



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Hortifrut S.A.

Anual y Cambio de Clasificación

ANALISTAS:

Laura Ponce

Paula Acuña

Aldo Reyes

laura.ponce@humphreys.cl

paula.acuna@humphreys.cl

aldo.reyes@humphreys.cl

FECHA

Febrero 2024

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Líneas de bonos y bonos	A+
Tendencia	Estable
Acciones (HF)	Primera Clase Nivel 4¹
Tendencia	Estable
EEFF base	30 de septiembre de 2023

Número y Fecha de 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						
MUS\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Ingresos de actividades ordinarias	528.157	576.045	683.366	831.633	955.979	647.433
Costos de Venta	-414.184	-475.881	-516.928	-643.859	-822.062	-540.433
Margen Bruto	113.973	100.164	166.438	187.774	133.917	107.000
Gastos de administración	-38.080	-47.334	-53.211	-69.094	-76.913	-64.981
Otras ganancias (pérdidas)	60.823	-1.759	-558	3.357	39.160	-8.622
Costos Financieros	-17.254	-27.070	-23.105	-17.578	-35.095	-36.709
Utilidad del ejercicio	92.516	10.703	64.318	76.425	24.317	11.862
EBITDA sin <i>fair value</i>	106.127	105.504	17 5.885	192.403	139.056	90.030

Estados de Situación Financiera Consolidados IFRS						
MUS\$ de cada año	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Activos corrientes	295.866	308.107	369.339	585.574	505.578	489.693
Activos no corrientes	951.454	1.031.697	1.148.761	1.350.932	1.315.186	1.335.122
Total activos	1.247.320	1.339.804	1.518.100	1.936.506	1.820.764	1.824.815
Pasivos corrientes	274.418	274.880	241.914	438.663	385.711	355.047
Pasivos no corrientes	453.477	406.808	548.725	802.660	734.625	762.410
Patrimonio	519.425	658.116	727.461	695.183	700.428	707.358
Total patrimonio y pasivos	1.247.320	1.339.804	1.518.100	1.936.506	1.820.764	1.824.815
Deuda Financiera ²	504.072	490.916	498.270	765.474	729.894	793.179

¹ Clasificación anterior: Primera Clase Nivel 2.

² Desde 2019 considera pasivos por arrendamientos.

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 y está posicionada como una empresa líder a nivel mundial en el mercado de arándanos.

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, 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 2023, la empresa obtuvo ingresos por US\$ 647,4 millones y alcanzó una utilidad de US\$ 11,9 millones, con un EBITDA de US\$ 90,0 millones, mientras que su deuda financiera al cierre del trimestre alcanzó los US\$ 793,2 millones incluyendo los contratos por arrendamiento.

El cambio en la clasificación de los títulos accionarios desde “Primera Clase Nivel 2” a “Primera Clase Nivel 4” responde a que la presencia bursátil promedio de la acción de **Hortifrut**, a noviembre de 2023, es de 0,0% (serie A) y 2,0% (serie B), debido a que PSP Investments y SJF Investment SpA adquirieron el 49,56% de la propiedad de la compañía.

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 abastecimiento³, 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 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.

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,

³ Producción propia (terrenos propios y arrendados) y compra a terceros.

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 (57,4% se destinó a América del Norte a septiembre 2023) 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.

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, esta clasificadora monitoreará la evolución de sus flujos durante los próximos periodos y sus niveles de endeudamiento relativo que a la fecha exhiben cierto deterioro, lo cual se explica por el retraso en la cosecha de fruta fresca, situación que debiese tender a revertirse entre los periodos de marzo y junio de 2024, fecha de término de la temporada 23/24. Con todo, si una vez normalizado el retraso en la cosecha, no se produjese una recuperación de los flujos que permitiesen revertir el aumento observado en el endeudamiento relativo, a futuro el *rating* o su tendencia podrían ser revisados.

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 periodos).
- 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 2022

A diciembre de 2022, **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 956,0 millones, con un crecimiento del 15,0% respecto al mismo período de 2021. Dicho aumento se atribuye, principalmente, al incremento del volumen de venta.

Los costos de venta fueron de US\$ 822,1 millones, aumentando en un 27,7% respecto al año anterior. En tanto, el margen bruto llegó a US\$ 133,9 millones, disminuyendo 28,7% respecto a diciembre de 2021. Por

su parte, el resultado operacional alcanzó los US\$ 55,9 millones, un 54,5% más bajo que los US\$ 122,8 millones alcanzados en 2021. En cuanto a los gastos de administración y venta, estos subieron un 11,3% al registrar US\$ 76,9 millones.

El EBITDA sin *fair value* alcanzó los US\$ 139,1 millones para el periodo analizado, disminuyendo un 11,2% con relación a diciembre de 2021.

Finalmente, la deuda financiera de la compañía alcanzó US\$ 729,9 millones inferior en un 4,6% a lo exhibido en diciembre de 2021. En tanto, el patrimonio de la compañía alcanzó US\$ 700,4 millones.

Resultados septiembre de 2023

Al tercer trimestre de 2023, los ingresos aumentaron en 3,3%, por otra parte, el costo de ventas lo hizo en un 2,4%. En conjunto, conllevaron un aumento de un 7,9% de la ganancia bruta, comparado con igual período de 2022. Lo anterior se explica en gran parte por el mayor aumento de los ingresos con relación a los costos.

Los gastos de administración sumaron US\$ 65,0 millones, lo que significó un alza de 21,3% con respecto al trimestre acumulado del año pasado. De esta manera, el resultado operacional alcanzó US\$ 50,1 millones, lo que implicó un alza de 12,9% con respecto a lo registrado en igual fecha de 2022.

En tanto, el EBITDA sin *fair value* llegó a US\$ 90,0 millones, disminuyendo un 4,8% respecto al igual periodo de 2022. La deuda financiera alcanza los US\$ 793,2 millones a septiembre de 2023 y, el patrimonio de la compañía es de US\$ 707,4 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 4

Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados no reúne los requisitos para clasificar en los niveles Nivel 1, Nivel 2 o Nivel 3.

Tendencia Estable

Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación 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 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 2023, la firma exporta fruta⁴ desde Perú (60,6% toneladas totales), Chile (16,5%), México (11,8%), España (5,9%), Argentina (0,4%), Marruecos (5,4%), Colombia (0,4%), China (9,5%), y Portugal (1,2%) 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 hace 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 con similar origen en caso de brotes de enfermedades o contaminación del producto,

⁴ Producción propia y compra a terceros.

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 estudios⁵, 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 *commodities* afectos a variaciones de precios no controlados por un productor en particular. De hecho, en

⁵ Mordor Intelligence (Fresh berries market - growth, trends, covid-19 impact, and forecasts (2022 - 2027))

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 China representan una proporción importante dentro de la producción de arándanos vendidos⁶ (63,6% y 10,4%, respectivamente), misma situación que ocurre con México en el caso de las frambuesas (78,7%) y de las moras (57,7%). 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, a retrasarse las cosechas 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 2023 las cuentas por cobrar representan el 18,4% 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

⁶ Sin considerar arándanos orgánicos.

anterioridad el vendedor se haya acogido al fideicomiso que establece la ley), y además establece que la recaudación por ventas del vendedor final de estos productos debe destinarse prioritariamente al pago de sus proveedores, lo que beneficia a **Hortifrut**, a través de Naturipe Farms, en Estados Unidos.

Descalce de monedas: Se trata del riesgo por el descalce de monedas que se produce al operar en países con monedas distintas a las de venta, como por los requerimientos de capital necesarios para el crecimiento futuro proyectado por la empresa, tanto en sus cultivos en Chile como en México, España y Perú. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, la política de cobertura mediante uso de derivados financieros permite atenuar el riesgo de descalce de monedas.

Antecedentes generales

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, China y Ecuador) y de exportación (Chile, México, España y Perú). El capital de la sociedad a septiembre de 2023 asciende a US\$ 707,4 millones repartidos en 577.323.671 acciones. La Sociedad es controlada conjuntamente por el Grupo FM, Grupo Vitalberry y Grupo Quevedo.

Composición de los flujos

A septiembre de 2023, **Hortifrut** obtuvo ingresos por US\$ 647,4 millones, provenientes en un 70,0% de la venta de arándanos y 8,8% de la comercialización de productos de valor agregado (corresponde a los congelados).

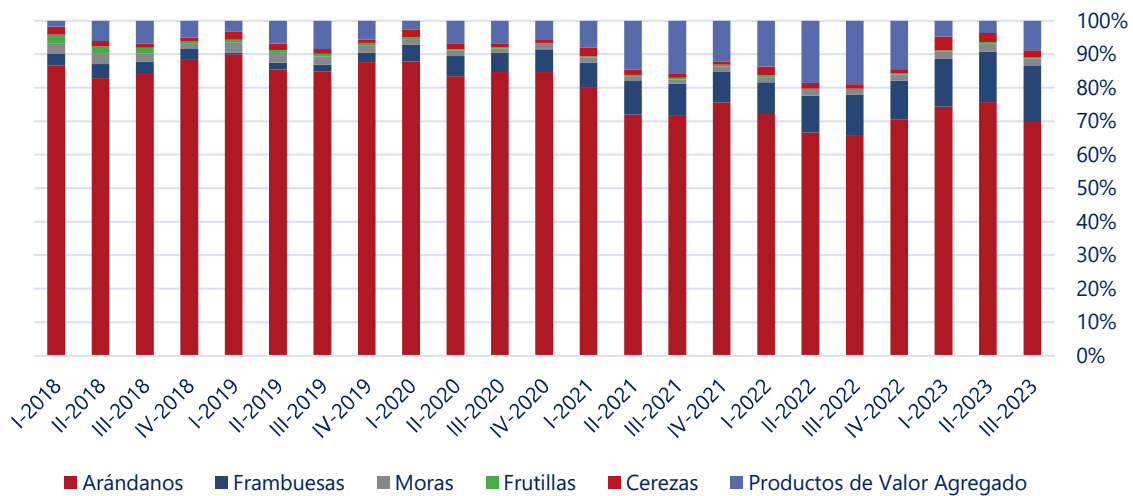


Ilustración 1: Proporción de ingresos por producto

Antecedentes de producción y comercialización

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

Producción

En torno al 80% de las ventas de la empresa corresponde a producción propia⁷, 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.

Hortifrut cuenta con un total de 4.732 hectáreas plantadas de *berries* de las cuales el 95,2% se encuentra en etapa productiva y el resto corresponde a terrenos plantados, pero que aún no están en etapa de producción.

⁷ Temporada 22/23.

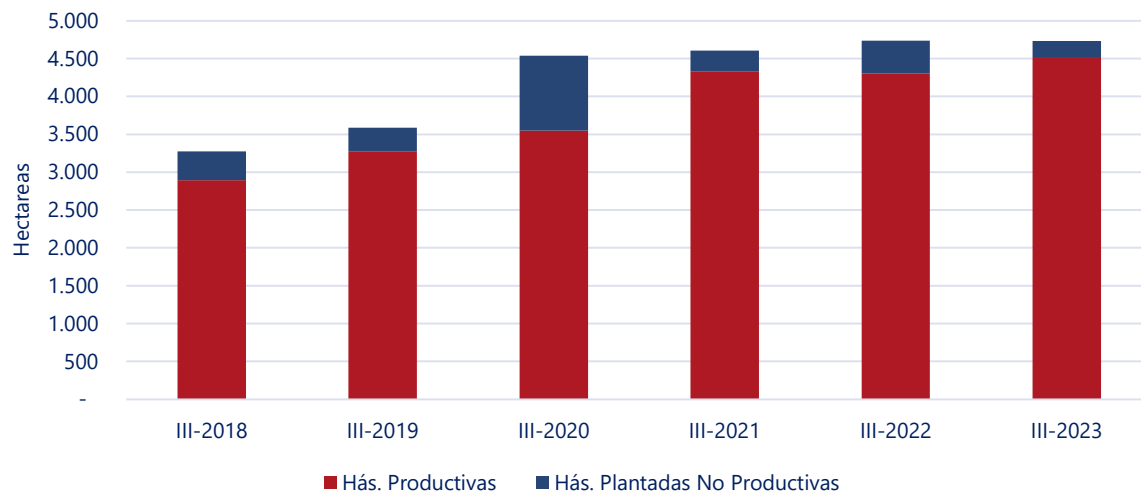


Ilustración 2: Hectáreas Productivas y no productivas de Hortifrut

Del total de hectáreas plantadas, el cultivo de arándanos, tanto convencional como orgánico, ocupa un 83,0% de la superficie. Las hectáreas restantes se distribuyen entre frambuesas (9,8%), cerezas (5,3%), moras (1,4%) y frutillas (0,5%). El detalle de las hectáreas plantadas de cada especie se detalla en la Tabla 1.

Tabla 1: Evolución de superficie de plantación

Superficie berries	III-2018	III-2019	III-2020	III-2021	III-2022	III-2023
Arándanos	2.454	2.570	3.274	3.381	3.595	3.674
Arándanos Org.	621	706	796	667	409	252
Frambuesas	104	181	231	233	378	465
Moras	13	18	51	59	60	65
Frutillas	65	63	27	22	18	26
Cerezas	17	52	158	245	276	251
Total Hás.	3.274	3.589	4.538	4.606	4.736	4.732
Hás. Productivas	2.892	3.271	3.551	4.325	4.304	4.507
Hás. Plantadas No Productivas	381	318	987	281	432	225

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, 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 20,1% de sus exportaciones totales.

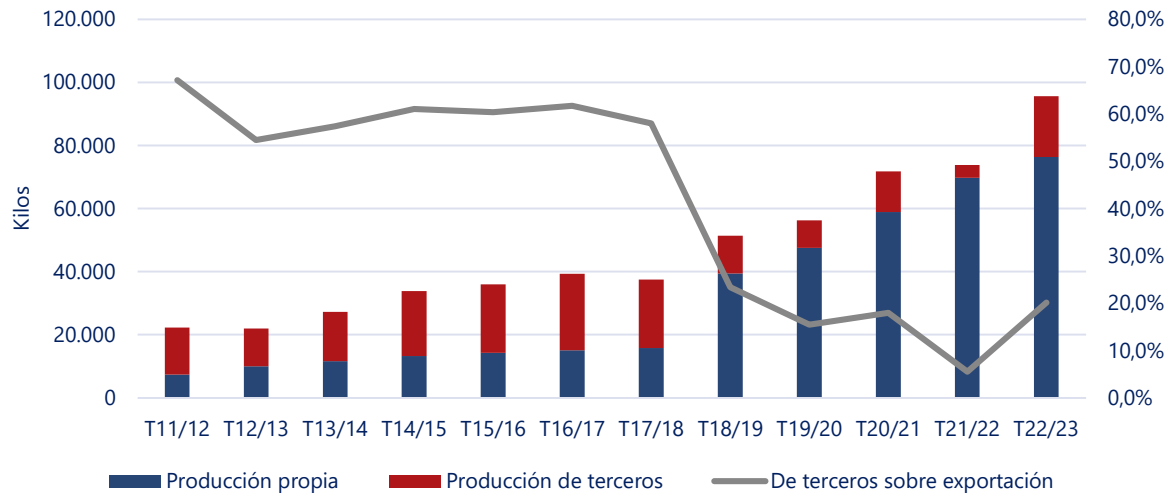


Ilustración 3: Proporción de producción de terceros sobre la exportación

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 2022/2023, las exportaciones de **Hortifrut** alcanzaron un total de 95.570 toneladas, aumentando un 29,6% con respecto a la temporada anterior. El 79,9% provino de la producción propia, mientras que el 20,1% restante de terceros.

Con respecto a la oferta de productos, el 79,3% de las exportaciones totales corresponden a arándanos (incluye arándanos orgánicos), el 14,9% a frambuesas, el 3,2% a moras y 2,6% a cerezas.

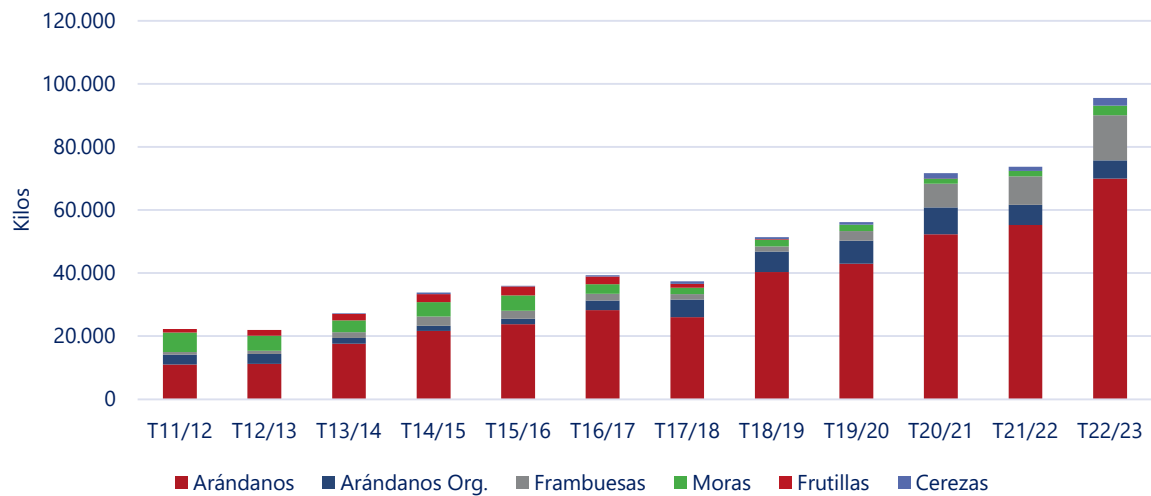


Ilustración 4: Evolución de fruta exportada

Comercialización

Los principales mercados destinatarios de los productos de **Hortifrut**⁸ son América del Norte y Europa, los que en su conjunto representan un 77,7%, seguido por Asia y otros que representa un 16,1% y finalmente América del Sur con un 6,2%, según los reportes a septiembre de 2023.

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 arándanos, que constituyen más de la mitad de las ventas totales. Los principales proveedores de

⁸ Entre enero y septiembre de 2023.

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 financiero⁹ ¹⁰

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

⁹ Para los indicadores de flujo se ha utilizado el año móvil a septiembre de 2023.

¹⁰ Todos los EBITDA y FCLP son sin *fair value*.

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 2023 se atribuye principalmente al incremento de los precios promedios, esto porque los menores volúmenes en el mercado, por el retraso de la cosecha, impulsaron un alza en los precios.

Asimismo, el EBITDA y el Flujo de Caja a Largo Plazo¹¹ (FCLP) mostraron un aumento paulatino hasta el año 2021, donde llegaron a los US\$ 191,8 millones y US\$ 147,9 millones, respectivamente. Este aumento se vio frenado por la baja en el EBITDA a diciembre de 2022 asociada a la venta del 75% de HFE Berries Perú, incremento en los costos de venta (fletes de exportación, fertilizantes, materiales de embalaje y mano de obra), mayores gastos de administración asociados a la compra de Atlantic Blue, nuevas sociedades en Irlanda, nueva operación en Ecuador y crecimiento en México. A septiembre de 2023, se observa un aumento del 2,2% en los ingresos, pero una disminución de 6,3% en el FCLP y, de 0,4% del EBITDA, respecto del mismo periodo del año anterior, en parte por la disminución del margen EBITDA de 14,2% a 13,9%. La caída del EBITDA se debe al incremento de los costos y gastos, como los mayores gastos de administración asociados al refuerzo de la estructura administrativa (genética, tecnología, comunicaciones, marketing, etc.) y al retraso en la cosecha de la temporada 23/24, flujos que debiesen registrarse durante el primer semestre de 2024. La ilustración 5 presenta el comportamiento que ha presentado el ingreso y el EBITDA de **Hortifrut**.

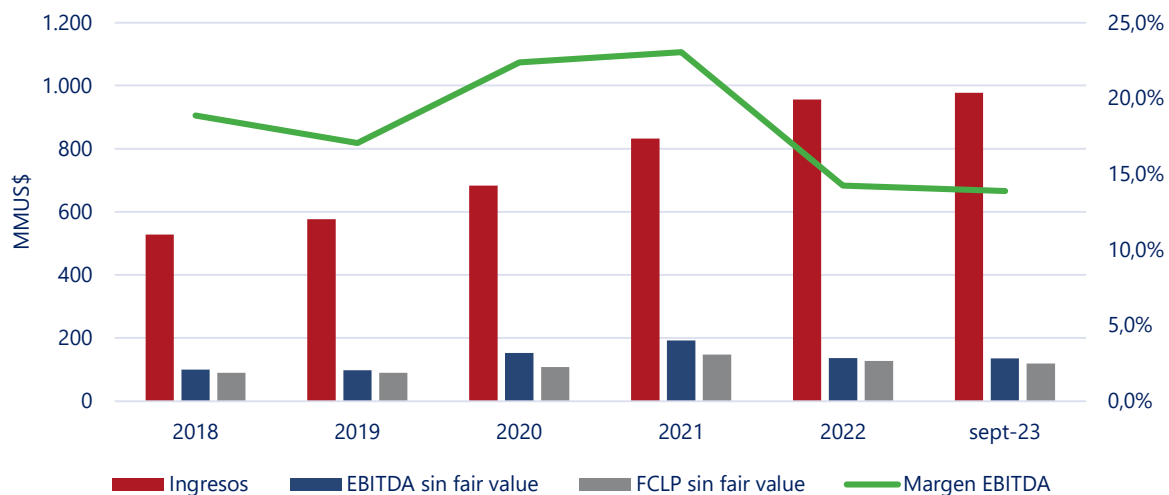


Ilustración 5: Evolución de los ingresos, EBITDA y margen EBITDA

¹¹ 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.

Evolución del endeudamiento

A septiembre de 2023, la deuda financiera¹² aumentó un 8,7% respecto al mismo periodo del año anterior, ubicándose en US\$ 793,2 millones, de los cuales un 66,4% corresponde a deuda de largo plazo. Dicho aumento se explica por el financiamiento a inversiones de crecimiento en varios países (Perú, Chile y México), financiamiento de capital de trabajo y, por el aumento de pasivos por arrendamientos.

En la Ilustración 6 se puede ver la evolución del endeudamiento, medido como pasivo exigible sobre patrimonio, exhibiendo un aumento en 2021 relacionado con la compra de Atlantic Blue. A septiembre de 2023, el endeudamiento alcanza las 1,6 veces aumentando levemente con respecto a diciembre de 2022, atribuido a un aumento de la deuda financiera.

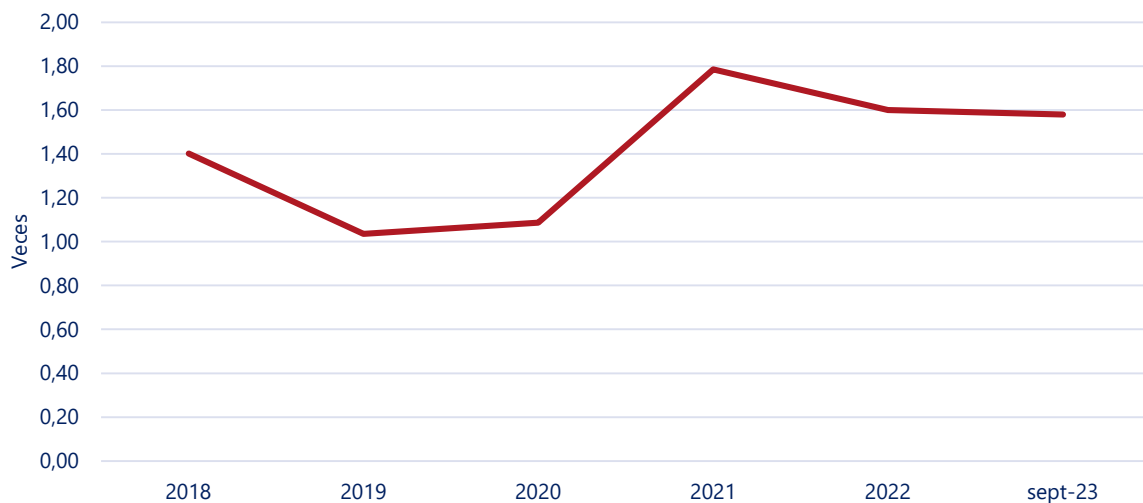


Ilustración 6: Pasivo exigible sobre Patrimonio.

La Ilustración 7 muestra la evolución de la deuda financiera, EBITDA y FCLP. Adicionalmente se exhibe la deuda financiera sobre EBITDA que aumentó de 5,4 veces en diciembre de 2022 a 5,9 veces en septiembre de 2023.

El indicador Deuda Financiera sobre FCLP ha experimentado un aumento desde 2020 llegando a 6,7 veces a septiembre de 2023. No obstante, si se ajusta el ratio disminuyendo la deuda financiera en un 60,0% del inventario¹³ y sin considerar la rentabilidad anual de los activos de 2019, ya que existe un cambio estructural en la compañía tras la compra del Grupo Rocío, el indicador se ubica en las 5,5 veces a septiembre de 2023. Si bien, el indicador muestra una tendencia al alza en los últimos periodos, en especial en la última observación, es explicado por un retraso observado en la cosecha, situación que afecta a la recaudación de flujos a la fecha y al pago de la deuda ligada a capital de trabajo.

¹² La deuda financiera incluye pasivos por arrendamientos a partir del año 2019.

¹³ Esto es porque la deuda financiera corriente asociada a capital de trabajo se cubre en gran parte con liquidación del inventario.

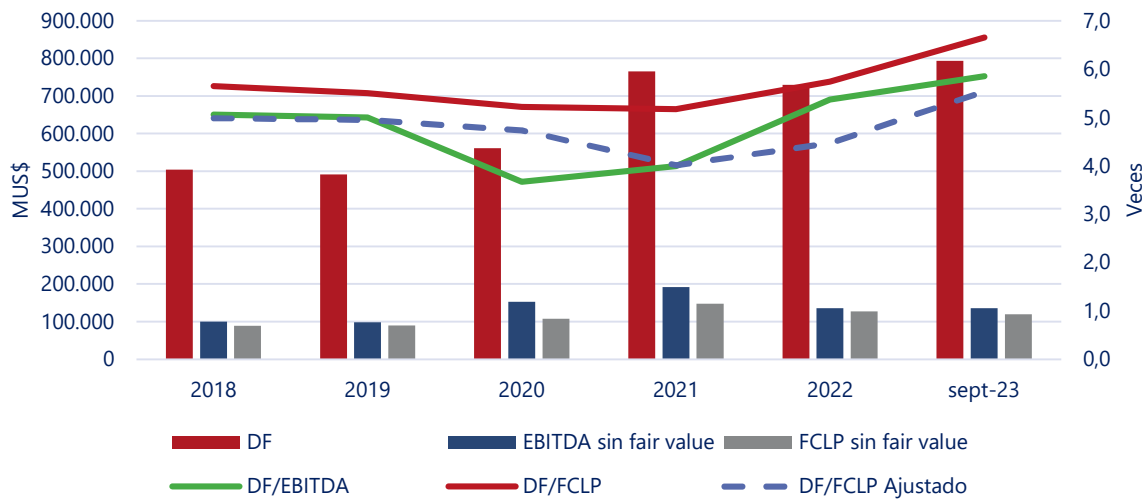


Ilustración 7: Deuda Financiera, EBITDA y FCLP

La Ilustración 8 muestra el perfil de vencimientos de la compañía, donde se observa que los flujos y el EBITDA actual cubren de manera muy estrecha los pagos futuros.

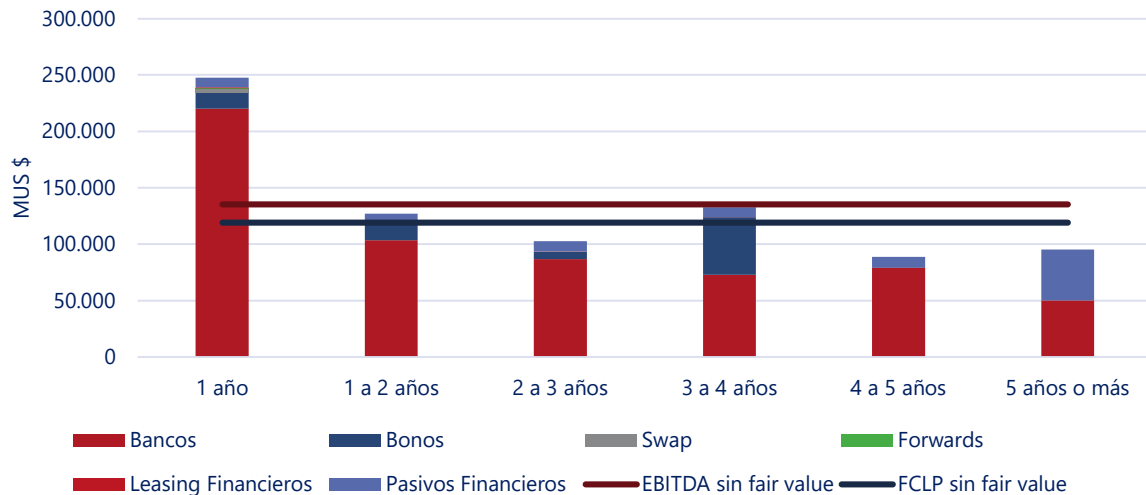


Ilustración 8: Perfil de vencimientos

Evolución de la liquidez

La liquidez, medida como razón circulante¹⁴, ha mostrado un comportamiento fluctuante, oscilando entre 1,1 y 1,5 veces. A septiembre de 2023 la liquidez alcanza las 1,38 veces un aumento de un 5,2% con respecto a lo observado en diciembre de 2022. Dicho aumento se atribuye a la menor reducción de activos

¹⁴ Razón circulante = Activo corriente / Pasivo corriente.

corrientes en relación con la reducción de pasivos corrientes, esto se explica por el término del ciclo de producción y comercialización de la temporada 2022/2023 y, el retraso en el inicio de temporada de 2023/2024 atribuido a la tardanza de volúmenes en Perú. Su evolución se puede apreciar en la Ilustración 8.

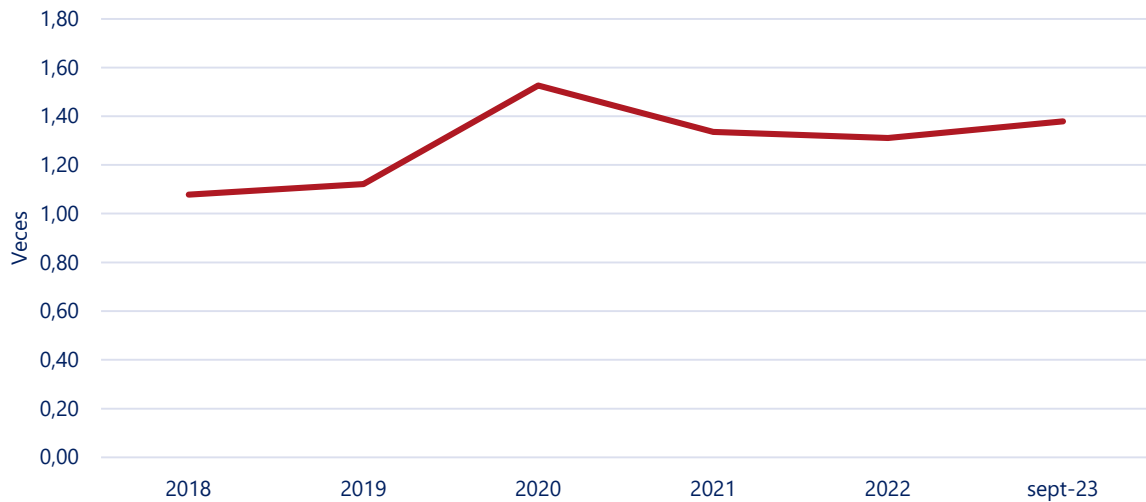


Ilustración 8: Evolución de la razón circulante

Evolución de la rentabilidad¹⁵

La rentabilidad de los activos y la del patrimonio han disminuido considerablemente desde 2021 a hasta la fecha, no así la rentabilidad operacional la cual presenta un alza con respecto a diciembre de 2022. A septiembre de 2023 la rentabilidad de los activos, del patrimonio y operacional son de 0,0%, 0,0% y 3,5%, respectivamente.

La caída de la rentabilidad de los activos y del patrimonio se debe principalmente a la disminución de las ganancias, ocasionada por los mayores costos de ventas y gastos de administración. El comportamiento de estos indicadores se puede observar en la Ilustración 9.

¹⁵ 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.

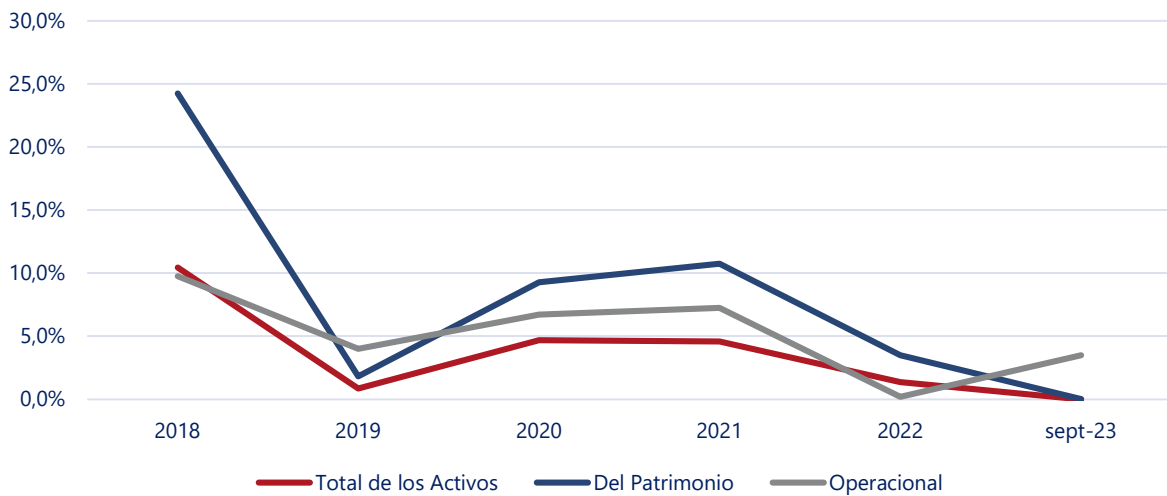


Ilustración 9: Evolución de la rentabilidad del activo, operacional y del patrimonio

Desempeño bursátil de la acción

La presencia bursátil promedio de las acciones de **Hortifrut**, a noviembre de 2023, es de 0,0% (serie A) y 2,0% (serie B), debido a que PSP Investments y SJF Investment SpA adquirieron el 49,56% de la propiedad de la compañía.

Presencia Promedio

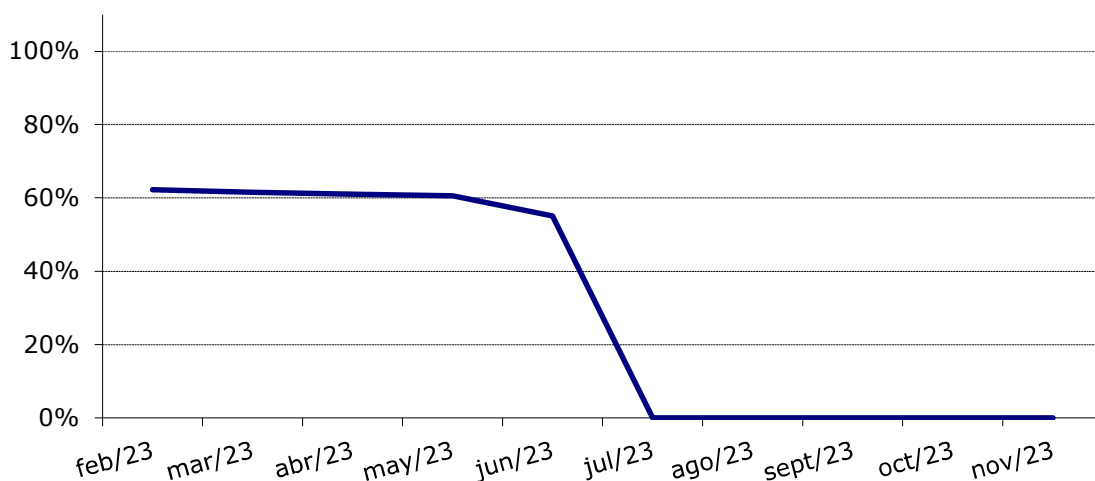


Ilustración 10: Presencia promedio

Covenants financieros

Líneas de bonos	Covenants financieros		
	Límite	jun-23	sept-23
Deuda Financiera Neta a EBITDA	Superior a 4,50	4,07	No rige covenant
Cobertura de Gastos Financieros	Inferior a 4,02	4,02	No rige covenant
Endeudamiento Financiero	Superior a 1,00	0,81	No rige covenant

Ratios financieros

Ratios de liquidez	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Liquidez (veces)	1,37	1,36	1,49	1,45	1,29	1,29
Razón Circulante (Veces)	1,08	1,12	1,53	1,33	1,31	1,38
Razón Circ. (s/CxC a Emp. Relac.) (veces)	0,90	0,89	1,28	1,20	1,18	1,25
Razón Ácida (veces)	0,76	0,86	1,21	1,07	0,91	0,99
Rotación de Inventarios (veces)	5,89	5,39	6,24	5,95	5,51	5,28
Promedio Días de Inventarios (días)	62,01	67,68	58,48	61,33	66,21	69,13
Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	6,43	5,93	6,89	5,87	6,14	7,51
Promedio Días de Cuentas por Cobrar (días)	56,81	61,50	52,97	62,18	59,40	48,60
Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	4,37	5,37	4,21	3,59	4,96	8,26
Promedio Días de Cuentas por Pagar (días)	83,59	67,91	86,78	101,76	73,63	44,18
Diferencia de Días (días)	26,78	6,40	33,82	39,58	14,23	-4,42
Ciclo Económico (días)	-35,23	-61,28	-24,66	-21,76	-51,99	-73,54

Ratios de endeudamiento	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Endeudamiento (veces)	0,58	0,51	0,52	0,64	0,62	0,61
Pasivo Exigible sobre Patrimonio (veces)	1,40	1,04	1,09	1,79	1,60	1,58
Pasivo Corto Plazo a Largo Plazo (veces)	0,61	0,68	0,44	0,55	0,53	0,47
Período Pago de Deuda Financiera (veces)	4,80	4,93	3,20	3,93	5,30	5,61
EBITDA sobre Deuda Financiera (veces)	0,20	0,20	0,27	0,25	0,19	0,17
Porción Relativa Bancos y Bonos (%)	69,25%	72,01%	70,99%	61,67%	65,15%	70,98%
Deuda Relacionada sobre Pasivos (%)	2,23%	1,34%	1,63%	1,56%	1,71%	0,98%
Veces que se gana el Interés (veces)	6,95	0,43	3,31	4,85	0,61	-0,36

Ratios de rentabilidad	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Margen Bruto (%)	21,58%	17,39%	24,36%	22,58%	14,01%	14,51%
Margen Neto (%)	17,52%	1,86%	9,41%	9,19%	2,54%	0,02%
Rotación del Activo (%)	42,34%	42,99%	45,01%	42,95%	52,50%	53,52%

Rentabilidad Total del Activo (%) ¹⁶	10,44%	0,85%	4,68%	4,59%	1,35%	0,01%
Rentabilidad Total del Activo (%)	10,17%	0,83%	4,50%	4,42%	1,29%	0,01%
Inversión de Capital (%)	133,49%	118,60%	115,80%	129,19%	121,73%	119,85%
Ingresos por Capital de Trabajo (veces)	24,63	17,34	5,36	5,66	7,98	7,25
Rentabilidad Operacional (%)	9,76%	4,01%	6,71%	7,24%	0,21%	3,48%
Rentabilidad Sobre Patrimonio (%)	24,25%	1,82%	9,28%	10,74%	3,48%	0,03%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. dsctada.) (%)	73,02%	73,52%	66,94%	69,07%	77,77%	77,73%
Cto. de Exp. sobre Ing. de Exp. (dep. sin dsctar.) (%)	78,42%	82,61%	75,64%	77,42%	85,99%	85,49%
Gtos. Adm. y Vta. sobre Ing. de Exp. (%)	7,21%	8,22%	7,79%	8,31%	8,05%	9,04%
ROCE (Return Over Capital Employed) (%)	19,60%	7,61%	15,88%	13,38%	0,14%	8,08%
E.B.I.T.D.A. a Ingresos (%)	18,86%	17,04%	22,37%	23,06%	14,23%	13,87%

	2018	2019	2020	2021	2022	sept-23
Ctas. X Cob. Emp. Relac. sobre Patrimonio (%)	10,12%	10,13%	8,83%	8,80%	7,38%	6,66%
Terrenos sobre Pasivos Totales (%)	9,75%	11,64%	10,18%	7,41%	8,16%	8,17%
Invers. Valor Patrim. Proporción sobre Activos (%)	2,36%	0,89%	0,72%	0,51%	1,82%	2,29%
Capital sobre Patrimonio (%)	66,84%	71,75%	64,91%	67,93%	67,42%	66,76%

"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."

¹⁶ Activos en Ejecución Descontados.