

## ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

Al 30 de Junio de 2014

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

### Resumen Ejecutivo

Durante el primer semestre de 2014 hubo pérdidas por **MUS\$10.555**, comparadas con utilidades el año anterior por **MUS\$2.202**, 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 efecto negativo en el ajuste de Fair Value de los activos biológicos por **MUS\$6.801**. Sin embargo, el EBITDA sin Fair Value fue superior en **MUS\$5.296** con respecto al mismo período del año anterior, alcanzando los **MUS\$4.734**.

Analizando solamente el segmento salmón, el EBIT al segundo trimestre del año 2014 fue de **MUS\$-1.399**. Respecto al EBITDA sin fair value, este alcanzó un valor a Junio de 2014 de **MUS\$4.528**, lo que significa una diferencia positiva de **MUS\$4.584** respecto a los **MUS\$-56** del mismo período del 2013.

Las ventas acumuladas consolidadas a Junio del 2014, alcanzaron los **US\$47 millones**. Esta cifra representa una disminución de 25% comparado con igual periodo del 2013, donde el nivel de ventas llegó a los **US\$62,6 millones**.

Este menor nivel de facturación, responde al menor nivel de producción de la compañía, que al 30 de Junio alcanzó un nivel de cosecha WFE (whole fish equivalent) de **6.603 toneladas**, en comparación con las **11.139 toneladas** del mismo período del año anterior, esto es, una disminución de 40%.

### 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 intertemporal 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 año 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.

**Determinación de la Tasa de Descuento Relevante**  
**Aplicación NIC 41**  
**Jun-14**

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

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

	<u>Jun '14</u>
CAPM (kp)	<b>13,45%</b>
rf (BTU-5 años)	1,670%
PRM*	6,500%
Riesgo negocio	0,913
Beta Patrim	1,812
WACC Yr	<b>5,180%</b>
month Comp	<b>0,431%</b>

Durante el primer semestre de 2014 se han realizado ajustes en forma consolidada por un total de MUS\$4.471 (cuenta Fair Value de activos biológicos del ejercicio). De los ajustes reconocidos en los trimestres anteriores, **MUS\$11.272** se han llevado a costo de venta al 30 de Junio 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\$6.801**.

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 Jun 2014	Ajuste Antes de VP (MUS\$)	Ajuste Después de VP (MUS\$)	Diferencia (MUS\$)
Efecto Neto a Resultado	6.613	4.899	-1.714

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 30 de Junio de 2014.

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

### 1. ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO POR SEGMENTOS

	Enero a Junio			Enero a Junio		
	2014			2013		
	MUS\$			MUS\$		
<b>Ganancia (Pérdida) de Operaciones</b>	<b>Total</b>	<b>Salmones</b>	<b>Ostiones</b>	<b>Total</b>	<b>Salmones</b>	<b>Ostiones</b>
Ingresos Ordinarios, Total	47.046	45.509	1.537	62.689	60.550	2.139
Mortalidades y Eliminados	-	-	-	-	-	-
Costo de Ventas	(44.316)	(42.756)	(1.560)	(64.142)	(61.652)	(2.490)
<b>Ganancia bruta antes de Fair Value</b>	<b>2.730</b>	<b>2.753</b>	<b>(23)</b>	<b>(1.453)</b>	<b>(1.102)</b>	<b>(351)</b>
(Cargo) abono a resultados por Fair Value de activos biológicos cosechados y vendidos	(11.272)	(11.041)	(231)	(1.810)	(1.819)	9
(Cargo) abono a resultados por ajuste Fair Value de activos biológicos de ejercicio	4.471	4.739	(268)	12.261	12.264	(3)
<b>Margen bruto.</b>	<b>(4.071)</b>	<b>(3.549)</b>	<b>(522)</b>	<b>8.998</b>	<b>9.343</b>	<b>(345)</b>
Costos de Distribución	(1.313)	(1.313)	-	(1.902)	(1.902)	-
Gastos de Administración	(2.876)	(2.839)	(37)	(3.040)	(2.619)	(421)
Costos Financieros	(3.138)	(2.979)	(159)	(4.052)	(3.884)	(168)
Participación en Ganancia (Pérdida) de Asociadas Contabilizadas por el Método de la Participación	22	22	-	40	40	-
Diferencias de cambio	724	665	59	375	322	53
Otras Ganancias (Pérdidas)	(1.690)	(1.667)	(23)	676	323	353
<b>Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto</b>	<b>(12.342)</b>	<b>(11.660)</b>	<b>(682)</b>	<b>1.095</b>	<b>1.623</b>	<b>(528)</b>
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias	1.788	1.801	(13)	1.107	1.116	(9)
<b>Ganancia (Pérdida) por Segmento</b>	<b>(10.554)</b>	<b>(9.859)</b>	<b>(695)</b>	<b>2.202</b>	<b>2.739</b>	<b>(537)</b>

Las ventas acumuladas consolidadas al 30 de Junio de 2014, alcanzaron los US\$47 millones, representando una disminución de 25% comparado con el mismo período del año 2013.

La disminución de los ingresos se explica por:

El menor volumen de toneladas vendidas alcanzando las 3.888 toneladas de producto final (PF) a Junio de 2014, comparadas con las 8.370 toneladas vendidas a Junio del 2013, que representan una disminución de 53,5%. De dicho volumen, un 100% correspondió a la producción de salmón atlántico.

Lo anterior estuvo compensado por una recuperación en el nivel de precios 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 el segundo trimestre del 2014, el precio promedio del filete de salmón Atlántico fresco en EEUU tuvo una disminución de 3% respecto a igual trimestre del año anterior y una leve alza de 2% respecto al primer trimestre de 2014, llegando a fines de Junio a niveles de USD/LB 4.55 para Trim C 2-4 lbs. puesto en Miami.

### 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.

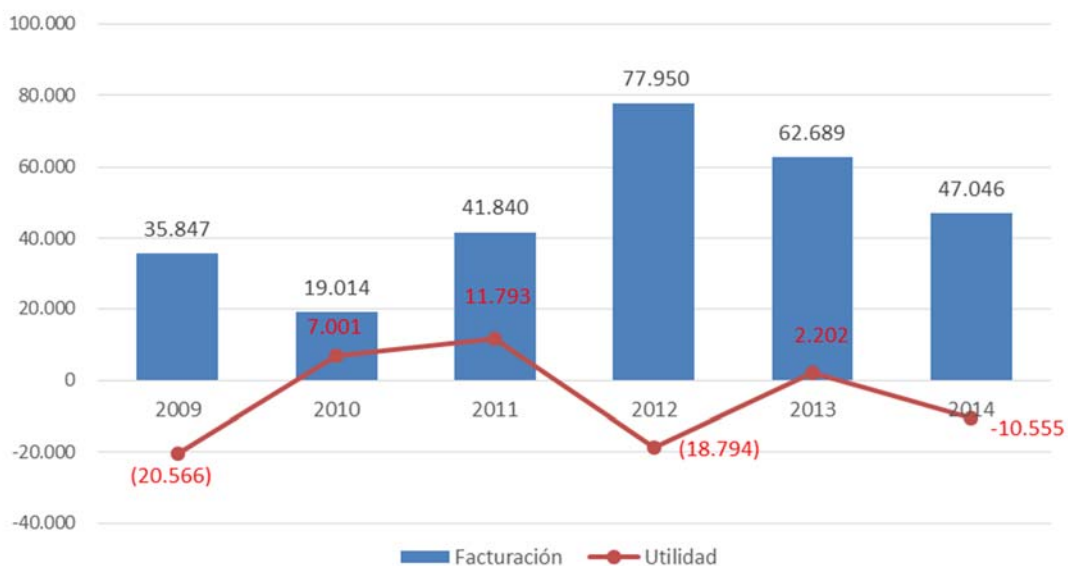
Sernapesca emitió el día 12 de Febrero de 2014 la Resolución Exenta 227, declarando emergencia sanitaria en la Macrozona número 3, donde se encuentra el Centro de Agua de Mar Traiguén I. Bajo esta resolución, se exige la medida de cosecha anticipada o eliminación de la totalidad de los centros declarados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

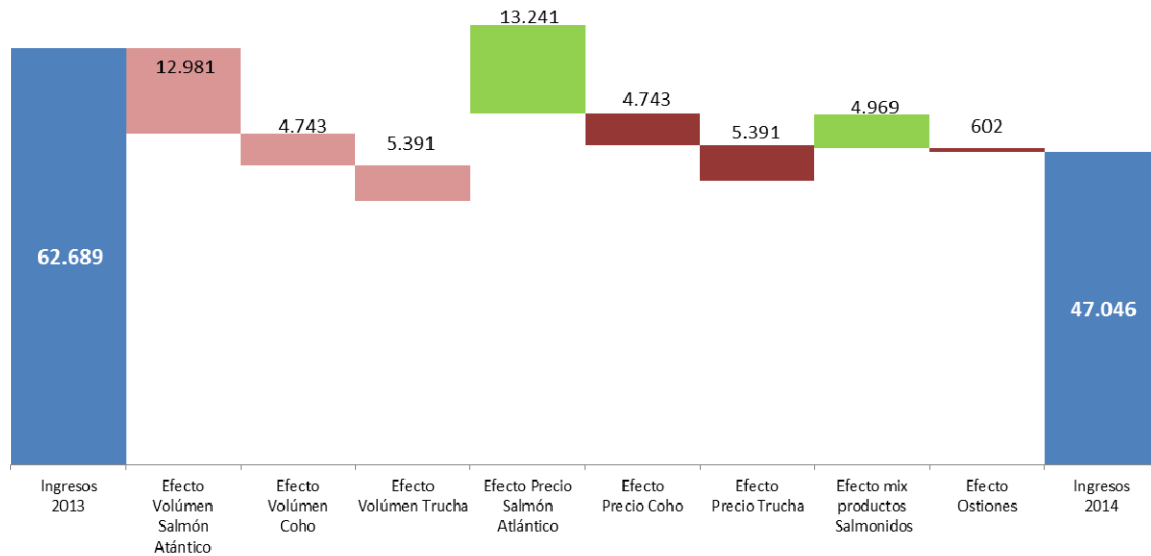
Con fecha 23 de abril de 2014, Sernapesca emitió el oficio ordinario N° 040794, por el cual resolvió dictaminar la obligatoriedad de cosechar o eliminar la totalidad de los peces del centro Traiguén I.

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 Ingresos y Utilidad Consolidada al 1 Semestre de cada Año (MUS\$)



### Descomposición Ingresos Ordinarios (MUS\$)



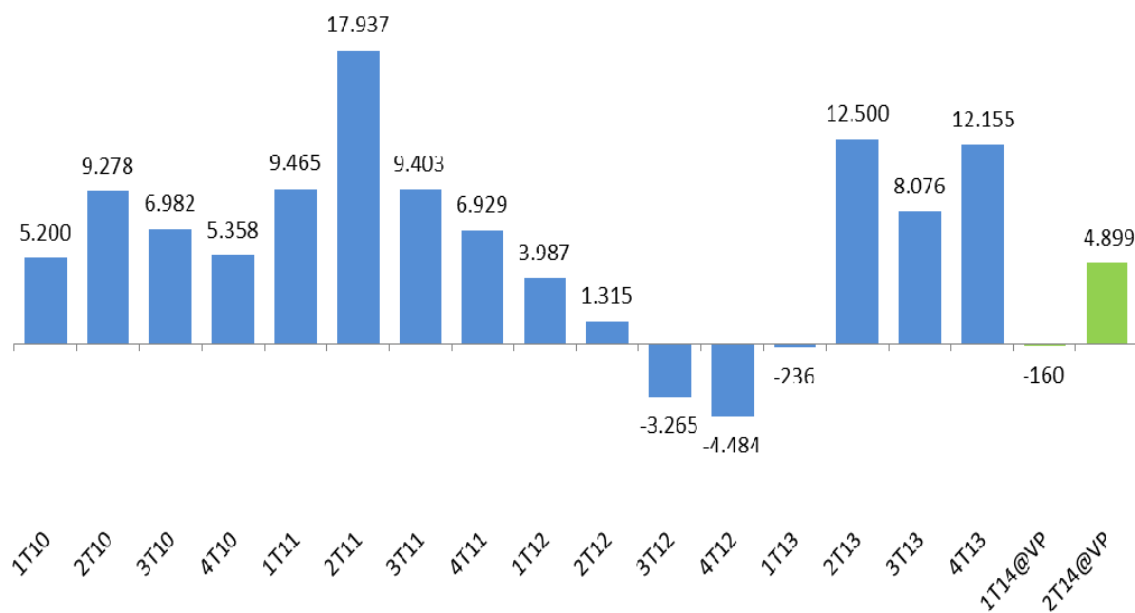
### Efecto de ajuste Fair Value en los activos Biológicos

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 30 de Junio de 2014 la compañía ha devengado en el segmento salmones, una ganancia de MUS\$4.739, comparado con una ganancia de MUS\$12.264 al segundo trimestre de 2013 (gráfico). En el caso de los ostiones, el ajuste por IFRS ha sido una pérdida de MUS\$268, en comparación con la pérdida de MUS\$3 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\$11.041, superior a la pérdida de MUS\$1.819 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 entre ambas cuentas significó una pérdida a Junio de 2014 de MUS\$6.302 comparado con la ganancia de MUS\$10.445 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			FAIR VALUE COSECHADOS Y VENDIDOS		
	30-jun-14	31-dic-13	30-jun-13	30-jun-14	31-dic-13	30-jun-13
Salmon Atlántico	4.739	32.494	12.264	11.041	15.220	6.736
Salmon Coho	-	-	-	-	(843)	(836)
Trucha	-	-	-	-	(4.412)	(4.082)
Ostiones	(268)	586	(3)	231	213	(9)
<b>Total</b>	<b>4.471</b>	<b>33.081</b>	<b>12.261</b>	<b>11.272</b>	<b>10.177</b>	<b>1.810</b>

## 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:

Item	I Sem 2013	I Trim 2014	II Trim 2014	I Sem 2014
<b>Ventas por Producto FOB (MUS\$)</b>				
ATLANTICO	43.510	19.779	20.041	39.820
COHO	4.743	0	0	0
TRUCHA	5.391	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>53.645</b>	<b>19.779</b>	<b>20.041</b>	<b>39.820</b>
<b>Ventas por Producto (Ton neta)</b>				
ATLANTICO	5.541	2.050	1.838	3.888
COHO	1.593	0	0	0
TRUCHA	1.236	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>8.370</b>	<b>2.050</b>	<b>1.838</b>	<b>3.888</b>
<b>Precio de Venta Promedio FOB (US\$/kg)</b>				
ATLANTICO	7,85	9,65	10,91	10,24
COHO	2,98	0,00	0,00	0,00
TRUCHA	4,36	0,00	0,00	0,00
<b>Costo Promedio de Venta US\$</b>				
ATLANTICO	37.907	17.720	19.373	37.093
COHO	6.422	0	0	0
TRUCHA	8.222	0	0	0
<b>TOTAL</b>	<b>52.551</b>	<b>17.720</b>	<b>19.373</b>	<b>37.093</b>
<b>Costo Promedio de Venta (US\$/kg)</b>				
ATLANTICO	6,84	8,64	10,54	9,54
COHO	4,03	0,00	0,00	0,00
TRUCHA	6,65	0,00	0,00	0,00
<b>Margen de Venta FOB (USD)</b>				
ATLANTICO	5.604	2.059	667	2.726
COHO	-1.678	0	0	0
TRUCHA	-2.831	0	0	0
OTROS INGRESOS (COSTOS)	-2.196	-40	66	26
<b>TOTAL MARGEN BRUTO (MUS\$)</b>	<b>-1.102</b>	<b>2.020</b>	<b>733</b>	<b>2.753</b>
<b>GASTOS ADM Y COSTOS DE DISTRIB (SALMON)</b>	<b>4.521</b>	<b>1.822</b>	<b>2.330</b>	<b>4.152</b>
<b>RESULTADO OPERACIONAL (EBIT)</b>	<b>-5.623</b>	<b>198</b>	<b>-1.597</b>	<b>-1.399</b>
<b>DEPRECIACION (SOLO SALMON)</b>	<b>5.568</b>	<b>3.004</b>	<b>2.923</b>	<b>5.927</b>
<b>TOTAL TON NETAS COSECHADAS</b>	<b>11.139</b>	<b>3.232</b>	<b>3.371</b>	<b>6.603</b>
<b>TOTAL TON NETAS VENDIDAS</b>	<b>8.370</b>	<b>2.050</b>	<b>1.838</b>	<b>3.888</b>
<b>EBITDA</b>	<b>-55</b>	<b>3.202</b>	<b>1.326</b>	<b>4.528</b>
<b>EBITDA x TONELADAS VENDIDAS</b>	<b>-0,01</b>	<b>1,56</b>	<b>0,72</b>	<b>1,16</b>
<b>EBITDA x TONELADAS COSECHADAS</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,99</b>	<b>0,39</b>	<b>0,69</b>
<b>EBIT x TONELADAS VENDIDAS</b>	<b>-0,67</b>	<b>0,10</b>	<b>-0,87</b>	<b>-0,36</b>
<b>EBIT x TONELADAS COSECHADAS</b>	<b>-0,50</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,47</b>	<b>-0,21</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 segundo trimestre del 2014, estas alcanzaron 6.603 tons. De este volumen, el 100% corresponde a la especie salmón Atlántico.

En cuanto a la evolución del EBIT sin Valor Razonable, al segundo trimestre del año 2014, el resultado fue de MUS\$-1.399, comparado con un EBIT de MUS\$-5.623 a Junio del año 2013.

Para el indicador de EBITDA por tonelada vendida, este llegó a los MUS\$1,16 por tonelada al segundo trimestre de 2014 contra un monto de MUS\$-0,01 por tonelada el mismo período del 2013.

	INVERMAR 30-jun-14	INVERMAR 30-jun-13	INVERMAR 31-dic-13
Tons Cosechadas WFE	6.603	11.139	22.118
Tons Vendidas	3.888	8.370	14.390
EBIT x Ton Cosechada WFE (sin FV)	-0,21	-0,50	0,03
EBIT x Ton Vendida (sin FV)	-0,36	-0,67	0,04
EBITDA x Ton Cosechada WFE (sin FV)	0,69	-0,01	0,53
EBITDA x Ton Vendida (sin FV)	1,16	-0,01	0,82

Para el primer semestre de 2014, el principal destino de las ventas de la compañía para el segmento salmónes fue Norteamérica, con una participación de 66%, principalmente en formato de porciones. Le sigue la Unión Europea con un 19% 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 Junio de 2014 y 2013:

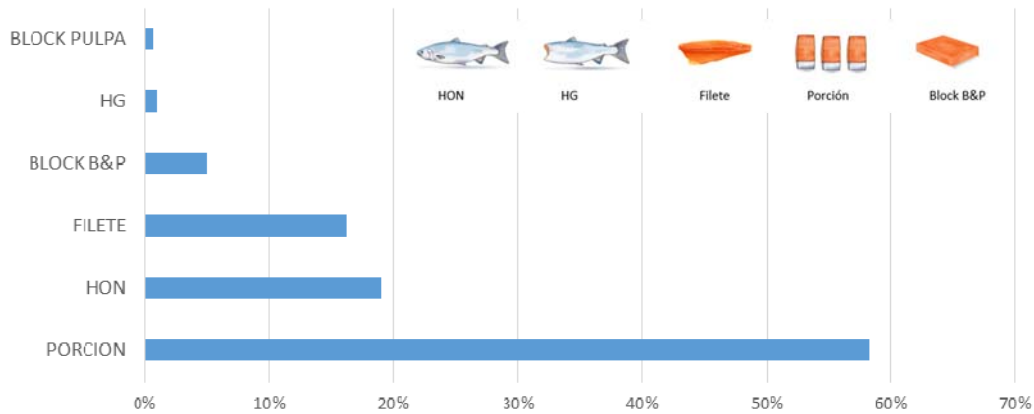
1 Sem 2014	EE.UU.		EUROPA		ASIA		NACIONAL		LATINOAM		TOTAL	
	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$
Salmon Atlantico	2.005	27.666	944	7.787	40	246	398	1.786	519	4.305	3.906	41.790
Salmon Coho											-	-
Trucha											-	-
Ostiones	-	-	66	601	-	-	44	428	-	-	110	1.029
Otros								4.227			-	4.227

1 Sem 2013	EE.UU.		EUROPA		ASIA		NACIONAL		LATINOAM		TOTAL	
	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$	TON	MUS\$
Salmon Atlantico	2.135	23.133	1.746	12.015	129	570	445	2.388	1.080	7.035	5.535	45.142
Salmon Coho	836	2.600	187	956	528	1.476	0	1	44	70	1.596	5.104
Trucha	88	493	438	2.237	396	2.163	314	806			1.236	5.698
Ostiones	-	-	27	317	8	90	128	1.399	-	-	163	1.806
Otros						2.229		2.711			-	4.940



Durante el primer semestre de 2014, la venta de salmón en porciones representó un 58% del valor total de salmón atlántico exportado, seguido con un 19% de HON, 16% de Filete y 1% de HG. En cuanto a los productos Block B&P y Block Pulpa, estos representaron un 5% y 1% respectivamente.

Distribución de Ventas de Salmón por tipo de Producto (MUS\$) a Jun 2014



### Negocio de Ostiones

Al 30 de Junio de 2014, la filial Ostimar S.A. generó ingresos por MUS\$1.537 un 28% menor al mismo período del 2013, donde las ventas alcanzaron MUS\$2.139.

El costo de ventas del segmento ostiones presenta una disminución de MUS\$929, esto es un 37,3% menos que el período 2013, lo que se explica principalmente por el menor volumen cosechas y de ventas.

La disminución en la cosecha se genera principalmente debido a que la bahía de Tongoy enfrentó a fines de Mayo una contingencia de VAM (marea roja), fecha a partir de la cual las cosechas se postergaron, la cual duró hasta los primeros días de Agosto de 2014. Dado lo anterior, SERNAPESCA cerró las cosechas de bivalvos en la bahía de Tongoy, tanto para ventas nacionales como para exportación.

## Gastos de Administración y Costos de Distribución

Al 30 de Junio de 2014, los Gastos de Administración consolidados alcanzaron los MUS\$ 2.876, inferior en un 5% al mismo periodo del año anterior. Durante el primer semestre de 2014, se incurrieron en gastos no recurrentes por concepto de indemnizaciones por MU\$ 155 y gastos legales asociados a la defensa del caso Traiguén 1 por MUS\$ 299. Sin considerar estos gastos no recurrentes, la variación respecto del año 2013 es una disminución de 20%. Esta disminución es resultado de racionalizar la estructura y generar ahorros en línea con el actual volumen de operación.

GASTOS DE ADMINISTRACION	jun-14	jun-13	VARIACION	
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	Var%
Remuneraciones y Gastos del Personal	1.447	1.479	-32	-2%
Honorarios y Asesorías	122	113	9	8%
Dietas Directorio	150	114	36	31%
Gastos Legales	426	148	278	188%
Arriendos y Gastos Comunes	55	98	-43	-44%
Seguros	69	95	-27	-28%
Ferías y Gastos Viaje	129	149	-20	-13%
Investigación y Desarrollo	0	66	-66	-100%
Depreciación	13	28	-15	-53%
Gastos informáticos (Licencias, Software, insumos y mant)	19	58	-38	-67%
Consumos básicos (telefono, Electricidad, agua)	51	65	-14	-22%
Patentes y Contribuciones	252	112	140	124%
Gastos en vehiculos	34	30	4	14%
Otros	72	64	8	12%
<b>TOTAL SALMONES</b>	<b>2.839</b>	<b>2.620</b>	<b>220</b>	<b>8%</b>
Ostimar	37	421	-384	-91%
<b>TOTAL CONSOLIDADO</b>	<b>2.876</b>	<b>3.040</b>	<b>-164</b>	<b>-5%</b>

Los Costos de Distribución al 30 de Junio de 2014 alcanzaron los MUS\$1.313, inferior en un 31% 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	jun-14 MUS\$	jun-13 MUS\$	VARIACION	
			MUS\$	Var%
Mantenion en camara planta	276	630	-354	-56%
Gastos de Exportacion	497	572	-76	-13%
Otros Gastos de Venta	189	386	-197	-51%
Gastos de Marketing	10	37	-27	-72%
Remuneraciones Comercial	340	275	65	24%
<b>TOTAL SALMONES</b>	<b>1.313</b>	<b>1.902</b>	<b>-589</b>	<b>-31%</b>
OSTIMAR	0	0	0	0%
<b>TOTAL CONSOLIDADO</b>	<b>1.313</b>	<b>1.902</b>	<b>-589</b>	<b>-31%</b>

GASTOS DE EXPORTACION	jun-14 MUS\$	jun-13 MUS\$	VARIACION	
			MUS\$	Var%
Gastos de Exportación	32	82	-51	-61%
Gastos de Despacho	25	134	-110	-82%
Gastos de Export en Destino	440	356	84	24%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>497</b>	<b>572</b>	<b>-76</b>	<b>-13%</b>
Volúmen de Ventas Tons	3.888	8.371	0	-54%
Gastos de Exportación USD/Tons	128	68	0	87%

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

Respecto de los Gastos Financieros al 30 de Junio de 2014, estos alcanzaron los MUS\$3.138, inferior en un 22% respecto de los MUS\$4.052 del año 2013.

En tanto, las diferencias de cambio registraron una ganancia de MUS\$724, principalmente por la revaluación del dólar durante el 2014 y que afecta principalmente a los pasivos en pesos de la compañía.

Durante el segundo trimestre de 2014, en el rubro de Otras Ganancias y Pérdidas, se presenta una pérdida originada por la diferencia en biomasa cosechada en el cetro 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 30 de Junio de 2014, los activos totales consolidados alcanzan MUS\$210.510, presentando una disminución de MUS\$13.829, respecto a Diciembre de 2013.

Las principales variaciones se producen en los siguientes rubros:

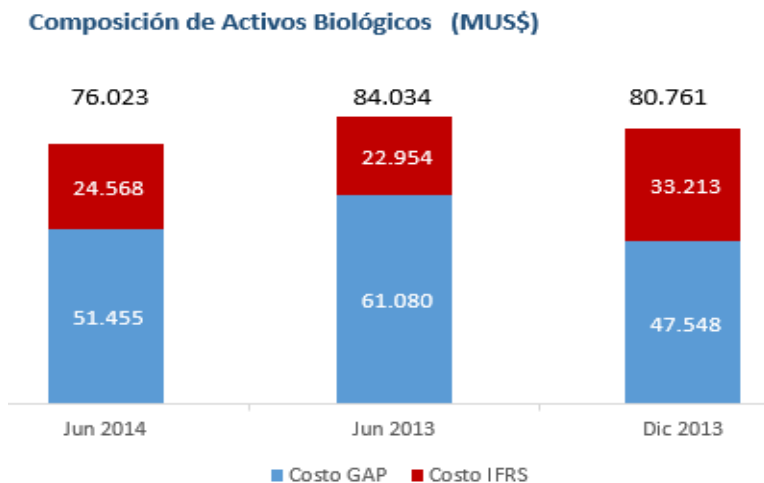
### Activos Biológicos:

Disminuyen en MUS\$4.790, es decir, un 5,8% respecto a Diciembre del 2013, donde los activos biológicos corrientes disminuyeron MUS\$11.341 y los no corrientes aumentaron MUS\$6.551.

De esta disminución, MUS\$4.739 corresponden al segmento salmón, debido principalmente al menor ajustes de IFRS del Fair Value realizados durante el primer semestre de 2014 (MUS\$4.739)

Los activos Biológicos del segmento ostiones disminuyen a Junio de 2014 en MUS\$53 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 30 de Junio de 2014 alcanzaron MUS\$9.807, lo que representa un aumento de 75% respecto de los MUS\$5.594 de diciembre del 2013.

El inventario del primer semestre del 2014 corresponde 100% a salmón atlántico y equivale a 824 toneladas de producto terminado, descompuesto en salmón entero (HON-HG) MUS\$4.551 representando un 46%; porciones MUS\$4.729, representando 48% y filetes y otros con MUS\$527 lo que representa un 5%.

Los inventarios de productos terminados de Ostión alcanzaron MUS\$224, aumentando 13% respecto de los MUS\$ 199 del último trimestre del 2013.

El inventario de Alimento para salmónidos alcanzó a Junio de 2014 los MUS\$944, lo que implica una disminución de 10% respecto de los MUS\$1.049 de diciembre de 2013.

**Propiedad, planta y equipos:**

Estos activos disminuyeron en un 7% o MUS\$5.032 el primer semestre de 2014, explicado principalmente por la depreciación del ejercicio por MUS\$6.193 y las adiciones de equipos productivos por MUS\$1.191.

Por su parte, los Pasivos totales Consolidados alcanzaron MUS\$198.119, lo que significó una disminución de MUS\$3.423, comparado con el cierre a diciembre de 2013.

Las principales variaciones se producen en los siguientes rubros:

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

Disminuyen en MUS\$1.665 principalmente por el menor volumen de biomasa y cosechas durante el primer semestre de 2014, lo que representa un 40,7% de disminución respecto al volumen del mismo período del año 2013

**Otros Pasivos Financieros Corriente:**

Disminuye en US\$1.436 principalmente por el pago mensual de intereses de acuerdo a lo establecido en la autorización de prórroga de la cuota de capital suscrita por el sindicato de bancos de Invermar S.A. En el caso de la Filial Ostimar, la deuda financiera por MUS\$ 6.318 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 a fines del 2013.

### **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 primer semestre de 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\$ 454.

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.

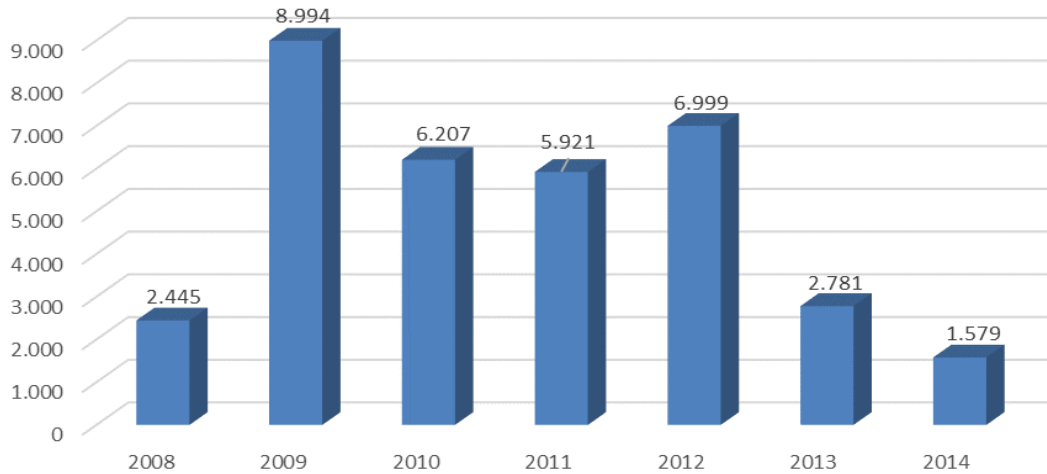
Junto con lo anterior, Landmark Capital se encuentra en un proceso de búsqueda de un socio estratégico, el cual no ha concluido, encontrándose actualmente dicho asesor en conversaciones con varios interesados, no existiendo hasta el momento de emisión de estos Estados Financieros, ninguna oferta vinculante, razón por la cual no se ha informado a la Superintendencia de Valores y Seguros.

Con fecha 31 de Marzo 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 la cuota de capital con vencimiento 31 de enero de 2014 (App MUS\$ 3.400), por un plazo de 180 días y modificar temporalmente los covenants financieros que rigen el Acuerdo de Reprogramación.

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, el último pago de intereses se efectuó en el mes de julio del presente año y se ha solicitado formalmente a los bancos acreedores la prórroga de las cuotas de capital adeudadas para el segundo semestre 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 Junio de cada año se aprecia en el siguiente gráfico:

Efectivo y Efectivo Equivalente a Junio de cada Año MUS\$



### 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\$3.472 en el periodo enero a Junio de 2014, explicado por menores importes de clientes (MUS\$17.882) compensados con menores pagos a proveedores (MUS\$25.126) que se explican por el menor nivel productivo de la compañía.

El flujo neto negativo por actividades de inversión de MUS\$1.195 a Junio de 2014, se explica principalmente por la renovación de equipos productivos (MUS\$1.189).

El flujo neto negativo de MUS\$4.391 originado por las Actividades de Financiamiento mostrado a Junio de 2014, se explica principalmente por el pago de intereses financieros por MUS\$4.389.

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 30 de Junio de 2014 de MUS\$1.579.

#### **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 segundo 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

Entre Enero y Junio de 2014, las exportaciones chilenas de salmón y trucha alcanzaron un total de USD 2.313 millones, un 37% superior al año anterior. Esta alza se debe al mayor precio promedio ya que en términos de volumen los envíos disminuyeron levemente llegando a 285 mil toneladas netas de producto, es decir, una disminución de 4%. El salmón atlántico mostró un alza tanto en valor como en toneladas exportadas con un incremento de 55% y 22% respectivamente. Las exportaciones de salmón coho disminuyeron un 22% en tonelaje pero aumentaron un 36% en valor. A su vez, las exportaciones de trucha cayeron un 41% en tonelaje exportado mientras en valor cayeron sólo un 3%.

Respecto de la participación de los mercados de destino en cuanto al valor total de las exportaciones, EEUU fue el destino principal con un 33% de las ventas seguido de Japón con un 26%. A continuación se ubicó Latinoamérica con un 18% (Brasil representó un 13%), Otros (principalmente Asia) con un 17% 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 67%. A continuación se ubicaron el salmón coho y la trucha con un 16.5% en ambos casos.

En términos de mercado, los precios promedio de exportación observados en el período Abril-Junio en comparación con el segundo trimestre de 2013, mostraron una recuperación. El salmón atlántico tuvo un alza de 13% mientras la trucha tuvo un aumento de 40%. El salmón coho a su vez, mostró una recuperación de 45%.

En cuanto a la evolución de precios en los principales mercados, durante este segundo trimestre el precio promedio del filete de salmón Atlántico fresco en EEUU tuvo una disminución de 3% respecto a igual trimestre del año anterior y una leve alza de 2% respecto al primer trimestre de 2014, llegando a fines de Junio a niveles de USD/LB 4.55 para Trim C 2-4 lbs. puesto en Miami.

En Noruega, el precio promedio del segundo trimestre fue de NOK/Kg 39.96 mostrando una caída de 4% respecto al segundo trimestre 2013 y una disminución de 15% respecto del primer trimestre de 2014 (Fish Pool Index para salmón Atlántico Entero 3-6 kg en Oslo).

### Industria del Ostión

Durante el primer semestre 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\$1.537.

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 Junio de 2014 promediaron un precio de US\$ 19,37/kg de producto equivalente a carne, frente a un promedio de US\$ 12,3/kg en el año 2013, lo que representa un aumento de 57%.

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 30 de Junio de 2014, la compañía y sus filiales mantienen toda su deuda financiera de corto y largo plazo 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 primer semestre de 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 virtud del Contrato de Crédito y Reconocimiento de Deuda de fecha 30 de diciembre de 2009, el último pago de intereses se efectuó en el mes de julio del presente año y se ha solicitado formalmente a los bancos acreedores la prórroga de las cuotas de capital adeudadas para el segundo semestre de 2014, encontrándose Invermar, a esta fecha, a la espera de una respuesta por parte de los bancos acreedores.

Con posterioridad al 30 de Junio de 2014 y la 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	jun-14	jun-13	Var%
<b>INDICE DE LIQUIDEZ</b>			
Liquidez corriente (veces)	1,57	1,83	-14%
Razón Ácida (veces)	1,35	1,73	-22%
<b>INDICE DE ENDEUDAMIENTO</b>			
Razón de endeudamiento (veces)	15,99	22,55	-29%
Razón de endeudamiento corto plazo (veces)	4,95	5,99	-17%
Razón de endeudamiento largo plazo (veces)	11,04	16,56	-33%
Porción deuda corto plazo (%)	0,31	0,27	17%
Porción deuda largo plazo (%)	0,69	0,73	-6%
Cobertura Gastos Financieros	0,66	2,44	-73%
<b>INDICES DE ACTIVIDAD</b>			
Total Activos (MUS\$)	210.508	219.746	-4%
Total Pasivos (MUS\$)	198.118	210.414	-6%
Total Patrimonio (MUS\$)	12.390	9.332	33%
Rotación de Inventarios	0,57	0,79	-28%
Rotación Activos Biológicos e Inventarios	0,61	0,78	-22%
<b>INDICES DE RENTABILIDAD</b>			
Rentabilidad del Patrimonio (%) Sin ifrs	-30,3%	-88,4%	-66%
Rentabilidad del Activo (%)	-5,0%	1,0%	-600%
Resultado por acción (US\$/acción)	-0,037	0,008	-579%
N° acciones suscritas y pagadas	288.805.366	288.805.366	0%
<b>INDICES DE RESULTADOS</b>			
Ingresos de explotación (MUS\$)	47.046	62.689	-25%
Costo de Explotación (MUS\$)	-44.316	-64.142	-31%
Ajustes Activos Biológicos (MUS\$)	-6.801	10.451	n/a
Margen Bruto (MUS\$) sin IFRS	2.730	-1.453	n/a
Margen Bruto % sin IFRS	5,8%	-2,3%	n/a
G Adm y C DIST	-4.189	-4.942	-15%
G Adm y C DIST/Ingresos (%)	8,9%	7,9%	13%
EBIT (sin Fair Value)	-1.459	-6.395	n/a
EBITDA (sin Fair Value)	4.734	-562	n/a
<b>INDICES DE OPERACIÓN</b>			
Cosechas por hectáreas en uso (tons/centro)	58	153	-62%
Cosecha (Tons WFE)	7	22	-70%
Concesiones en uso (Nº a Dic 2013 y 2012)	6	9	-33%
Densidad de cultivo (kgs/m3)			
Salar	5,3	3,9	36%
Coho	0,0	0,0	-
Trucha	0,0	0,0	-
Tasa de sobrevivencia (%)			
Salar	94,6	82,7	14%
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:  $\text{hectáreas en uso} / \text{hectáreas totales}$ .