

## ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

Al 31 de Diciembre de 2014

(Valores expresados en miles de dólares – MUS\$)

### Resumen Ejecutivo

Durante el año 2014 se generaron pérdidas por **MUS\$14.021**, comparadas con utilidades el año anterior por **MUS\$7.236**, principalmente por efecto de la cosecha anticipada a bajos pesos del centro Traiguén 1, por verse afectado por presencia de virus ISA y a un menor efecto en el ajuste de Fair Value de los activos biológicos por **MUS\$17.456**. El EBITDA sin Fair Value fue de **MUS\$5.638**, un valor inferior respecto al mismo período del año anterior, donde alcanzó los **MUS\$10.685**.

Analizando solamente el segmento salmón, el EBIT sin Fair Value del año 2014 fue de **MUS\$-6.387**. Respecto al EBITDA sin Fair Value, este alcanzó un valor a Diciembre de 2014 de **MUS\$5.092**, lo que significa una diferencia de **MUS\$6.657** respecto a los **MUS\$11.749** del mismo período del 2013.

Las ventas acumuladas consolidadas a Diciembre del 2014, alcanzaron los **US\$99,5 millones**. Esta cifra representa una disminución de 26% comparado con igual periodo del 2013, donde el nivel de ventas llegó a los **US\$134,7 millones**.

Este menor nivel de facturación, responde al menor nivel de producción de la compañía, que al 31 de Diciembre alcanzó un nivel de cosecha WFE (whole fish equivalent) de **14.820 toneladas**, en comparación con las **21.118 toneladas** del mismo período del año anterior, esto es, una disminución de 30%.

### Ajuste Fair Value (IFRS) Activos Biológicos

La compañía valora su activo biológico (peces vivos en los centros de cultivos de agua mar) al precio de venta vigente al momento de realizar el cálculo de IFRS, menos los costos proyectados de dichos peces al punto de venta, es decir, al momento de su cosecha. Dicho ajuste que se presenta en el Estado de Resultado como una utilidad o pérdida, se elimina completamente (también vía el Estado de Resultado) cuando los peces objeto del ajuste Fair Value son finalmente cosechados y vendidos.

El directorio de Invermar S.A. encargó durante el año 2013, a la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile, la realización de un estudio cuya finalidad fuera analizar el modelo de valoración utilizado por la Compañía para la determinación del valor justo de sus activos biológicos; la consistencia de dicho modelo con la normativa IFRS; y la formulación de eventuales recomendaciones al efecto.

Sobre el particular, el Informe recibido a comienzos del 2014 denominado “Modelo de Valor Razonable de Activo Biológico Invermar”, concluye que el modelo existente en la empresa para el cálculo del valor justo del activo biológico se ajusta a la normativa IFRS.

No obstante lo anterior, el Informe formula ciertas recomendaciones con la finalidad de introducir modificaciones al modelo de valoración señalado, con la finalidad de que éste considere el valor inter temporal de los flujos de ingresos, costos y gastos en la valoración del activo biológico. En concreto, se sugiere corregir el modelo de valoración, trayendo a valor presente los resultados de

cada centro de acuerdo a los meses que le resten para sus respectivas cosechas, utilizando para ello una tasa de descuento mensual.

En el cálculo del Valor Justo del trimestre terminado en Diciembre de 2014, se ha determinado la tasa de descuento recomendada para descontar los flujos futuros y de esta forma incluir la recomendación del estudio de la Universidad de Chile.

$$Ajuste IFRS_t = \sum_{i=1}^T \frac{Ingresos_{it}}{(1+k_0)^{t-i}} - \sum_{i=1}^T \frac{Costos_{it}}{(1+k_0)^{t-i}}$$

$$k_0 = k_p \cdot \frac{P}{V} + k_b \cdot \frac{B}{V} \cdot (1 - \tau_c) \quad k_p = r_f + PRM \cdot \beta_p^{C/D}$$

Tasa ko : 8,05%

Durante el 2014 se han realizado ajustes en forma consolidada por un total de MUS\$15.625 (cuenta Fair Value de activos biológicos del ejercicio). De los ajustes reconocidos en los trimestres anteriores, **MUS\$24.005** se han llevado a costo de venta al 31 de Diciembre de 2014 en la cuenta Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos. La diferencia neta entre ambas cifras arroja una pérdida aproximada de **MUS\$8.380**.

En la siguiente tabla se aprecia el efecto de la aplicación de la tasa de descuento en el ajuste de Fair Value del Segmento Salmones:

Resumen Aplicación NIC 41 Diciembre-2014	Ajuste Antes de VP MUS\$	Ajuste Después de VP MUS\$	Diferencia
Fair Value de activos biológicos del ejercicio	6.892	1.352	- 5.540

De acuerdo a los factores considerados en el modelo, se adjunta un resumen de la sensibilización de la medición del Valor Razonable, ante variaciones de los principales datos de entrada utilizados en la determinación del Fair Value de acuerdo a la Normativa IFRS, al cuarto trimestre de 2014.

Factor	Variación %	Efecto Fair Value en IV Trim 2014
Precios	+1,0%	+ 1.297
Tasa de Descuento	-1,0%	+ 657
Biomasa	+1,0%	+ 1.059
Precio del Alimento	+1,0%	- 312

Valores en MUS\$

A continuación, se presentan los Estados Financieros Consolidados de Invermar S.A. y sus Filiales, bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) o IFRS por sus siglas en inglés, al 31 de Diciembre de 2014.

## ANÁLISIS COMPARATIVO Y EXPLICATIVO DE LAS PRINCIPALES VARIACIONES Y TENDENCIAS

### 1. ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO POR SEGMENTOS

Ganancia (Pérdida) de Operaciones	al 31 de diciembre de 2014 MUS\$			al 31 de diciembre de 2013 MUS\$		
	Total	Salmones	Ostiones	Total	Salmones	Ostiones
Ingresos Ordinarios, Total	99.538	95.049	4.489	134.700	130.760	3.940
Costo de Ventas	(98.306)	(94.270)	(4.036)	(121.433)	(116.957)	(4.476)
<b>Ganancia bruta antes de Fair Value</b>	<b>1.232</b>	<b>779</b>	<b>453</b>	<b>13.267</b>	<b>13.803</b>	<b>(536)</b>
(Cargo) abono a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	(24.005)	(23.538)	(467)	(10.177)	(9.964)	(213)
(Cargo) abono a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos delejercicio	15.625	15.135	490	33.081	32.495	586
<b>Margen bruto.</b>	<b>(7.148)</b>	<b>(7.624)</b>	<b>476</b>	<b>36.171</b>	<b>36.334</b>	<b>(163)</b>
Costos de distribución	(2.316)	(2.316)		(8.135)	(8.135)	-
Gastos de Administración	(5.142)	(4.850)	(292)	(6.098)	(5.041)	(1.057)
Costos Financieros	(5.363)	(5.086)	(277)	(7.526)	(7.212)	(314)
Participación en Ganancia (Pérdida) de Asociadas Contabilizadas por el Método de la Participación	(65)	(65)		879	879	
Diferencias de cambio	2.150	1.976	174	842	767	75
Otras Ganancias (Pérdidas)	(1.985)	(1.967)	(18)	(5.363)	(5.208)	(155)
<b>Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto</b>	<b>(19.869)</b>	<b>(19.932)</b>	<b>63</b>	<b>10.770</b>	<b>12.384</b>	<b>(1.614)</b>
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	5.848	5.730	118	(3.534)	(4.059)	525
<b>Ganancia (Pérdida) Por segmento</b>	<b>(14.021)</b>	<b>(14.202)</b>	<b>181</b>	<b>7.236</b>	<b>8.325</b>	<b>(1.089)</b>

Las ventas acumuladas consolidadas al 31 de Diciembre de 2014, alcanzaron los US\$99,5 millones, representando una disminución de 26% comparado con el mismo período del año 2013.

La disminución de los ingresos se explica por:

El menor volumen de toneladas vendidas alcanzando las 8.414 toneladas de producto final (PF) a Diciembre de 2014, comparadas con las 14.390 toneladas vendidas al mismo período del 2013, que representan una disminución de 42%. De dicho volumen, un 100% correspondió a la producción de salmón atlántico.

Lo anterior estuvo compensado por una recuperación en el nivel de precios durante el primer semestre, respecto del año anterior. Esto responde en parte a un crecimiento más moderado de la oferta de salmón atlántico, acompañado además por una disminución en la producción de salmón coho y trucha.

En cuanto a la evolución de precios en los principales mercados, durante este cuarto trimestre el precio promedio del filete de salmón Atlántico fresco en EEUU tuvo una disminución de 16% respecto a igual trimestre del año anterior y una disminución de 15% respecto al tercer trimestre de 2014, llegando a fines de Diciembre a niveles de USD/LB 3.75.

### Efecto cosecha anticipada Centro Traiguén 1:

El día 24 de enero de 2014, la Compañía fue notificada por el Servicio Nacional de Pesca y Acuicultura Sernapesca que el sitio de agua de mar, Traiguén I, ubicado en el barrio 9A en la X Región de los Lagos, había sido declarado "sospechoso" por el virus de la anemia infecciosa de salmón (ISAv) en un control de pruebas de rutina.

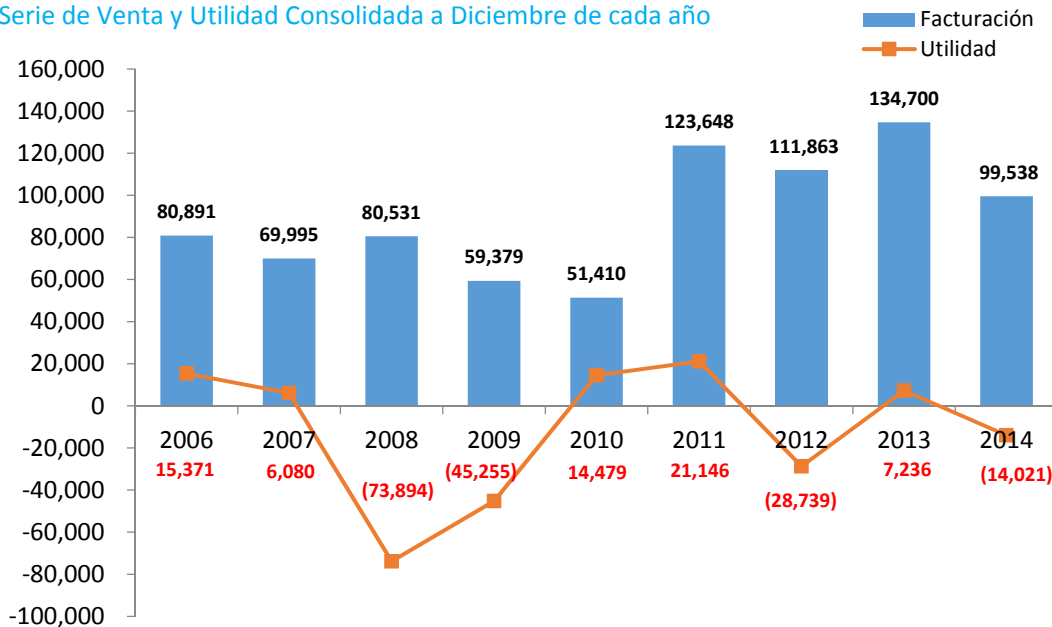
Sernapesca emitió el día 12 de Febrero de 2014 la Resolución Exenta 227, declarando emergencia sanitaria en la Macrozona número 3, donde se encuentra el Centro de Agua de Mar Traiguén I. Bajo esta resolución, se exige la medida de cosecha anticipada o eliminación de la totalidad de los centros declarados en brote en un plazo de 30 días.

Dado lo anterior, Invermar S.A. interpuso el día 27 de Febrero el Recurso de Protección N°470-2014 ante la Corte de Apelaciones de Valparaíso, a fin de solicitar una orden de No Innovar en el proceso, suspendiendo los efectos de la Resolución Exenta N°227-2014 de Sernapesca, el que fue concedido e informado a las partes el día 28 de Febrero de 2014.

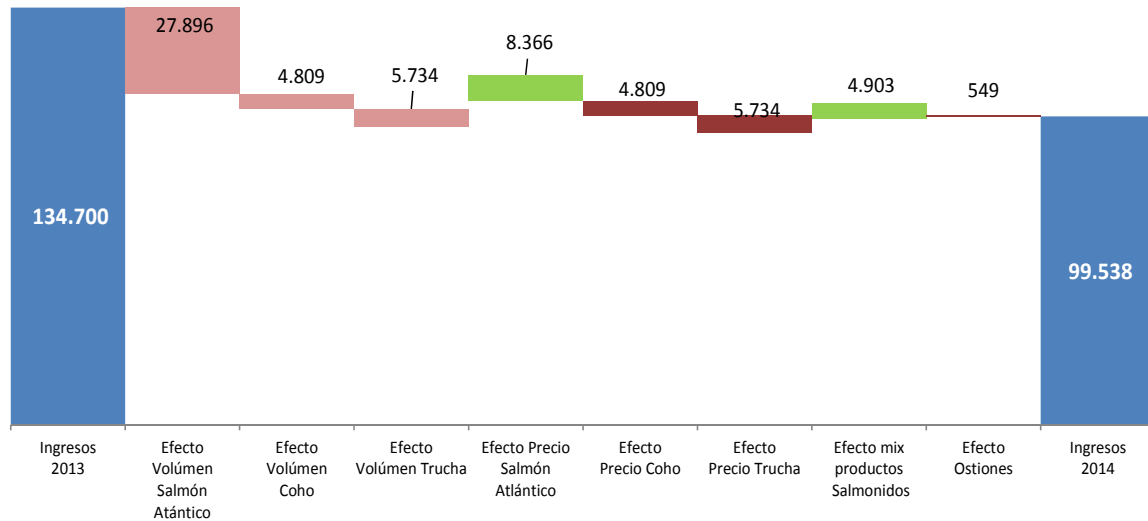
Con fecha 23 de abril de 2014, Sernapesca emitió el oficio ordinario N° 040794, por el cual resolvió dictaminar la obligatoriedad de cosechar o eliminar la totalidad de los peces del centro Traiguén I.

Al momento de la declaración del decreto de emergencia sanitaria, el peso promedio del centro Traiguén I era de 1,05 kg, y como resultado de la orden de no innovar, el centro pudo aumentar su biomasa hasta un peso de 2,71 kg a la fecha final de cosecha en Mayo de 2014. Sin embargo, esta cosecha anticipada, a un peso neto promedio de 2,18 kg, implicó una pérdida de biomasa de 2.333 toneladas sobre la proyección de 4.116 toneladas del centro a término de cosecha, lo que implica menores ingresos por MUS\$12.449 y menor margen por MUS\$2.472 en el primer semestre de 2014. Este cálculo se basa en la proyección original del centro por MUS\$22.800.

Serie de Venta y Utilidad Consolidada a Diciembre de cada año



### Descomposición Ingresos Ordinarios (MUS\$)



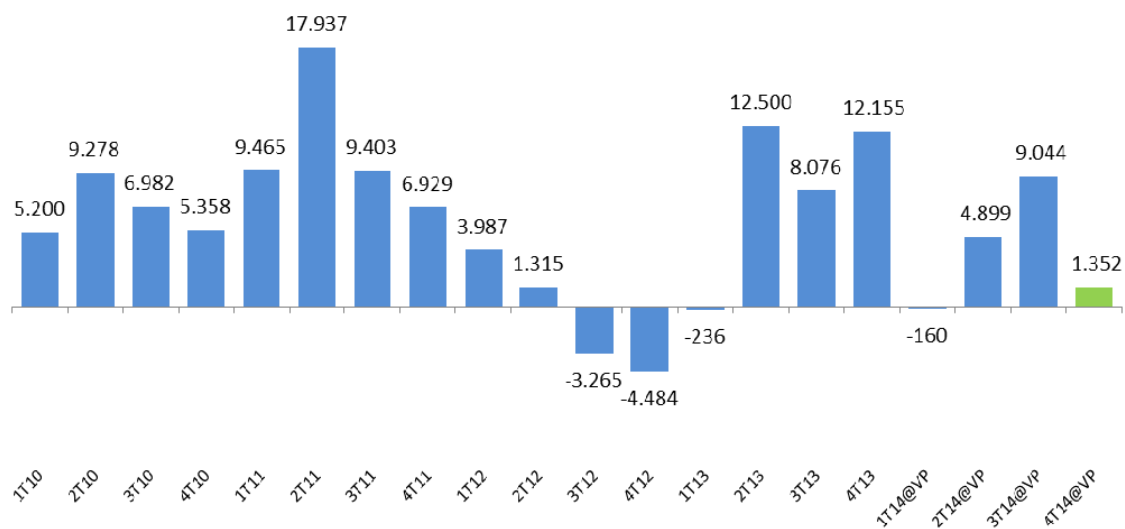
### Efecto de ajuste Fair Value en los activos Biológicos

La cuenta (Cargo) abono a resultados por Fair Value de activos biológicos del ejercicio indica los ingresos que devenga la compañía al realizar el ajuste del activo biológico, es decir, valorizar la biomasa de los peces en mar al punto de venta a los precios vigentes a cada fecha. Al 31 de Diciembre de 2014 la compañía ha devengado en el segmento salmones, una ganancia de MUS\$15.135, comparado con una ganancia de MUS\$32.495 al mismo periodo de 2013 (gráfico). En el caso del segmento ostiones, el ajuste por IFRS ha sido una ganancia de MUS\$490, en comparación con una ganancia de MUS\$586 del año anterior.

En cambio, la cuenta (Cargo) abono a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos, corresponde a la porción del ajuste realizado al activo biológico (párrafo anterior) sobre la biomasa cosechada y vendida. En 2014, la compañía ha reconocido la pérdida de MUS\$24.005, superior a la pérdida de MUS\$10.177 del año 2013 en el segmento salmones.

El efecto neto entre el ajuste asociado a la biomasa existente y la porción sobre la biomasa cosechada y vendida, descritos anteriormente, representa el efecto total en los estados de resultados del Fair Value. En ese sentido, el efecto neto consolidado entre ambas cuentas significó una pérdida a Diciembre de 2014 de MUS\$8.380 comparado con la ganancia de MUS\$22.904 registrada en el mismo período del 2013.

Ajuste Activos Biológicos (Salmones) por Trimestre (MUS\$)



A continuación se presenta la distribución de ajuste de activos biológicos por especie:

Especie	Fair Value del Ejercicio		F V Cosechados y Vendidos	
	31-dic-14	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-13
Salmón Atlántico	15.135	32.495	(23.538)	(15.221)
Salmón Coho	-	-	-	843
Trucha	-	-	-	4.412
Ostiones	490	586	(467)	(212)
<b>TOTAL</b>	<b>15.625</b>	<b>33.081</b>	<b>(24.005)</b>	<b>(10.177)</b>

Valores en MUS\$

## Análisis del Negocio de Salmónidos sin el efecto IFRS y utilizando precios FOB

La descomposición del EBITDA y el Margen por producto se detalla a continuación:

<b>RESUMEN VENTAS Y MARGENES</b>						
<i>Item</i>	<i>Total 2013</i>	<i>Trim I 2014</i>	<i>Trim II 2014</i>	<i>Trim III 2014</i>	<i>Trim IV 2014</i>	<i>Total 2014</i>
<b>Ventas por Producto FOB (MUS\$)</b>						
ATLANTICO	104.999	19.779	20.041	25.202	18.163	83.185
COHO	4.809	0	0	0	0	0
TRUCHA	5.734	0	0	0	0	0
<b>TOTAL VENTAS FOB (MUS\$)</b>	<b>115.541</b>	<b>19.779</b>	<b>20.041</b>	<b>25.202</b>	<b>18.163</b>	<b>83.185</b>
<b>Ventas por Producto (Ton neta)</b>						
ATLANTICO	11.461	2.050	1.838	2.464	2.064	8.415
COHO	1.610	0	0	0	0	0
TRUCHA	1.320	0	0	0	0	0
<b>TOTAL VENTAS POR PRODUCTO</b>	<b>14.391</b>	<b>2.050</b>	<b>1.838</b>	<b>2.464</b>	<b>2.064</b>	<b>8.415</b>
<b>Precio de Venta Promedio FOB (US\$/kg)</b>						
ATLANTICO	9,16	9,65	10,91	10,23	8,80	9,88
COHO	2,99	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TRUCHA	4,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Costo Promedio de Venta US\$</b>						
ATLANTICO	89.121	17.720	19.373	24.239	17.619	78.952
COHO	6.478	0	0	0	0	0
TRUCHA	8.704	0	0	0	0	0
<b>Total costo promedio de venta</b>	<b>104.303</b>	<b>17.720</b>	<b>19.373</b>	<b>24.239</b>	<b>17.619</b>	<b>78.952</b>
<b>Costo Promedio de Venta (US\$/kg)</b>						
ATLANTICO	7,78	8,64	10,54	9,84	8,54	9,38
COHO	4,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
TRUCHA	6,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Margen de Venta FOB (USD)</b>						
ATLANTICO	15.882	2.059	667	963	544	4.233
COHO	-1.669	0	0	0	0	0
TRUCHA	-2.970	0	0	0	0	0
OTROS INGRESOS (COSTOS)	2.560	-45	-1.693	-1.126	-590	-3.454
<b>TOTAL MARGEN BRUTO (MUS\$)</b>	<b>13.802</b>	<b>2.014</b>	<b>-1.026</b>	<b>-163</b>	<b>-46</b>	<b>779</b>
<b>GASTOS ADM y COSTOS DE DIST (SALMON)</b>	<b>13.177</b>	<b>1.822</b>	<b>2.330</b>	<b>1.445</b>	<b>1.569</b>	<b>7.166</b>
<b>RESULTADO OPERACIONAL (EBIT)</b>	<b>626</b>	<b>193</b>	<b>-3.356</b>	<b>-1.608</b>	<b>-1.615</b>	<b>-6.387</b>
<b>EBIT x TONELADAS VENDIDAS</b>	<b>0,04</b>	<b>0,09</b>	<b>-1,83</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,78</b>	<b>-0,76</b>
<b>EBIT x TONELADAS COSECHADAS</b>	<b>0,03</b>	<b>0,06</b>	<b>-1,00</b>	<b>-0,39</b>	<b>-0,40</b>	<b>-0,43</b>
<b>DEPRECIACION (SOLO SALMON)</b>	<b>11.123</b>	<b>3.004</b>	<b>2.923</b>	<b>2.777</b>	<b>2.634</b>	<b>11.338</b>
<b>TOTAL TON NETAS COSECHADAS</b>	<b>22.118</b>	<b>3.232</b>	<b>3.370</b>	<b>4.130</b>	<b>4.088</b>	<b>14.820</b>
<b>EBITDA</b>	<b>11.748</b>	<b>3.196</b>	<b>-</b>	<b>433</b>	<b>1.169</b>	<b>1.019</b>
<b>EBITDA x TONELADAS VENDIDAS</b>	<b>0,82</b>	<b>1,56</b>	<b>-0,24</b>	<b>0,47</b>	<b>0,49</b>	<b>0,59</b>
<b>EBITDA x TONELADAS COSECHADAS</b>	<b>0,53</b>	<b>0,99</b>	<b>-0,13</b>	<b>0,28</b>	<b>0,25</b>	<b>0,33</b>

- (1) Otros costos: Corresponde a otros costos de venta no asociados a las distintas especies cosechadas, tales como mortalidades y eliminaciones, mantenciones en cámara, ajustes de valor reemplazo de inversiones, etc.

En relación a las toneladas cosechadas WFE durante el 2014, estas alcanzaron 14.820 tons. De este volumen, el 100% corresponde a la especie salmón Atlántico.

En cuanto a la evolución del EBIT sin Valor Razonable, al 31 de Diciembre 2014, el resultado fue de MUS\$-6.387, comparado con un EBIT de MUS\$627 al mismo período del año 2013.

Para el indicador de EBITDA por tonelada vendida, este llegó a los MUS\$0,61 por tonelada a Diciembre de 2014 contra un monto de MUS\$0,82 por tonelada el mismo período del 2013.

	INVERMAR 31-dic-14	INVERMAR 31-dic-13
Tons Cosechadas WFE	14.820	22.118
Tons Vendidas	8.414	14.390
EBIT x Ton Cosechada WFE (sin FV)	-0,43	0,03
EBIT x Ton Vendida (sin FV)	-0,76	0,04
EBITDA x Ton Cosechada WFE (sin FV)	0,33	0,53
EBITDA x Ton Vendida (sin FV)	0,59	0,82

Durante el año 2014, el principal destino de las ventas de la compañía para el segmento salmónes fue EE.UU., con una participación de 66%, principalmente en formato de porciones. Le sigue la Unión Europea con un 21% y más atrás se ubica Latinoamérica con un 10% y el mercado nacional con un 4%.

A continuación se presenta la distribución de ventas consolidadas por región de destino, a Diciembre de 2014 y 2013:

Año 2014

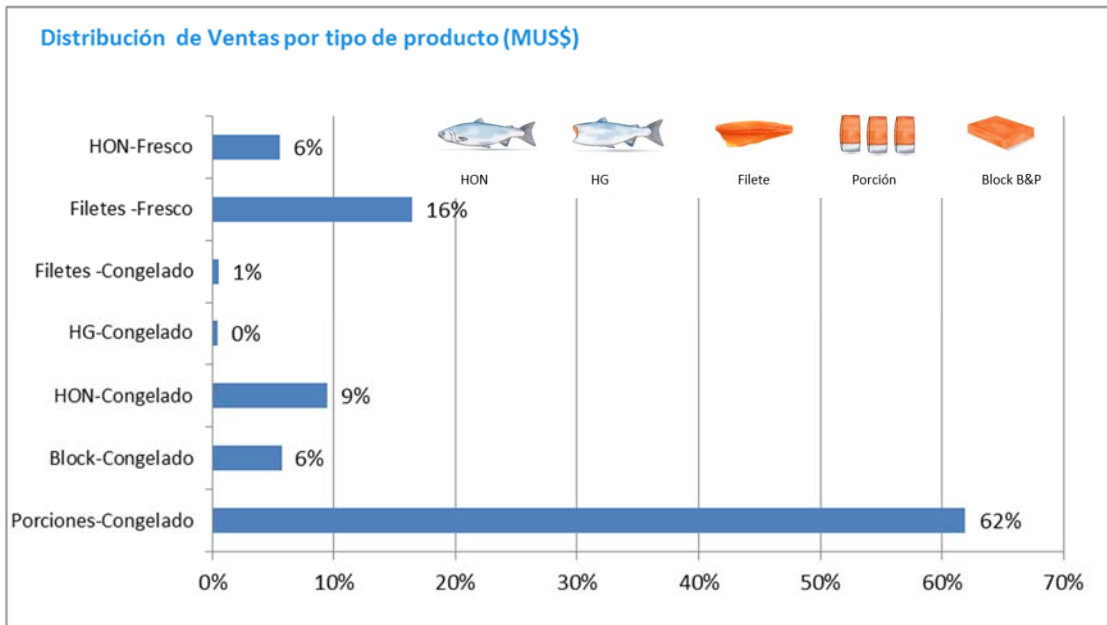
ESPECIE	EE.UU.		EUROPA		ASIA		NACIONAL		OTROS		TOTAL	
	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$
Salmon Atlantico	4.372	54.492	2.192	20.403	61	381	566	2.788	1.260	9.714	8.452	87.779
Salmon Coho	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trucha	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ostiones	-	-	275	2.402	-	-	143	1.127	-	-	419	3.529
Otros	-	-	-	-	-	-	-	8.230	-	-	-	8.230

Año 2013

ESPECIE	EE.UU.		EUROPA		ASIA		NACIONAL		OTROS		TOTAL	
	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$
Salmon Atlantico	4.961	61.073	3.818	30.895	232	1.253	649	3.114	1.820	13.553	11.479	109.888
Salmon Coho	836	2.600	187	956	528	1.476	0	1	61	136	1.613	5.169
Trucha	151	785	438	2.237	396	2.163	334	877	-	-	1.320	6.062
Ostiones	-	-	100	623	8	83	246	2.432	22	219	376	3.358
Otros	-	-	-	-	-	4.275	-	5.948	-	-	-	10.224



Durante el 2014, la venta de salmón en porciones representó un 62% del valor total de salmón atlántico exportado, seguido con un 16% de Filete fresco, 9% de HON congelado y 6% de HON fresco. En cuanto a los productos Block B&P y Block Pulpa, estos representaron un 6%.



### Negocio de Ostiones

Al 31 de Diciembre de 2014, la filial Invertec Ostimar S.A. generó ingresos por MUS\$4.489 un 14% superior al mismo período del 2013, donde las ventas alcanzaron MUS\$3.940.

El costo de ventas del segmento ostiones presenta una disminución de MUS\$440, esto es un 9,8% menos que el período 2013, lo que se explica principalmente por el cumplimiento de un fuerte programa de reducción de gastos, a la menor mortalidad en las cosechas y a los mejores calibres obtenidos.

Durante el año 2014, la compañía siguió enfocada en profundizar y diversificar los canales de distribución, comercializando productos con mayor valor agregado, como por ejemplo, el producto fresco y en media concha. Se desarrolló e implementó con éxito la comercialización del producto con distintos y mejores tipos de empaques, cambiando la tradicional bolsa plástica con producto a granel, por envases más elaborados como los potes de media barrera sellados al vacío. El precio promedio logrado en el año 2014 fue de US\$18.4/kg, de producto terminado equivalente a carne

## Gastos de Administración y Costos de Distribución

Al 31 de Diciembre de 2014, los Gastos de Administración consolidados alcanzaron los MUS\$ 5.142, disminuyendo 19% respecto del mismo periodo del año anterior. Durante el 2014, se incurrieron en gastos no recurrentes por concepto gastos legales asociados a la defensa del caso Traiguén 1 por MUS\$ 299. Esta disminución es resultado de racionalizar la estructura y generar ahorros en línea con el actual volumen de operación.

GASTOS DE ADMINISTRACION	dic-14	dic-13	Variación	
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	Var%
Remuneraciones y Gastos del Personal	2.244	2.430	-186	-8%
Honorarios y Asesorías	288	377	-90	-24%
Dietas Directorio	248	218	31	14%
Gastos Legales	541	251	290	116%
Arriendos y Gastos Comunes	64	193	-128	-67%
Seguros	148	180	-32	-18%
Ferías y Gastos Viaje	228	237	-9	-4%
Investigación y Desarrollo	0	85	-85	-100%
Depreciación	25	54	-29	-54%
Gastos informáticos (Licencias, insumos y mantención)	57	90	-33	-37%
Consumos básicos (telefono, Electricidad, agua)	108	132	-24	-18%
Patentes y Contribuciones	518	503	15	3%
Gastos en vehiculos	69	64	4	6%
Otros	312	227	85	38%
<b>TOTAL SALMONES</b>	<b>4.850</b>	<b>5.041</b>	<b>-191</b>	<b>-4%</b>
Ostimar	292	1.057	-766	-262%
<b>TOTAL CONSOLIDADO</b>	<b>5.142</b>	<b>6.099</b>	<b>-957</b>	<b>-19%</b>

Los Costos de Distribución al 31 de Diciembre de 2014 alcanzaron los MUS\$2.316, inferior en un 27% respecto al mismo periodo del año anterior y explicado principalmente por menores gastos de venta y frigoríficos externos, debido al menor volumen de venta de la compañía.

A contar de Enero 2014 y a modo de unificar criterios con la industria, se reclasifican los gastos de fletes y seguros de exportación en la línea de Costo de Ventas. Esta reclasificación se refleja en las cifras 2013 y 2014.

COSTOS DE DISTRIBUCION	dic-14	dic-13	Variación	
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	Var%
Mantencion en camara planta	478	961	-483	-50%
Gastos de Exportacion	923	1.922	-1.000	-52%
Otros Gastos de Venta	366	-290	656	-226%
Gastos de Marketing	21	37	-16	-44%
Remuneraciones Comerciales	529	548	-19	-4%
<b>TOTAL SALMONES</b>	<b>2.316</b>	<b>3.179</b>	<b>-863</b>	<b>-27%</b>
OSTIMAR	0	0	0	0%
<b>TOTAL CONSOLIDADO</b>	<b>2.316</b>	<b>3.179</b>	<b>-863</b>	<b>-27%</b>

### Gastos Financieros, Diferencias de cambio, Otras Ganancias y Pérdidas

Respecto de los Gastos Financieros al 31 de Diciembre de 2014, estos alcanzaron los MUS\$5.363, inferior en un 29% respecto de los MUS\$7.526 del año 2013.

En tanto, las diferencias de cambio registraron una ganancia de MUS\$2.150, principalmente por la revaluación del dólar durante el 2014 y que afecta principalmente a los pasivos en pesos de la compañía.

A Diciembre de 2014, el rubro de Otras Ganancias y Pérdidas registra una pérdida por MUS\$1.985, inferior a la pérdida de MUS\$5.363 del mismo período del 2013. Durante el 2014 se presenta una pérdida originada por la diferencia en biomasa cosechada en el cetno de agua mar Andruche, monto que asciende a MUS\$ 1.761. Esta pérdida se debe principalmente a las inclemencias del clima que hubo en el sector de la Décima Primera Región, originando una pérdida en la biomasa esperada, lo cual se pudo determinar al momento de su cosecha.

## 2. ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CONSOLIDADO

Al 31 de Diciembre de 2014, los activos totales consolidados alcanzan MUS\$209.174, presentando una disminución de MUS\$15165, respecto a los MUS\$ 224.339 de Diciembre de 2013.

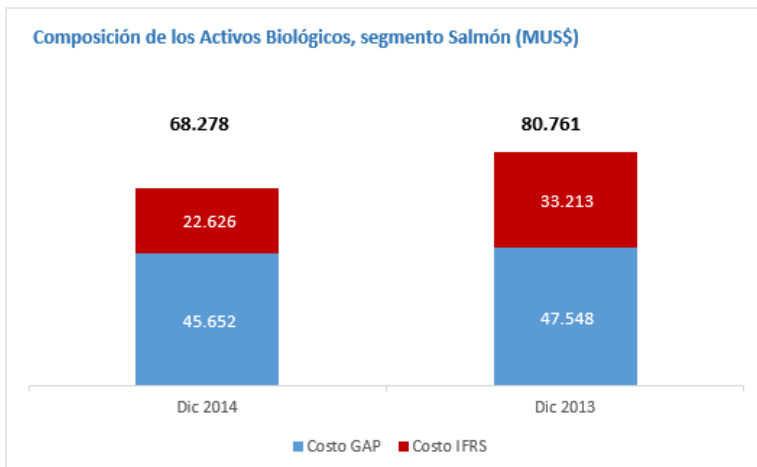
Las principales variaciones se producen en los siguientes rubros:

### Activos Biológicos:

Disminuyen en MUS\$12.211, es decir, un 14,8% respecto a Diciembre del 2013, donde los activos biológicos corrientes disminuyeron MUS\$11.387 y los no corrientes MUS\$823.

De esta disminución, MUS\$12.483 corresponden al segmento salmón, debido principalmente al menor ajustes de IFRS del Fair Value realizados durante de 2014 (MUS\$15.135) en comparación al ajuste al mismo período del 2013 por MUS\$32.495. Los activos Biológicos del segmento ostiones aumentan el 2014 en MUS\$272 respecto de los MUS\$1.889 del saldo a Diciembre de 2013.

En el siguiente gráfico se presenta la composición de los activos biológicos del segmento salmón:



**Inventarios:**

Los inventarios de producto terminado salmón al 31 de Diciembre de 2014 alcanzaron MUS\$13.564, lo que representa un aumento respecto de los MUS\$5.594 de diciembre del 2013.

El inventario a Diciembre de 2014 corresponde 100% a salmón atlántico y equivale a 1.161 toneladas de producto terminado, descompuesto en salmón entero (HON-HG) MUS\$2.184 representando un 16%; porciones MUS\$11.303, representando 83% y filetes y otros con MUS\$77 lo que representa un 1%.

Los inventarios de productos terminados de Ostión alcanzaron MUS\$283 aumentando 42% respecto de los MUS\$ 199 del 2013 y que corresponden a 35 toneladas.

El inventario de Alimento para salmónidos alcanzó a Diciembre de 2014 los MUS\$734, lo que implica una disminución de 30% respecto de los MUS\$1.049 de diciembre de 2013.

**Propiedad, planta y equipos:**

Estos activos disminuyeron en un 13% o MUS\$9.118 a Diciembre de 2014, explicado principalmente por la depreciación del ejercicio por MUS\$11.864 y las adiciones de equipos productivos por MUS\$2.995.

Por su parte, los Pasivos totales Consolidados alcanzaron MUS\$198.353, lo que significó una disminución de MUS\$3.190, comparado con el cierre a diciembre de 2013.

Las principales variaciones se producen en los siguientes rubros:

**Acreeedores comerciales y otras cuentas por pagar:**

Disminuyen en MUS\$574 principalmente por el menor volumen de operación.

**Otros Pasivos Financieros Corriente:**

Aumenta en MUS\$135.285, debido a la clasificación de la deuda financiera a corto plazo, dado que la última prórroga firmada por parte de sindicado bancos a las cuotas vencidas se firmó en Septiembre de 2014. En el caso de la Filial Ostimar, la deuda financiera por MUS\$6.252 se refleja 100% en el corto plazo a la espera de la confirmación por parte de los bancos de la prórroga de las cuotas que vencían en Septiembre de 2014.

**Situación Financiera:**

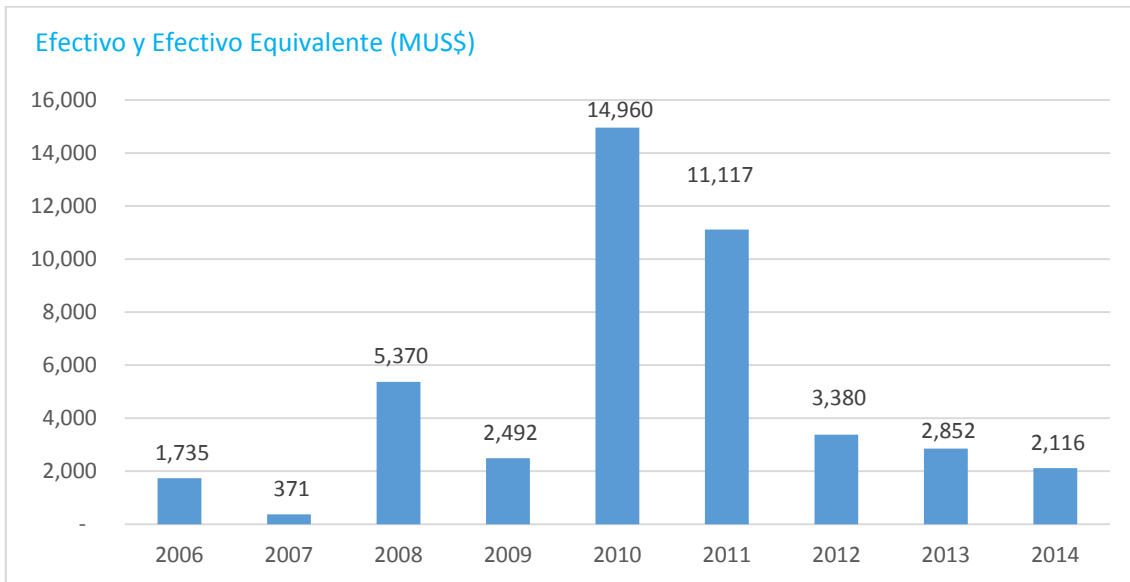
Durante el 2014 la compañía mantiene una serie de reducciones de costo en materias operacionales y administrativas, lo que ha significado mantener ahorros en gastos administrativos. Sin embargo, durante el 2014, se incurrieron en gastos no recurrentes por concepto de indemnizaciones y gastos legales asociados a la defensa del caso Traiguén 1 por un total de MUS\$ 500.

Dado el nivel actual de operación, la compañía requiere adecuar sus compromisos bancarios a sus posibilidades de pago. Para lograr esto, se contrató a un banco de inversión, Landmark Capital, que se encuentra asesorando a la compañía en buscar fórmulas para fortalecer su posición financiera.

Con fecha 25 de Agosto de 2014, se firmó la Modificación del Contrato de Reconocimiento de Deuda, Reestructuración de Pasivo Financiero y Apertura de Línea de Crédito entre Invermar S.A. y sus bancos acreedores con el fin de prorrogar las cuotas de capital con vencimiento 31 de enero y 31 de Julio de 2014 (App MUS\$ 12.315), y modificar temporalmente los covenants financieros que rigen el Acuerdo de Reprogramación al 30 de Septiembre del presente año.

En cuanto a los estados de pagos de las cuotas de capital adeudadas a los bancos acreedores en virtud del Contrato de Crédito y Reconocimiento de Deuda de fecha 30 de diciembre de 2009, la última prórroga y pago de intereses se efectuó al 30 de Septiembre del presente año y se ha solicitado formalmente a los bancos acreedores la prórroga de las cuotas de capital adeudadas al 31 de Diciembre de 2014, encontrándose Invermar, a esta fecha, a la espera de una respuesta por parte de los bancos acreedores.

El Efectivo y Efectivo Equivalente al cierre del mes de Diciembre de cada año se aprecia en el siguiente gráfico:



### 3. ANÁLISIS Y EXPLICACIÓN FLUJO NETO CONSOLIDADO ORIGINADO POR LAS ACTIVIDADES DE OPERACIÓN, INVERSIÓN Y FINANCIAMIENTO

El flujo de efectivo neto positivo originado por las Actividades de la Operación alcanzó los MUS\$6.995 en el periodo Enero a Diciembre de 2014, explicado por menores importes de clientes (MUS\$22.572) y menores pagos a proveedores (MUS\$34.594) que se explican por el menor nivel productivo de la compañía.

El flujo neto negativo por actividades de inversión de MUS\$3.527 a Diciembre de 2014, se explica principalmente por la renovación de equipos productivos (MUS\$2.977) y la suscripción del aumento de capital de la filial Ostimar S.A. (MUS\$399).

El flujo neto negativo de MUS\$6.167 originado por las Actividades de Financiamiento mostrado a Diciembre de 2014, se explica principalmente por el pago de intereses financieros por MUS\$6.103.

El saldo positivo del flujo de operación, más el saldo proveniente del flujo de inversión, menos el saldo proveniente del flujo de financiación, sumado al saldo inicial de caja al 1º de Enero de 2014 por MUS\$2.852, arroja un saldo final de efectivo y equivalentes al efectivo al 31 de Diciembre de 2014 de MUS\$2.116.

#### **4. ANÁLISIS DE DIFERENCIAS ENTRE VALOR LIBRO Y VALOR ECONÓMICO O DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS**

En relación a los activos biológicos, que incluyen planteles de reproductores, de ovas, alevines y de smolts, peces en engorda y ostiones, cada uno de ellos son valorizados en su reconocimiento inicial como también a su valor justo (cuando corresponda) menos los costos estimados en el punto de venta, excepto cuando el valor razonable no pueda sustentarse, en apego a lo señalado en la norma IFRS NIC 41.

Por lo anterior, se debe determinar primero la existencia de un mercado activo para los activos biológicos de peces en todas sus distintas etapas. De no existir este mercado activo, principalmente en etapa de agua dulce (reproductores, ovas, alevines y smolt), estos son valorizados en base a costo acumulado o costo histórico a la fecha de cada cierre.

Por otro lado, respecto de los peces en proceso de engorda en el mar, con excepción de aquellos que se encuentran en proceso de siembra y cosecha, y como consecuencia de la estrategia comercial y productiva enfocada a valor agregado, principalmente a la elaboración de porciones, el criterio de valoración es a valor justo, entendiéndose como tal, el precio de venta en el mercado del cuarto trimestre de 2014, menos los costos estimados de transformación hasta el punto de venta.

Se determina el precio de venta por tipo de producto, según el peso promedio de cada grupo en existencias en centros de mar a la fecha de cierre de cada trimestre, descontándose los costos de cosecha, procesamiento, empaque, distribución y venta. El volumen de biomasa bruta puesto en planta es ajustado por rendimiento de proceso, según el tipo de producto a realizar.

En forma trimestral, el efecto por Fair Value, se vuelve a ajustar, considerando las fluctuaciones de precios de ventas, mortalidades asociadas a los grupos de existencias de centros de mar, rendimientos en la materia prima y costos, dentro de otros.

Los activos fijos se contabilizan a su valor revalorizado, esto es, a su valor razonable menos la amortización acumulada y el monto acumulado de las pérdidas por deterioro que haya sufrido. Las revalorizaciones se hacen con suficiente regularidad, para asegurar que el valor libro, en todo momento, no difiera significativamente del que podría determinarse utilizando el valor razonable a la fecha del balance correspondiente.

El valor razonable se determina a partir de la evidencia basada en el mercado que ofrezca la tasación, realizada habitualmente por expertos independientes con competencias laborales.

Los activos intangibles, especialmente concesiones, se contabilizan a su valor histórico o de adquisición, tal como lo señala la norma contable

## **5. ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES VARIACIONES EN EL MERCADO, EN LA COMPETENCIA Y EN LA PARTICIPACIÓN RELATIVA**

### **Industria del Salmón**

Durante el año 2014, las exportaciones chilenas de salmón y trucha alcanzaron un total de USD 4.361 millones, un 24% superior al año anterior. Esta alza se debe principalmente al mayor precio promedio ya que en términos de volumen los envíos aumentaron levemente llegando a 566 mil toneladas netas de producto, es decir, un alza de 7.3 %. El salmón atlántico mostró un alza tanto en valor como en toneladas exportadas con un incremento de 32% y 26% respectivamente. Las exportaciones de salmón coho disminuyeron un 4% en tonelaje pero aumentaron un 38% en valor. A su vez, las exportaciones de trucha cayeron un 32% en tonelaje exportado mientras en valor cayeron sólo un 8%.

Respecto de la participación de los mercados de destino en cuanto al valor total de las exportaciones, EEUU fue el destino principal con un 32% de las ventas seguido de Japón con un 24%. A continuación se ubicó Latinoamérica con un 18% (Brasil representó un 13%), Otros (principalmente Asia) con un 12%, Rusia con un 9% y finalmente la UE con un 6%.

En cuanto a los retornos de las exportaciones chilenas por especie, éstos fueron liderados por el salmón atlántico con un 69%. A continuación se ubicaron la trucha y el salmón coho con un 16% y 15% respectivamente.

En términos de mercado, los precios promedio de exportación observados en el período Octubre-Diciembre 2014, mostraron disminución en comparación con el cuarto trimestre de 2013. El salmón atlántico tuvo una caída de un 13%, la trucha 3,5% y el salmón coho una caída de un 3%.

En cuanto a la evolución de precios en los principales mercados, durante este cuarto trimestre el precio promedio del filete de salmón Atlántico fresco en EEUU tuvo una disminución de 16% respecto a igual trimestre del año anterior y una disminución de 15% respecto al tercer trimestre de 2014, llegando a fines de Diciembre a niveles de USD/LB 3.75

En Noruega, el precio promedio del cuarto trimestre fue de NOK/Kg 37.5 mostrando una caída de 9% respecto al cuarto trimestre 2013 y un aumento de un 4% respecto del tercer trimestre de 2014.

### **Industria del Ostión**

A Diciembre de 2014, la compañía logró aumentar las ventas del producto en formato de Media Concha, a un 65% del total de la producción, sobre un total de ventas de MUS\$4.489.

En relación a los mercados, se han consolidado canales en Australia, Dinamarca, Singapur, España, Italia, Uruguay, México y Argentina, potenciando productos de mayores márgenes como son los ostiones en media concha y con glaseos no compensados.

En cuanto a los precios, las ventas a Diciembre de 2014 promediaron un precio de US\$ 19,40/kg de producto equivalente a carne, frente a un promedio de US\$ 18,4/kg en el año 2013, lo que representa un aumento de 5%.



Respecto a los mercados de destino de las exportaciones chilenas, España es el mercado que concentra el mayor porcentaje de las exportaciones, con un 57%, seguido por Francia, Brasil y Bélgica con un 29%, 9% y 5% respectivamente.

## **6. ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO**

### **Política de riesgo crediticio**

Las ventas de la compañía se realizan bajo seguro de crédito a clientes con líneas de créditos aprobadas y vigentes. En su defecto, estas se realizan vía carta de crédito o al contado. Además, la compañía cuenta con una cartera de clientes diversificada, incluyendo las principales cadenas de supermercados del mundo y principalmente en mercados de bajo riesgo.

### **Política de riesgo de tasa de interés:**

Al 31 de Diciembre de 2014, la compañía y sus filiales mantienen toda su deuda financiera en moneda dólar. Esta deuda se encuentra estructurada a través de contrato de reestructuración de pasivo financiero, firmado el 30 de diciembre de 2009, en 6 distintos tramos todos ellos a largo plazo, con tasas de interés variable, esto es tasa libor más un margen definido.

### **Política de riesgo de tipo de cambio:**

La compañía y sus empresas relacionadas tienen como moneda funcional el dólar, por lo que presenta un riesgo en tipo de cambio en aquellas compras y gastos que se realizan en otras monedas, principalmente en pesos chilenos. No obstante lo anterior, el grueso de sus ingresos está en dólares y su deuda bancaria y proveedores principales también están expresados en dicha moneda, provocando un calce relativo desde un punto de vista financiero. La compañía no es activa en el mercado de derivados.

### **Política de riesgo de liquidez:**

Luego de la crisis sanitaria, productiva y financiera vivida por la industria del salmón a partir de los años 2007 y 2008, y que desencadenaron entre otros, un limitado acceso al financiamiento tradicional, cuya fuente principal provenía de bancos, la compañía se vio obligada a doblar sus esfuerzos hacia sus clientes en la obtención de plazos de pagos menores. Esto asociado a una política de compras y crédito a proveedores que busca mayores plazos de pago, ha permitido mantener contenido el riesgo de liquidez.

Adicional a lo anterior, la sociedad obtiene financiamiento proveniente de operaciones de Factoring internacional sin responsabilidad, para sus clientes internacionales, con una línea aprobada de MUS\$5.000. La compañía no mantiene operaciones vigentes de Leasing o Confirming.

### **Riesgo de precio internacional**

La evolución del precio internacional depende de la demanda en los mercados actuales y emergentes, en combinación con la oferta de los principales países productores.

Durante el año 2014, los precios internacionales de los commodities en todas las especies de salmónidos se han mantenido en precios altos respecto a los últimos años, lo que de acuerdo a las proyecciones de mercado, se debieran mantener en el mediano plazo.

En ese sentido, la compañía establece regularmente contratos de precio fijo a seis meses o un año en un porcentaje de sus ventas, dependiendo de las condiciones de mercado y las expectativas futuras, lo que permite aislarse temporalmente de las fluctuaciones de precios hasta el momento de la renovación de los contratos, donde se produce un reenganche a los precios vigentes al momento de la renegociación.

### **Política de riesgos de la naturaleza:**

La producción de salmones así como la mayoría de los cultivos marinos, se encuentran expuestos a riesgos de la naturaleza que podrían afectar su producción, tales como: tormentas, temporales, ataque de lobos marinos, enfermedades, bloom de algas, etc.

Por lo anterior, la compañía tiene la política de contratar pólizas de seguro, donde existen deducibles, para su biomasa, como también para sus equipos de acuicultura, las que se adecuan las coberturas propias de cada riesgo.

## **7. Hechos Posteriores**

En relación a los estados de pagos de las cuotas de capital adeudadas a los bancos acreedores en virtud del Contrato de Crédito y Reconocimiento de Deuda de fecha 30 de diciembre de 2009, la última prórroga y pago de intereses se efectuó al 30 de Septiembre del 2014 y se ha solicitado formalmente a los bancos acreedores la prórroga de las cuotas de capital adeudadas, encontrándose Invermar, a esta fecha, a la espera de una respuesta por parte de los bancos acreedores.

Con fecha 30 de Enero de 2015, Inversiones y Tecnología Limitada, accionista controlador de Invermar S.A., suscribió con Alimentos Marinos S.A. (“Alimar”) un acuerdo destinado a que Alimar adquiriera una participación controladora en la propiedad accionaria de Invermar. Para tal efecto, Alimar se ha obligado a efectuar una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA), destinada a adquirir el 100% de las acciones de Invermar S.A. Dicha OPA se iniciará a más tardar el día 18 de Febrero de 2015 y se extenderá por 30 días.

El referido acuerdo se encuentra sujeto al cumplimiento de condiciones precedentes, consistentes en:

- a) Que la OPA sea válida y aceptada por un número no menor a 192.536.912 acciones suscritas y pagadas de Invermar, representativas de al menos las dos terceras partes del total de las acciones emitidas con derecho a voto de Invermar.

- b) Que, con anterioridad a la expiración del plazo de vigencia de la OPA:
- i. Se alcance un acuerdo con los acreedores bancarios de Invermar y Ostimar, en virtud del cual la deuda bancaria de dichas sociedades no supere un monto total de US\$69.665.000, incluyendo capital, intereses y gastos, y dichos acreedores otorguen las autorizaciones que resulten necesarias para que Invertec pueda ofrecer la totalidad de las acciones de Invermar de su propiedad en la OPA.
  - ii. Se llegue a un acuerdo con el proveedor de alimentos para peces de Invermar (Salmofood S.A.) para regularizar la situación relativa al Contrato de Suministro de Alimento para Peces actualmente vigente.

El precio de la OPA será de US\$0,07271333 por acción, y se pagará en los términos que se indican en el Prospecto y en el Aviso de Inicio de la OPA

Con fecha 18 de Marzo de 2015, Alimar informó al mercado de la prórroga del período de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones por 8 días corridos. De este modo, la Oferta se extiende hasta las 17:30 horas del 27 de marzo de 2015.

Con posterioridad al 31 de Diciembre de 2014 fecha de emisión de los estados financieros, no han ocurrido otros hechos posteriores significativos que puedan afectar la adecuada presentación y/o interpretación de los mismos.

## 8. INDICES FINANCIEROS

Se presentan a continuación los principales indicadores de los estados financieros consolidados.

INDICADORES FINANCIEROS Y PRODUCTIVOS	dic-14	dic-13	Var%
<b>INDICE DE LIQUIDEZ</b>			
Liquidez corriente (veces)	0,51	1,75	-71%
Razón Ácida (veces)	0,43	1,62	-74%
<b>INDICE DE ENDEUDAMIENTO</b>			
Razón de endeudamiento (veces)	18,33	8,84	107%
Razón de endeudamiento corto plazo (veces)	18,33	2,84	545%
Razón de endeudamiento largo plazo (veces)	0,00	6,00	-100%
Porción deuda corto plazo (%)	1,00	0,32	211%
Porción deuda largo plazo (%)	0,00	0,68	-100%
Cobertura Gastos Financieros	0,51	4,46	-89%
<b>INDICES DE ACTIVIDAD</b>			
Total Activos (MUS\$)	209.174	224.339	-7%
Total Pasivos (MUS\$)	198.353	201.542	-2%
Total Patrimonio (MUS\$)	10.821	22.797	-53%
Rotación de Inventarios	1,23	1,50	-18%
Rotación Activos Biológicos e Inventarios	1,24	1,60	-23%
<b>INDICES DE RENTABILIDAD</b>			
Rentabilidad del Patrimonio (%) Sin ifrs	-129,6%	31,7%	-508%
Rentabilidad del Activo (%)	-6,7%	3,2%	-308%
Resultado por acción (US\$/acción)	-0,049	0,025	-294%
N° acciones suscritas y pagadas	288.805.366	288.805.366	0%
<b>INDICES DE RESULTADOS</b>			
Ingresos de explotación (MUS\$)	99.538	134.700	-26%
Costo de Explotación (MUS\$)	-98.306	-126.390	-22%
Ajustes Activos Biologicos (MUS\$)	-8.380	22.904	n/a
Margen Bruto (MUS\$) sin IFRS	1.232	8.310	n/a
Margen Bruto % sin IFRS	1,2%	6,2%	n/a
G Adm y C DIST	-7.458	-9.277	-20%
G Adm y C DIST/Ingresos (%)	7,5%	6,9%	9%
EBIT	-14.606	21.937	n/a
EBITDA	-2.742	33.589	n/a
<b>INDICES DE OPERACIÓN</b>			
Cosechas por hectáreas en uso (tons/centro)	91	153	-41%
Cosecha (Tons WFE)	14,390	22,118	-35%
Concesiones en uso (N° a Dic 2013 y 2012)	8	9	-11%
Densidad de cultivo (kgs/m3)			
Salar	3,2	3,9	-18%
Coho	0,0	0,0	-
Trucha	0,0	0,0	-
Tasa de sobrevivencia (%)			
Salar	95,6	82,7	16%
Coho	0,0	88,9	-100%
Trucha	0,0	71,7	-100%

**Fórmulas:**

- 1.- Liquidez Corriente:  $\text{Activos corrientes} / \text{Pasivos Corrientes}$
- 2.- Razón Ácida:  $(\text{Activos Corrientes} - \text{Existencia}) / \text{Pasivos Corrientes}$
- 3.- Razón de endeudamiento:  $(\text{Pasivo Corriente} + \text{Pasivo no corriente}) / \text{Patrimonio Neto}$
- 4.- Razón de endeudamiento corto plazo:  $\text{Pasivos corrientes} / \text{Patrimonio Neto}$
- 5.- Razón de endeudamiento largo plazo:  $\text{Pasivos no corrientes} / \text{Patrimonio Neto}$
- 6.- Porción deuda de corto plazo:  $\text{Pasivos corrientes} / (\text{Pasivos corrientes} + \text{Pasivos no corrientes})$
- 7.- Porción deuda largo plazo:  $\text{Pasivos no corrientes} / (\text{Pasivos corrientes} + \text{Pasivos no corrientes})$
- 8.- Cobertura gastos financieros:  $\text{EBITDA} / \text{gastos financieros}$
- 9.- EBITDA:  $\text{Margen Bruto} - \text{Gastos de Admin.} - \text{Costo de Distribución} + \text{ajustes por Biomasa (NiC41)} + \text{depreciación}$
- 10.- EBIT:  $\text{Margen Bruto} - \text{Gastos de Administración} - \text{Costo de Distribución} + \text{ajustes por Biomasa (NiC41)}$
- 11.- Rotación de inventarios:  $\text{Costo de Venta} / (\text{Inventario} + \text{Activos Biológicos})$
- 12.- Rotación de Activos Biológicos e Inventarios:  $\text{Ingresos de explotación} / (\text{Activos Biológicos} + \text{Inventarios})$
- 13.- Rentabilidad del patrimonio:  $\text{Utilidad Neta} / \text{Patrimonio neto (sin IFRS)}$
- 14.- Rentabilidad del activo:  $\text{Utilidad Neta} / \text{Activos totales}$
- 15.- Resultado por acción:  $\text{Utilidad Neta} / \text{total de acciones suscritas y pagadas}$
- 16.- Cosechas por hectáreas:  $\text{Cosechas del período (en toneladas)} / \text{Hectáreas en uso (agua mar)}$
- 17.- Hectáreas en uso:  $\text{hectáreas en uso} / \text{hectáreas totales}$ .