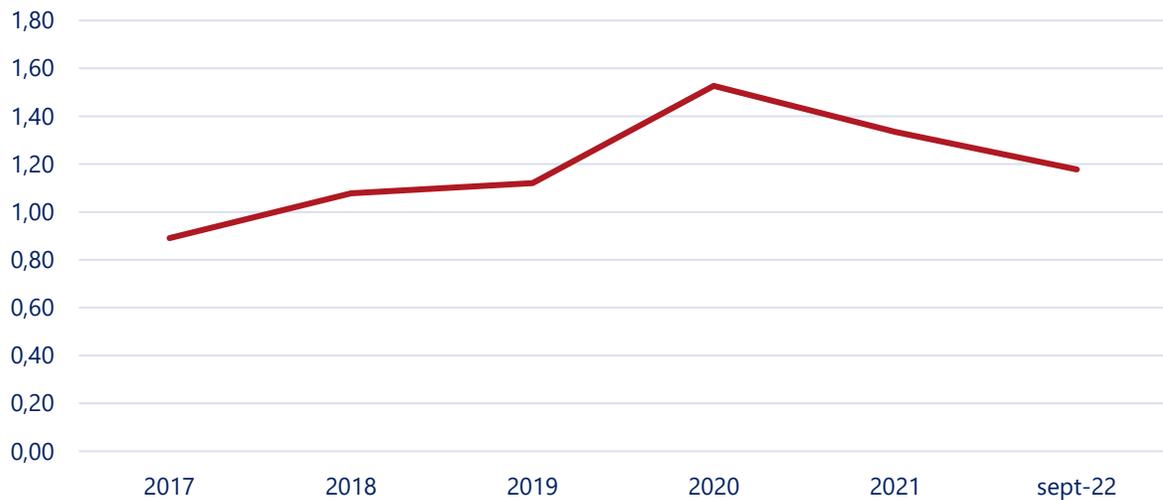


Ilustración 8: Evolución de la razón circulante

<sup>11</sup> Razón circulante = Activo corriente / Pasivo corriente.

## Evolución de la rentabilidad<sup>12</sup>

La rentabilidad de los activos y la del patrimonio se han mantenido más o menos constantes desde 2020 hasta la fecha, no así la rentabilidad operacional que presenta una caída de un 78,4% con respecto a diciembre de 2021. A septiembre de 2022 la rentabilidad de los activos, del patrimonio y operacional son de 3,96%, 9,05% y 1,64%, respectivamente.

La caída de la rentabilidad operacional se debe principalmente a la baja en el resultado operacional, ocasionada por los mayores costos de ventas y gastos de administración. El comportamiento de estos indicadores se puede observar en la Ilustración 9.

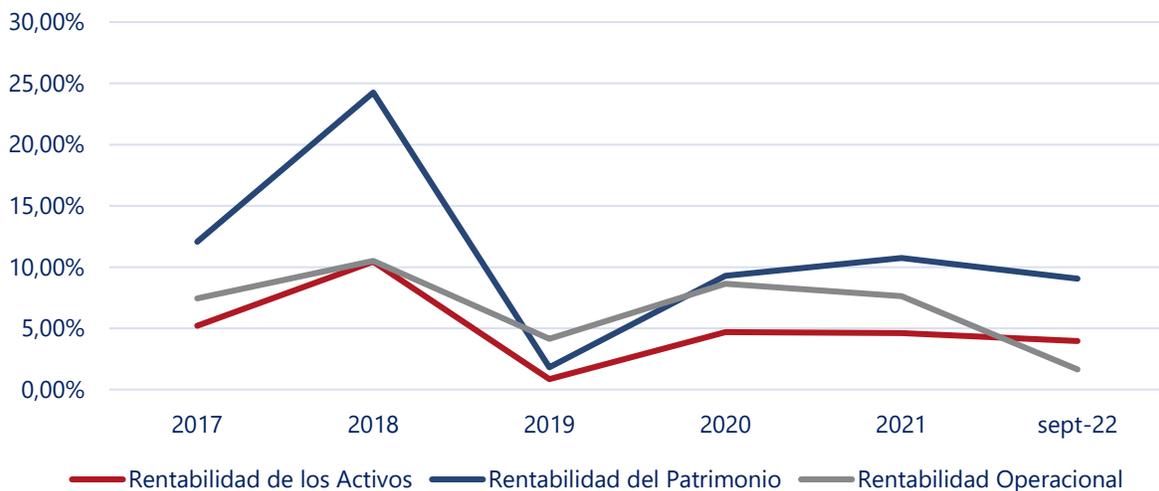


Ilustración 9: Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio

## Desempeño bursátil de la acción

La presencia bursátil promedio de la acción de **Hortifrut**, a noviembre de 2022, es de 66,7%.

<sup>12</sup> Rentabilidad operacional : Resultado operacional/Activos corrientes promedio + Propiedades planta y equipo promedio.  
 Rentabilidad del patrimonio : Ganancia (Pérdida)/Patrimonio total promedio.  
 Rentabilidad total del activo : Ganancia (pérdida)/ Activos totales promedio.

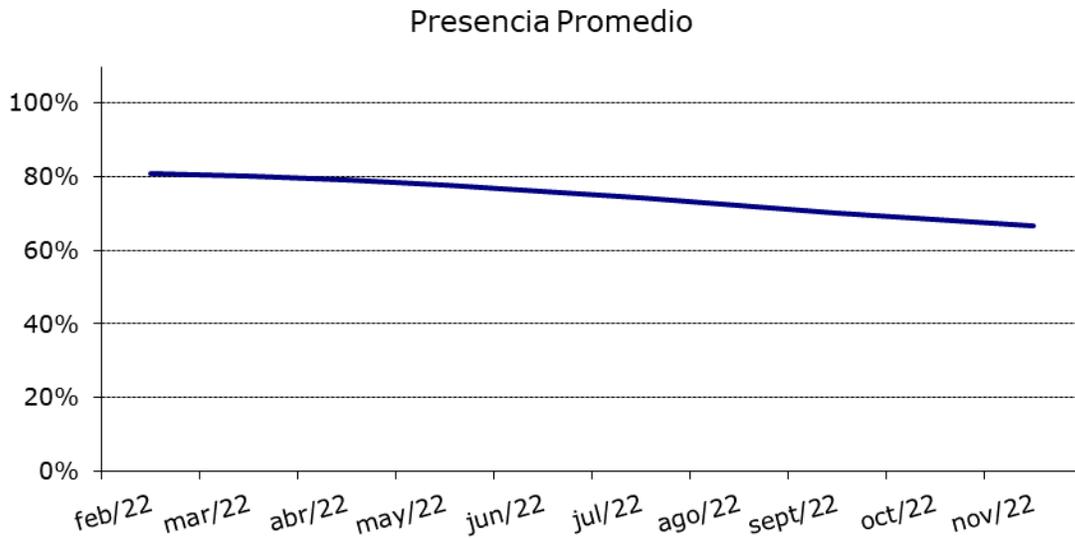


Ilustración 10: Presencia promedio

## Covenants financieros

Covenants financieros			
Líneas de bonos	Límite	jun-22	sept-22
Nivel de Endeudamiento Financiero Neto	Inferior o igual a 1,0 veces, medido a junio de cada año	0,80	No rige covenant
Razón Deuda Financiera Neta a EBITDA	Inferior o igual a: a) 4,5 veces a junio de cada año; b) veces a diciembre de cada año	4,81	No rige covenant
Cobertura de Gastos Financieros	Mayor o igual a 4,0 veces, medido a junio de cada año	5,33	No rige covenant

## Ratios financieros

Ratios de liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Liquidez (veces)	1,28	1,37	1,36	1,49	1,45	1,36
Razón Circulante (Veces)	0,89	1,08	1,12	1,53	1,33	1,18
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,66	0,90	0,89	1,28	1,20	1,04
Razón Ácida (veces)	0,68	0,76	0,86	1,21	1,07	0,87
Rotación de Inventarios (veces)	5,97	5,89	5,39	6,24	5,95	5,28
Promedio Días de Inventarios (días)	61,18	62,01	67,68	58,48	61,33	69,09
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	8,42	6,43	5,93	6,89	5,87	4,58
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	43,33	56,81	61,50	52,97	62,18	79,64
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	6,08	4,37	5,37	4,21	3,59	5,34
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	60,02	83,59	67,91	86,78	101,76	68,36
Diferencia de Días (días)	16,69	26,78	6,40	33,82	39,58	-11,28
Ciclo Económico (días)	-44,49	-35,23	-61,28	-24,66	-21,76	-80,38

Ratios de endeudamiento	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Endeudamiento (veces)	0,57	0,58	0,51	0,52	0,64	0,63
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,35	1,40	1,04	1,09	1,76	1,69
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	1,78	0,61	0,68	0,44	0,56	0,68
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,29	4,80	4,93	3,20	3,93	5,02
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,23	0,21	0,20	0,31	0,25	0,20
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	71,56%	69,25%	72,01%	70,99%	62,69%	66,33%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	5,53%	2,23%	1,34%	1,63%	1,59%	3,17%
Veces que se gana el Interés (veces)	5,67	6,95	0,43	3,31	4,85	2,36

Ratios de rentabilidad	2017	2018	2019	2020	2021	sept-22
Margen Bruto (%)	16,36%	21,58%	17,39%	24,36%	22,58%	18,27%
Margen Neto (%)	7,14%	17,52%	1,86%	9,41%	9,19%	7,21%
Rotación del Activo (%)	67,79%	42,34%	42,99%	45,01%	43,40%	48,76%
Rentabilidad Total del Activo (%)	5,21%	10,44%	0,85%	4,68%	4,62%	3,96%
Inversión de Capital (%)	100,61%	133,49%	118,60%	115,80%	121,60%	121,02%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	-16,85	24,63	17,34	5,36	5,66	10,78
Rentabilidad Operacional (%)	7,45%	10,51%	4,14%	8,65%	7,62%	1,64%

Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	12,05%	24,25%	1,82%	9,28%	10,74%	9,05%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	77,89%	73,02%	73,52%	66,94%	69,07%	73,44%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	83,64%	78,42%	82,61%	75,64%	77,42%	81,73%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	6,90%	7,21%	8,22%	7,79%	8,31%	8,27%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	10,45%	19,60%	7,61%	15,88%	13,38%	3,01%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	14,12%	19,86%	17,28%	25,63%	23,42%	17,03%

*"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 Comisión para el Mercado Financiero 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."*