



**MINERA
VALPARAISO S.A.**

**ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS
FINANCIEROS CONSOLIDADOS
INTERMEDIOS**

**Correspondientes al periodo terminado al
31 de marzo de 2014**

**ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS
AL 31 DE MARZO DE 2014 Y 2013**

Los presentes estados financieros consolidados de Minera Valparaíso S.A. y Subsidiarias al 31 de Marzo de 2014 han sido preparados de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

A.1. INDICADORES FINANCIEROS

	<u>31-Mar-2014</u>	<u>31-Dic-2013</u>	<u>31-Mar-2013</u>
1. Liquidez Corriente			
Activo Corriente / Pasivo Corriente	2,33	1,88	1,25
2.- Razón Ácida			
<u>Activo Corriente-Inventarios-Pagos Anticipados</u> Pasivo Corriente	2,07	1,68	1,13
3.- Razón de Endeudamiento			
Deuda Total / Patrimonio	0,585	0,600	0,573
4.- Rentabilidad del Patrimonio			
Utilidad / Patrimonio Promedio	0,008	0,024	0,008
5.- Rentabilidad del Activo			
Utilidad / Activo Total Promedio	0,004	0,012	0,004
6.- Utilidad en US\$ por Acción	0,33	0,93	0,31
7.- Proporción Deuda Corto Plazo			
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	12,97%	15,76%	22,53%
8.- Proporción Deuda Largo Plazo			
Deuda Largo Plazo / Deuda Total	87,03%	84,24%	77,47%
9.- Retorno de Dividendos			
Dividendos pagados/valor bolsa acción	0,01	0,01	0,01

A.2. ANALISIS DEL ESTADO DE RESULTADO

Estado de Resultados

	31-Mar-2014	31-Mar-2013	Variación
	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Ganancia (Pérdida)			
Ingresos de actividades ordinarias	431.143	387.008	44.135
Costos de ventas	-289.198	-269.173	-20.025
Ganancia Bruta	141.945	117.835	24.110
Gastos de Administración	-63.938	-65.445	1.507
Otras Ganacias (pérdidas)	9.161	-15.383	24.544
Ganancia (pérdida) de actividades operacionales	87.168	37.007	50.161
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	256	1.277	-1.021
Ingresos financieros	1.852	1.996	-144
Costos financieros	-12.878	-15.899	3.021
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	22.631	30.682	-8.051
Diferencia de cambios	-6.892	-1.147	-5.745
Resultados por Unidad de Reajuste	2.518	398	2.120
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	94.655	54.314	40.341
Gasto por impuestos a las ganancias	-21.439	4.546	-25.985
Ganancia (pérdida)	73.216	58.860	14.356
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	41.082	38.570	2.512
Ganancia atribuible a participaciones no controladoras	32.134	20.290	11.844
Ganancia (pérdida)	73.216	58.860	14.356

El resultado del ejercicio terminado al 31 de marzo de 2014 presenta una ganancia atribuible a la controladora de MUS\$ 41.082 lo que representa un aumento del 6,5% (MUS\$2.512) respecto de la utilidad de igual periodo del año anterior que fue de MUS\$ 38.570.

Colbún S.A., nuestra principal empresa controlada, mostró una utilidad de MUS\$51.536 que es mayor a los MUS\$24.414 del periodo 2013. Esto se traduce en un impacto positivo en los resultados de Minera Valparaíso S.A. de MUS\$13.079, a lo que se suma el mejor resultado de su inversión directa e indirecta en Bicecorp S.A., el que impacta positivamente en los resultados en MUS\$855. Lo anterior se vio contrarrestado parcialmente por menores resultados que Minera Valparaíso S.A. ha devengado por su participación directa e indirecta en Empresas CMPC S.A. (MUS\$7.374), Puertos y Logística S.A. (MUS\$5.071), Almendral S.A. (MUS\$788) e Inversiones El Raulí S.A. (MUS\$118), a lo que se agrega una pérdida por diferencia de cambios en la sociedad matriz, provocado por la revaluación del dólar respecto del peso en el primer trimestre de 2013 (Variación positiva de 5,06%), en circunstancias que lo contrario ocurrió en el primer trimestre de 2013, donde se observó una devaluación de la moneda norteamericana (Variación negativa de 1,65%).

a) Ganancia Bruta

La variación positiva de MUS\$ 24.110 que registró la ganancia bruta de Minera Valparaíso S.A. se debe en gran parte al aumento en la ganancia bruta de la sociedad controlada Colbún S.A. (como se muestra en la Tabla N°1 "Estado de Resultados" que Colbún S.A. presenta en la página 3 de su análisis razonado al 31 de marzo de 2013).

En efecto, Colbún S.A., a marzo de 2014 muestra una ganancia bruta de MUS\$137.894, que se compara con MUS\$110.391 registrado a marzo de 2013. Este aumento se explica principalmente porque el primer trimestre de 2014 incluye un ingreso no recurrente de US\$32,5 millones a consecuencia de la indemnización por el lucro cesante del seguro asociado al siniestro de marzo de 2013 en la Central Nahuenco II que tuvo fuera de operación a esta planta por 132 días.

Lo anterior se vio contrarrestado por una menor ganancia bruta en la actividad portuaria de US\$3.345, actividad que se desarrolla a través de nuestra subsidiaria Puertos y Logística S.A. y sus subsidiarias, y se explica por la disminución de tonelaje movilizado debido a la paralización portuaria que afectó a la gran mayoría de los terminales portuarios del País durante enero de 2014 y el aumento de los costos laborales por los aportes comprometidos a los trabajadores.

Las principales variaciones de la ganancia bruta son las siguientes:

Ingresos Ordinarios

La variación positiva de MUS\$44.135 que experimentaron los ingresos de explotación de Minera Valparaíso S.A. provienen mayoritariamente por un aumento en los Ingresos de MUS\$46.283 en Colbún y sus subsidiarias, que se explica principalmente por un mayor nivel de ventas físicas debido al nuevo contrato de suministro de largo plazo con Codelco que comenzó en marzo de 2013 y en menor medida, por un suministro adicional de respaldo con este mismo cliente libre que comenzó en mayo de 2013 y que estará vigente hasta diciembre de 2014.

La variación positiva de los Ingresos Ordinarios se vio contrarrestado en parte por menores ingresos por servicios portuarios de nuestra subsidiaria Puertos y logística S.A. por MUS\$1.975, la que se explica principalmente por menores ingresos de Puerto Central S.A. (operación en San Antonio).

Costos de Venta

Los mayores costos de venta de MUS\$ 20.025, se deben principalmente a un aumento en los costos de explotación en Colbún S.A. y sus subsidiarias de MUS\$18.780. Este aumento se explica principalmente por mayor consumo de petróleo diesel, en parte compensado por menores compras en el mercado CDEC y menor consumo de carbón. Asimismo en nuestra subsidiaria Puertos y Logística S.A. aumentaron los costos en MUS\$1.370.-

b) Otros Resultados

Los Otros Resultados aumentaron en MUS\$16.231, de acuerdo al siguiente detalle:

Otros Resultados	31-Mar-2014 MUS\$	31-Mar-2013 MUS\$	Diferencia MUS\$
Otras ganancias (pérdidas)	9.161	(15.383)	24.544
Costos financieros	(12.878)	(15.899)	3.021
Resultado por unidad de reajuste	2.518	398	2.120
Gastos de Administración	(63.938)	(65.445)	1.507
Ingresos financieros	1.852	1.996	(144)
Baja en cuentas de activos medidos a costo amortizado	256	1.277	(1.021)
Diferencia de cambios	(6.892)	(1.147)	(5.745)
Participación en ganancias de Asociadas	22.631	30.682	(8.051)
Total	(47.290)	(63.521)	16.231

Esta variación positiva se explica mayoritariamente por un aumento en "Otras ganancias (pérdidas)" debido a que en el primer trimestre de 2013 se efectuó el reconocimiento de la falla en la turbina de la Unidad II del Complejo Nehuenco y en el primer trimestre de 2014 se registra un ingreso por la liquidación del seguro por el siniestro de Nehuenco II (Ver nota 32 de los Estados Financieros), por una disminución en "Costos financieros" (Ver nota 34 de los Estados Financieros), por un aumento en "Resultado por unidad de reajuste" (Ver nota 36(b) de los Estados Financieros) y una disminución en "Gastos de administración" (Ver nota 31 de los Estados Financieros). Lo anterior se vio parcialmente contrarrestado por una disminución en "Ingresos Financieros" (Ver nota 33 de los Estados Financieros), una disminución en "Baja en cuentas de activos medidos a costo amortizado", una mayor pérdida por "Diferencias de cambio" como consecuencia de la revaluación del dólar observada al 31 de marzo de 2014 (Ver nota 36 de los Estados Financieros) y por una disminución en la "Participación en ganancias de Asociadas" como se detalla en el siguiente cuadro:

Sociedades	Minera Valparaiso S.A. Resultados devengados		
	31-Mar-2014 MUS\$	31-Mar-2013 MUS\$	Diferencia MUS\$
Empresas CMPC S.A.	9.059	16.435	(7.376)
Coindustria Ltda.	2.871	3.080	(209)
Viecal S.A.	167	299	(132)
Portuaria Andalién S.A.	(5)	0	(5)
Inversiones El Raulí S.A.	489	606	(117)
Almendral S.A.	2.457	3.160	(703)
Sardelli Investment S.A.	380	654	(274)
Otras inversiones	1.329	2.192	(863)
Bicecorp S.A.	5.884	4.256	1.628
	22.631	30.682	(8.051)

Las principales diferencias en los resultados de las empresas relacionadas se explican por lo siguiente:

- La utilidad consolidada de Empresas CMPC S.A. al 31 de marzo de 2014 atribuible a la controladora alcanzó a MUS\$46.420, lo que representa un descenso de un 45% con respecto a lo registrado al 31 de marzo de 2013. A nivel operacional se observa un EBITDA consolidado de CMPC y subsidiarias de US\$250 millones, 18% superior respecto al valor registrado el mismo periodo del año 2013. Destacan un aumento del EBITDA del área de celulosa del 61% fundamentalmente por mejores volúmenes y menores costos de producción, dado por un mayor volumen de exportaciones de ambos tipos de fibra, un mejor precio de celulosa fibra larga y una mayor venta de energía eléctrica, compensado parcialmente por un menor precio de exportación de celulosa fibra corta. En el área forestal se observa un mayor EBITDA de 4% producto de menores costos totales. En el área tissue se observa un menor EBITDA de 24% como consecuencia de la devaluación de las monedas locales con respecto al dólar ponderado por las ventas de tissue en los respectivos países donde este negocio opera. En el área de papeles también se observa un menor EBITDA de 1% por una mejor eficiencia en costos que permitió contrarrestar en parte la disminución de ingresos y los mayores costos de energía eléctrica asociados al término de los contratos de suministro de largo plazo que se tuvieron hasta finales del 2013.

Varios factores no operacionales más que neutralizan el mayor EBITDA y explican la caída en las utilidades netas. Los principales efectos corresponden a:

Una pérdida por US\$21 millones registrada en "Otras Ganancias (Pérdidas)" el primer trimestre de 2014, correspondientes principalmente al resultado por la liquidación de operaciones con derivados financieros que permutan a dólares, pasivos en UF y que se compensa con una ganancia registrada en la línea por diferencia de cambio por US\$20 millones.

Una pérdida por US\$48 millones registrada en "Impuestos a las Ganancias" en el primer trimestre del año 2014, que se compara negativamente con una utilidad por US\$ 4 millones registrada en igual período del año anterior por este concepto. Esta diferencia se explica por la depreciación del peso chileno en los tres primeros meses de 2014, comparado con la apreciación de esta moneda en el mismo período del año 2013. Esto implicó registrar un mayor cargo en Impuesto a la renta en Chile por US\$ 35 millones, fundamentalmente por la apreciación de las inversiones en el extranjero que se mantienen en dólares; a ello se agrega un mayor cargo por Impuesto diferido por US\$ 18 millones, por la mayor diferencia entre las bases financiera y tributaria.

- El menor resultado en Coindustria Ltda. se explica fundamentalmente, por menores resultados de su inversión directa e indirecta en Empresas CMPC S.A..
- El menor resultado en Viecal S.A., se explica fundamentalmente por sus menores resultados no operacionales, derivados de menores dividendos percibidos y menores resultados devengados en Inversiones en Asociadas que se contabilizan utilizando el método de la participación.
- El menor resultado en Inversiones El Raulí S.A., se explica fundamentalmente por un menor resultado de su inversión en Almendral S.A.
- El menor resultado en Almendral S.A., se explica fundamentalmente por una menor utilidad en su inversión en Empresa Nacional de Telecomunicaciones S.A..
- El mejor resultado en Bicecorp S.A., se explica principalmente por las mayores utilidades obtenidas por sus filiales Banco BICE y BICE Vida. El aumento observado en el Banco BICE se genera producto del crecimiento de su negocio comercial y a un buen resultado de su negocio de tesorería. Por su parte el incremento de la utilidad de BICE Vida se explica principalmente por el mayor resultado financiero asociado a sus inversiones inmobiliarias y de renta fija.

Minera Valparaíso S.A. y Subsidiarias

Resultados por centro de negocios al 31 de Marzo de 2014

Conceptos	Sector Eléctrico MUS\$	Sector Portuario MUS\$	Sector Inmobiliario MUS\$	Inversión en CMPC y Otras MUS\$	Totales MUS\$
Ingresos Ordinarios	413.245	17.446	271	181	431.143
Costos de Ventas	(275.351)	(13.701)	(32)	(114)	(289.198)
Ganancia Bruta	137.894	3.745	239	67	141.945
Otros Ingresos (Egresos)	(66.724)	(4.131)		2.126 (**)	(68.729)
Resultado antes de impuestos	71.170	(386)	239	23.632	94.655
Resultado despues de impuesto	51.536	(1.871)	191	23.360	73.216

(**) Detalle de resultados

Inversión en Empresas CMPC S.A.	9.059
Otras inversiones	13.572
Otros resultados	(20.505)
	2.126

A.3. ANALISIS DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

Estado de Situación Financiera resumido

	31-Mar-2014 MUS\$	31-Dic-2013 MUS\$	Variación MUS\$
Activos Corrientes	849.075	850.980	-1.905
Activos no Corrientes	9.130.188	9.192.467	-62.279
Total Activos	9.979.263	10.043.447	-64.184
Pasivos Corrientes	363.796	453.570	-89.774
Pasivos no Corrientes	2.440.043	2.425.094	14.949
Total Pasivos	2.803.839	2.878.664	-74.825
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	4.789.680	4.799.864	-10.184
Participaciones no controladoras	2.385.744	2.364.919	20.825
Total Pasivos y Patrimonio	9.979.263	10.043.447	-64.184

a.- Activos Corrientes

Los activos corrientes presentan una variación negativa de MUS\$1.905. Esta variación se debe principalmente a la disminución del rubro otros activos no financieros de MUS\$202.020, una disminución del rubro efectivo y equivalentes al efectivo de MUS\$48.623 y una disminución de otros activos financieros de MUS\$15.317. Lo anterior se vio parcialmente compensado por el aumento en el rubro deudores comerciales de MUS\$245.370, un aumento en el rubro inventario de MUS\$9.171, un aumento en el rubro activos por impuestos corrientes de MUS\$4.948 y un aumento en el rubro cuentas por cobrar a empresas relacionadas de MUS\$4.566.

b.- Activos No Corrientes

Los activos no corrientes presentan una variación negativa de MUS\$62.279. Esta variación se debe principalmente a la disminución en el rubro otros activos financieros de MUS\$45.681, una disminución en el rubro propiedades, planta y equipo de MUS\$14.023, una disminución en el rubro activo por impuesto diferidos de MUS\$10.479 y una disminución en el rubro inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación de MUS\$6.545. Lo anterior se vio parcialmente compensado por un aumento en el rubro activos intangibles distintos de la plusvalía de MUS\$10.861 y un aumento en el rubro otros activos no financieros de MUS\$3.664.

c.- Pasivos Corrientes

Los pasivos corrientes tuvieron una variación negativa de MUS\$89.774. Esta variación se debe principalmente a la disminución en el rubro otros pasivos financieros de MUS\$66.599, una disminución del rubro cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar de MUS\$21.091 y una disminución del rubro provisiones corrientes por beneficios a los empleados de MUS\$7.711. Lo anterior se vio parcialmente compensado por un aumento en el rubro cuentas por pagar a entidades relacionadas de MUS\$4.496 y en menor medida por un aumento en el rubro pasivos por impuestos corrientes de MUS\$957.

d.- Pasivos No Corrientes

Los pasivos no corrientes tuvieron una variación positiva de MUS\$14.949. Esta variación se debe principalmente al aumento del rubro otros pasivos financieros de MUS\$6.569 y un aumento en el rubro pasivos por impuestos diferidos de MUS\$9.754. Lo anterior se vio parcialmente contrarrestado por una disminución en el rubro otros pasivos no financieros de MUS\$1.139.

B. DIFERENCIA ENTRE VALOR LIBRO Y VALOR DE MERCADO DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS

Los Activos de la Sociedad Matriz y sus subsidiarias se presentan en los estados financieros consolidados valorizados de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Dentro de los criterios más relevantes que a este respecto cabe destacar, se encuentran aquellos que dicen relación con la valorización de las inversiones en acciones y derechos en sociedades, y con su presentación o clasificación dentro de los estados financieros consolidados.

Centrando la atención en los dos grandes grupos en que se ordenan los Activos, a saber:

	31-Mar-2014		31-Dic-2013	
	MUS\$	%	MUS\$	%
Activos Corriente	849.075	8,51	850.980	8,47
Activos No Corriente	9.130.188	91,49	9.192.467	91,53
Total Activos	9.979.263	100,00	10.043.447	100,00

En los Activos Corrientes se encuentra incluido el rubro Otros Activos Financieros, representado en parte por aquellas inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus subsidiarias no ejercen influencia significativa y que a partir del 1 de enero de 2008 se valorizan a valor razonable (valor bursátil). Esta partida equivale a MUS\$16.594 en marzo de 2014 y a MUS\$17.174 en diciembre de 2013.

En los Activos No Corrientes se encuentra incluido el rubro Otros Activos Financieros, que considera en parte aquellas inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus subsidiarias no ejercen influencia significativa y cuya intención no es la de enajenarlas en el corto plazo y que a partir del 1 de enero de 2008 se valorizan a valor razonable (valor bursátil). Esta partida equivale a MUS\$1.094.003 en marzo de 2014 y MUS\$1.136.431 en diciembre de 2013. Asimismo, en los Activos No Corrientes se incluyen las inversiones en empresas asociadas valorizadas por el método de la participación. Esta partida equivale a MUS\$2.577.658 en marzo de 2014 y MUS\$2.584.203 en diciembre de 2013.

Considerando que las inversiones en acciones y derechos en sociedades son activos importantes, puesto que representan el 36,96% y 37,22% del total del activo en los respectivos ejercicios, las principales diferencias que se presentan entre sus valores están dadas por los criterios de valorización de estas inversiones, en donde nos encontramos que las inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus subsidiarias no ejercen influencia significativa, están valorizadas a valor razonable (valor bursátil) y las inversiones clasificadas como Asociadas está valorizadas por el método de la participación.

Las inversiones que han sido clasificadas dentro del rubro Inversiones en Asociadas, contabilizadas por el método de la participación, se presentan al valor patrimonial proporcional, el cual resulta ser un 27,31% mayor al valor de mercado determinado al 31 de marzo de 2014 (21,05% mayor al valor de mercado en diciembre de 2013). Dentro de estas inversiones, la más significativa está representada por las acciones de Empresas CMPC S.A. que Minera Valparaíso S.A. posee en forma indirecta a través de sus sociedades subsidiarias y asociadas. La participación consolidada en Empresas CMPC S.A. que muestran los Estados Financieros, en la que se encuentra incluida la participación correspondiente a intereses minoritarios, alcanza a un 19,51% en marzo de 2014 y diciembre de 2013.

Minera Valparaíso S.A. y Subsidiarias

La importancia que estos activos representan en el total se puede visualizar a través de las siguientes cifras:

	31-Mar-2014		31-Dic-2013	
	MUS\$	%	MUS\$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (VPP)	1.634.790	16,38	1.622.748	16,16
Otras acciones y dchos. en Asociadas (VPP)	942.868	9,45	961.455	9,57
Disp. para la venta corriente (Acciones)	16.594	0,17	17.174	0,17
Disp. para la venta no corriente (Acciones)	1.094.003	10,96	1.136.431	11,32
Otros Activos	6.291.008	63,04	6.305.639	62,78
Total Activos	9.979.263	100,00	10.043.447	100,00

El valor asignado a la inversión en Empresas CMPC S.A., corresponde al valor patrimonial proporcional a la fecha de cierre de los respectivos ejercicios. Si esta misma situación se analiza considerando el valor de cotización bursátil de dichas acciones y las de aquellas sociedades valorizadas por el método de la participación y que tienen cotización bursátil, pero de menor relevancia, al cierre de los ejercicios se obtiene la siguiente situación:

	31-Mar-2014		31-Dic-2013	
	MUS\$	%	MUS\$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (Bolsa)	1.057.065	11,21	1.136.134	11,84
Otras acciones y dchos. en Asociadas (Bolsa)	967.654	10,27	998.686	10,41
Disponible para la venta corriente	16.594	0,18	17.174	0,18
Disponible para la venta no corriente	1.094.003	11,61	1.136.431	11,85
Otros Activos	6.291.008	66,73	6.305.639	65,72
Total Activos	9.426.324	100,00	9.594.064	100,00

Si se comparan los dos criterios señalados, se puede concluir que existe una sobrevaluación de estos activos de MUS\$552.939 en marzo de 2014 y de MUS\$449.383 en diciembre de 2013.

C. MERCADOS Y COMPETENCIAS

Minera Valparaíso S.A., y las sociedades con las que consolida, se desenvuelven principalmente en las áreas de generación y venta de energía eléctrica, de servicios portuarios, de industrialización de la madera y de la explotación de bienes raíces urbanos. Las actividades propias de estas áreas, las desarrolla directamente o a través de sociedades subsidiarias o asociadas.

C.1 Generación y ventas de energía eléctrica

La Sociedad directamente y a través de sus subsidiarias Forestal Cominco S.A. e Inversiones Coillanca Ltda. es el accionista controlador de Colbún S.A., controlando un 49,26% de su capital accionario.

Participación en el mercado y competencia:

Colbún S.A. es una empresa generadora cuyo parque de producción alcanza una potencia instalada de 3.278 MW, conformada por 1.689 MW en unidades térmicas y 1.589 MW en unidades hidráulicas. Opera en el Sistema Interconectado Central (SIC), donde representa cerca del 20% del mercado en términos de capacidad instalada.

A través de su política comercial, Colbún busca ser un proveedor de energía competitiva, segura y confiable con un volumen que le permita maximizar la rentabilidad a largo plazo de su base de activos, acotando la volatilidad de sus resultados. Estos presentan una variabilidad estructural por cuanto dependen de condiciones exógenas como la hidrología y el precio de los combustibles (petróleo, gas y carbón). En años secos el déficit de generación hidráulica se suple aumentando la producción de unidades térmicas con gas, lo que complementa la generación a carbón eficiente. Eventualmente Colbún puede recurrir a compras de energía en el mercado spot a costos marginales marcados generalmente por generación con gas natural o petróleo diesel si su capacidad propia le es insuficiente y además el sistema presenta una condición hidrológica seca. Adicionalmente, en la medida que se presenten excedentes de producción, Colbún vende dicha energía en el mercado spot a costos marginales iguales o superiores a los costos variables de sus unidades térmicas.

Uno de los pilares más relevantes del negocio es la política comercial de Colbún que define el nivel de contratación, el nivel de los precios y sus factores de indexación, y cláusulas comerciales ad-hoc para compartir riesgo con los clientes. La política comercial de Colbún procura un nivel de contratación que se adecúe a su capacidad de generación competitiva. Ello se complementa con precios de suministro que se ajustan a la estructura de costos de Colbún y con mecanismos de mitigación de riesgos de precios en periodos de transición (entrada de nuevos contratos/construcción de nuevos proyectos). Aunque esta política no elimina por completo la exposición de los resultados de Colbún a hidrologías extremadamente secas, la experiencia acumulada, muestra una reducción de dichos efectos. Con todo, la política comercial no tiene como único propósito disminuir la exposición a hidrologías secas, sino que también busca generar un perfil de márgenes comerciales en periodos largos de tiempo que permita rentabilizar la base de activos en operación y en construcción.

Con respecto a los años anteriores, Colbún se encuentra en una posición más balanceada entre compromisos comerciales y su capacidad de producción propia competitiva, considerando incluso una situación hidrológica adversa. Por el lado de los compromisos a fines de 2013 se terminó el contrato con un cliente libre que representaba aproximadamente 6% de las ventas físicas del año 2013. Y por el lado de la capacidad, la entrada en operación comercial de la Central Angostura agregará 1.500 GWh de energía base en condiciones hidrológicas medias, lo que representa aproximadamente un 13% de las ventas a clientes registrados en el año 2013.

Cabe recordar que durante el 2T13 se acordó un suministro adicional de respaldo de mediano plazo con Codelco, el cual estará vigente hasta Dic14. Este último no presenta riesgo para Colbún, dado

que los costos asociados a este suministro son traspasados al cliente.

Los resultados de Colbún para los próximos meses estarán determinados principalmente por un nivel más balanceado entre generación propia eficiente y nivel de contratación. Esto se explica por el vencimiento de ciertos contratos con clientes libres; por las inyecciones de energía al sistema de la central hidroeléctrica Angostura; y finalmente por la operación tanto de nuestras centrales térmicas eficientes como Santa María I a carbón, como con las Nehuenco I y II que se encuentran operando con gas natural. Respecto a esto último, Colbún cuenta con dos acuerdos de suministro de gas natural. El primer acuerdo es uno de mediano plazo con Metrogas S.A., el cual contempla el suministro para una unidad del Complejo Nehuenco para el periodo entre enero a abril, de los años 2013 (ya utilizado), 2014 (ya utilizado) y 2015. El segundo acuerdo, alcanzado con ENAP Refinerías S.A. durante el 3T13, contemplaba el suministro para la otra unidad de ciclo combinado del Complejo Nehuenco para el periodo entre Oct13 y Mar14. Adicionalmente durante este trimestre Colbún negoció suministro adicional con ENAP para abastecer una unidad de ciclo combinado durante los meses de Abril a Junio de 2014.

Cabe mencionar que tras la entrada de la central hidroeléctrica Angostura, Colbún ha incorporado sobre 900 MW de capacidad eficiente al sistema desde el año 2006, invirtiendo más de US\$ 2.000 millones. Angostura completará esta fase de crecimiento donde Colbún habrá sido la empresa que más capacidad ha incorporado al sistema, representando un 38% del total. Con esto, esperamos continuar con el progreso tanto de las métricas financiera que han venido mejorando en los últimos años, como con la búsqueda de consolidación de esta fuerte inversión para mostrar así una excelencia a nivel operacional.

En un horizonte de más largo plazo, los resultados de Colbún estarán determinados principalmente por la operación confiable que puedan tener las centrales, la cuales se espera que tengan un alto nivel de disponibilidad y por una normalización de las condiciones hidrológicas.

Colbún tiene en ejecución un plan de desarrollo consistente en aumentar su capacidad instalada manteniendo una relevante participación hidroeléctrica, con un complemento térmico eficiente que permita incrementar su seguridad de suministro en forma competitiva diversificando sus fuentes de generación.

A continuación se explica el status de los proyectos que se encuentra desarrollando Colbún:

Proyectos en Fase Final de Construcción

- Central hidroeléctrica Angostura (316 MW): esta central hidroeléctrica utiliza los recursos hídricos de los ríos Biobío y Huequecura en la región del Biobío mediante la construcción de un embalse de 641 hectáreas. Esta central cuenta con 3 unidades de generación que suman 316 MW y se estima una generación anual de 1.500 GWh en condiciones hidrológicas medias. En septiembre del año pasado se inició el llenado del Embalse Angostura y en diciembre se realizó la sincronización de la primera unidad con el sistema interconectado central (SIC). Las unidades 1 y 3 de 135 MW y 46 MW respectivamente fueron entregadas a operación comercial al CDEC el día 01 de abril de 2014, mientras que la unidad 2 de 135 MW fue entregada al CDEC para su operación comercial el día 25 del mismo mes. En paralelo, Colbún ha cumplido con el plan de relocalización de 46 familias y la entrega de las obras de infraestructura para la comunidad entre las cuales se cuentan 3 campings, 2 playas públicas, un sendero y un mirador que potenciarán el desarrollo turístico del sector, junto con diversos proyectos sociales.

En los primeros meses de 2014, esta unidad ha mostrado un nivel de generación estable. Desde su sincronización, las unidades han generado durante su fase de pruebas un total de 116 GWh acumulados al cierre de Mar-14. Angostura es la central hidroeléctrica más grande construida en la última década en Chile y su potencia instalada es equivalente a la demanda máxima de la ciudad de Valparaíso o el 70% de la demanda de la ciudad de Concepción.

Proyectos en Desarrollo

- Proyecto hidroeléctrico San Pedro (144 MW): este proyecto, ubicado en las comunas de Panguipulli y Los Lagos, aprovechará energéticamente las aguas del río San Pedro. Colbún ha concluido el análisis de las prospecciones y estudios de terreno recopilados durante los últimos 2 años. Con estos antecedentes se está finalizando la etapa de ingeniería de las adecuaciones y optimizaciones que los expertos consultados han recomendado, las que no afectan los principales parámetros ambientales del proyecto ya aprobado. Durante el primer semestre, se iniciará un proceso de información de estas modificaciones a las autoridades e instituciones nacionales y regionales competentes, y también se someterán estos cambios a un proceso de socialización con la comunidad durante el segundo semestre del año, previo a ingresarlos al Sistema de Evaluación Ambiental.
- Proyecto hidroeléctrico La Mina (34 MW): este proyecto, ubicado en la comuna de San Clemente, aprovechará energéticamente las aguas del río Maule. El proyecto, que califica como central mini-hidro ERNC, obtuvo su Resolución de Calificación Ambiental en noviembre de 2011 y en mayo de 2013, recibió su aprobación la DIA de optimización. En abril, la DGA otorgó el permiso de obras hidráulicas. A la fecha se encuentra en fase de evaluación de las ofertas recibidas por las licitaciones de construcción de las obras civiles y equipos hidromecánicos iniciada el año pasado.
- Proyecto térmico a carbón Santa María II (342 MW): Colbún cuenta con el permiso ambiental para desarrollar una segunda unidad, similar a la primera unidad en operación. Se optimizó su diseño, incorporando tecnología para cumplir con la exigente norma de emisiones. Asimismo se está analizando las dimensiones técnicas, medioambientales, sociales y financieras del proyecto, para definir oportunamente el inicio de su desarrollo.
- Hidroaysén: Colbún en conjunto con Endesa-Chile a través de la sociedad Hidroaysén S.A. participan en el desarrollo de proyectos hidroeléctricos en los ríos Baker y Pascua de la región de Aysén. Estas plantas hidroeléctricas contarían con una capacidad instalada total de aproximadamente 2.750 MW, capacidad que una vez en operación, sería comercializada en forma independiente por ambas compañías. A pesar que el Proyecto Hidroaysén recibió la aprobación ambiental para construir cinco centrales hidroeléctricas en mayo 2011, y que fue confirmada tanto por la Corte de Apelaciones de Puerto Montt como por la Corte Suprema, ésta aún no se encuentra a firme por existir reclamaciones pendientes desde hace más de 2 años ante el Consejo de Ministros tanto del titular del proyecto como de opositores a él.

Si bien Hidroaysén se encontraba en el proceso de elaboración del Estudio de Impacto Ambiental de la ingeniería y de difusión del proyecto de transmisión, con fecha 30 de mayo de 2012 el Directorio de Colbún decidió recomendar en las instancias correspondientes de Hidroaysén S.A. la suspensión indefinida del ingreso del Estudio de Impacto Ambiental del proyecto de transmisión en vista a que mientras no exista una política nacional que cuente con amplio consenso y otorgue los lineamientos de la matriz energética que el país requiere, Colbún estima que no están dadas las condiciones para desarrollar proyectos energéticos de esta magnitud y complejidad. El 30 de enero de 2014 el Comité de Ministros resolvió la reclamación presentada por el titular Hidroaysén y 16 reclamaciones PAC, sin embargo respecto de las restantes 18 reclamaciones PAC pendientes dispuso medidas para mejor resolver encomendando dos estudios adicionales. Posteriormente un nuevo Comité de Ministros se reunió el 19 de Marzo de 2014 y resolvió iniciar un proceso de invalidación de las resoluciones dictadas por el Comité de Ministros del mes de enero referido. Hidroaysén se hizo parte en este proceso de invalidación sosteniendo la ilegalidad de dividir el proceso administrativo según lo resuelto por el Comité de fecha 30 de Enero, y especialmente insistió fundadamente en la legalidad de la RCA del Proyecto.

C.2. Servicios portuarios

La sociedad subsidiaria Puertos y Logística S.A. (Pulogsa) mantiene operaciones en la región del Bío Bío y en la región de Valparaíso, las que conforman distintas áreas de negocios o segmentos.

C.2.1. Servicios portuarios en la Región del Bío Bío

Puertos y Logísticas S.A. a través de sus subsidiarias Puerto Lirquén S.A., Portuaria Lirquén S.A. y Depósitos Portuarios Lirquén S.A. opera en la Región del Bío Bío, siendo Puerto Lirquén S.A. la operadora del puerto de Lirquén desde octubre de 2011 en reemplazo de Puerto de Lirquén S.A. El puerto de Lirquén es un puerto privado de servicio público donde se realiza la movilización, acopio, carga y descarga de toda clase de productos forestales especialmente celulosa, maderas y tableros, además de fertilizantes, harina de pescado y carga general entre otros. La carga se puede transferir como carga suelta (break bulk) o en contenedores.

- Participación en el mercado y competencia

El mercado portuario de la Región del Bío Bío, cuya área de influencia se extiende desde la Séptima a la Décima Región es el más competitivo del país, ya que para cada tipo de carga existen dos o tres puertos que pueden movilizarla. La capacidad de movimiento de carga actual en la zona excede la demanda de ella. Este exceso de oferta debiera acrecentarse en los próximos años con los incrementos en capacidad portuaria anunciados por los puertos de San Vicente y Coronel y con el inicio de operaciones de la concesión del Puerto Talcahuano recientemente licitada, el que a la fecha no se encuentra en operaciones dado que fue destruido por el terremoto y posterior maremoto del 2010.

Puerto Lirquén S.A. participa directamente en la carga y descarga de todo tipo de mercaderías sólidas con la excepción del carbón y chips, mercados en los que interviene indirectamente a través de Portuaria Cabo Froward S.A. (Muelles Puchoco, Jureles y Chollín), empresa en la que Puertos y Logística S.A. posee un 12,2% de su propiedad.

Al 31 de marzo de 2014, Puerto Lirquén movilizó 1.051.205 ton-m3 lo que representa un aumento de un 14,3% respecto la carga transferida en igual periodo de 2013. Esta variación positiva, se explica principalmente por un aumento en la movilización de carga Break Bulk de un 30.6% respecto del año anterior, contrarrestado con una disminución en la movilización de carga en contenedores de un 20,8%.

La participación de mercado a marzo de 2014 fue de un 20,7% en competencia directa con los puertos de San Vicente (29,5% de la carga), Coronel (37,1%) y Froward (11,2%). El resto fue movilizadado por Penco (1,4%). Si excluimos el carbón y chips del total general de la carga, la participación de mercado de puerto de Lirquén alcanzó a un 25,4%.

El puerto de Lirquén es actualmente el puerto que tiene la mayor profundidad de aguas en la región, lo que permite atender a naves de gran tamaño y calado. Gracias a las inversiones realizadas en los últimos años se sitúa como el puerto con más superficie de bodegas, y con la mejor infraestructura para recibir carga en ferrocarril.

C.2.2. Servicios portuarios en la Región de Valparaíso

Desde el 7 de noviembre de 2011, Puerto y Logística S.A. a través de su subsidiaria Puerto Central S.A. (PCE) opera en la Región de Valparaíso el frente de atraque Costanera-Espigón, puerto público de propiedad de la Empresa Portuaria de San Antonio S.A. (EPSA), cuya concesión fue adjudicada en mayo de 2011, en una licitación pública, a Puertos y Logística S.A. por 20 años.

El contrato de concesión contempla la operación y el desarrollo de un proyecto que involucra pagos por la concesión, inversiones en activos y gastos e intereses por MMUS\$ 490 e incluye entre otros la construcción en dos etapas de un nuevo frente de atraque por 700 metros lineales capaz de atender naves de gran tamaño. Con el objeto de financiar parcialmente la construcción del Proyecto, con fecha 3 de Diciembre de 2013, Puerto Central S.A. celebró un Contrato de Apertura de Línea de Crédito por un plazo de 18 años, y por la suma total, por concepto de capital, de hasta US\$294.077.000. Además con el objeto de caucionar el cumplimiento de parte de las obligaciones asumidas por Puerto Central S.A. en dicho contrato, Minera Valparaíso S.A., en calidad de sociedad controladora, celebró un Contrato de Apoyo en favor de Puerto Central S.A., el cual se extinguirá con la entrada en operación del proyecto estimada para junio 2017.

Actualmente, Puerto Central S.A. transfiere mayoritariamente carga fraccionada (destacando vehículos, big bag de cemento) y graneles (principalmente ceniza de soda, industriales, sal, clinker, fertilizantes y agropecuarios).

- Participación en el mercado y competencia

En la región de Valparaíso la competencia relevante de Puerto Central S.A. está constituida por San Antonio Terminal Internacional (STI), Puerto Panul, Vopak (administrado por la Empresa Portuaria de San Antonio, EPSA), Terminal Pacífico Sur (TPS) y Terminal Cerros de Valparaíso (CTVAL) que en diciembre del 2013 recibió la concesión del Espigón de Valparaíso.

Al 31 de marzo de 2014, los puertos de la región han transferido 6.612.924 toneladas, lo que representa una disminución a igual periodo del año anterior de 94.357 toneladas. Esta variación se explica por una menor transferencia de carga fraccionada (-144.918 toneladas), granel sólido (-110.487 toneladas); contrarrestado por mayor transferencia de contenedores (93.789 toneladas) y graneles líquidos (67.259 toneladas).

A marzo de 2014, Puerto Central S.A. registra una participación de mercado del 4,8% (a marzo de 2013 del 8,6%), esta disminución de carga se explica por una menor transferencia de carga fraccionada teniendo una participación de mercado de un 29,9% a marzo de 2014 (a marzo de 2013 40,1%) y de un 0,2% en contenedores (a marzo de 2013 3,0%).

Acumulado en el período, STI tiene una participación de mercado regional de 40,7% (43,8% a igual período del año anterior).

Con respecto a TPS, este terminal tiene un 39,9% de participación del mercado regional (33,9% a igual período del año anterior). Cabe hacer notar que esta mayor participación de TPS, durante este trimestre, se explica mayoritariamente por las paralizaciones ilegales que afectaron a los terminales de San Antonio, durante 23 días del mes de enero, situación que no afectó al terminal TPS en Valparaíso.

Respecto a los otros terminales, Panul tiene un 8,2% de participación de mercado (8,1% a igual período del año anterior). El Espigón de Valparaíso (EPV), actual TCVL, tiene un 5,9% de participación de mercado (4,7% a igual período del año anterior) y el sitio 9 (administrado por EPSA) un 0,5% de participación de mercado.

C.3.Actividad forestal

La sociedad asociada Empresas CMPC es uno de los principales fabricantes de productos forestales de Latinoamérica. Sus productos más relevantes son: madera aserrada y remanufacturada, paneles contrachapados (plywood), celulosa de fibras larga y corta, cartulinas, papel para corrugar, productos tissue y sanitarios, cajas de cartón corrugado y otros productos de embalaje. CMPC está estructurada en cuatro áreas de negocio: Forestal, Celulosa, Papeles y Tissue, las que coordinadas a nivel estratégico y compartiendo funciones de soporte administrativo, actúan en forma independiente de manera de atender mercados con productos y dinámicas muy distintas.

Cabe destacar que el mercado chileno representa un 25% de las ventas totales de CMPC. El 75% restante está explicado por ventas locales de subsidiarias extranjeras y por ventas de exportación.

Durante el ejercicio pasado se pusieron en marcha los siguientes proyectos principales:

- Proyecto de ampliación de Planta Plywood, que permitirá duplicar la producción de paneles contrachapados y requirió una inversión de aproximadamente US\$ 120 millones, inició sus operaciones productivas en el cuarto trimestre de 2013.
- Proyecto de ampliación de la Planta Tissue Talagante, que significó una inversión de US\$ 78 millones, se encuentra en plena producción, luego de una exitosa puesta en marcha en el segundo trimestre de 2013.
- Proyecto para la instalación de una nueva Planta de sacos multipliegos en Guadalajara, México, fue completado con la incorporación de dos líneas de producción que entraron en operación durante el segundo trimestre de 2013.
- Proyecto de construcción de un nuevo Centro de Distribución en Caieiras, Estado de Sao Paulo, el que significó una inversión de US\$ 25 millones, entró en operaciones el cuarto trimestre de 2013, al igual que la reforma a la máquina papelera N° 8 de la misma planta, la que con una inversión de US\$ 17 millones, permitió optimizar su eficiencia e incrementar su producción en 15 mil toneladas por año.

A finales del 2013, el Directorio de CMPC aprobó la ejecución de dos proyectos de cogeneración eléctrica a base de gas natural en las Plantas Puente Alto y Talagante. Ambos proyectos implicarán una inversión conjunta de aproximadamente US\$ 102 millones. Se espera así, contar con generación propia de aproximadamente 70 MW a principios del segundo semestre de 2015, y así garantizar parte importante del suministro eléctrico requerido por las operaciones de ambas plantas.

También a finales del año pasado, el Directorio de CMPC aprobó un proyecto consistente en una nueva línea productiva para productos Tissue en México, lo que significará una inversión de aproximadamente US\$ 127 millones, incluyendo una nueva máquina papelera y varias líneas de conversión asociadas. Adicionalmente, para esta misma localización, se aprobó la construcción de una unidad de cogeneración eléctrica a base de gas natural, con una inversión aproximada a los US\$ 34 millones. Estos proyectos deberán estar en producción hacia fines de 2015.

El principal proyecto en desarrollo de CMPC es la ampliación de la Planta de Celulosa Guaíba, localizada en el Estado de Rio Grande do Sul, Brasil. El proyecto consiste en construir una segunda línea de producción de Celulosa en dicha Planta, con una capacidad de 1,3 millones de toneladas por año de celulosa blanqueada de fibra corta, lo que significará una inversión de US\$ 2.100 millones. El proyecto se encuentra financiado entre otras fuentes, por un préstamo del Banco BNDES de Brasil, y un bono internacional citado en el párrafo siguiente, un aumento de capital ya efectuado en 2013 y su complemento recientemente aprobado por la Junta Ordinaria de Accionistas en abril pasado. Con fecha 8 de agosto de 2013, se colocó la primera piedra del proyecto y a la fecha de este reporte, el

proyecto se encuentra en plena construcción, según lo programado. Su puesta en marcha se prevé para mediados del año 2015.

Con fecha 22 de abril de 2014, la Quincuagésima cuarta Junta Extraordinaria de Accionistas, aprobó aumentar el capital social de Empresas CMPC S.A. en US\$ 250 millones, mediante la emisión de 125.000.000 acciones de pago sin valor nominal.

C.4. Actividad inmobiliaria

Minera Valparaíso S.A. y sus subsidiarias realizan la actividad inmobiliaria a través de la explotación de bienes raíces urbanos, de sus propiedades ubicadas en las ciudades de Santiago y Concepción. La mayor parte de nuestra inversión inmobiliaria se encuentra en el centro de Santiago, sector que ha mostrado en los años recientes señales de reactivación, especialmente por el aumento de la demanda en el sector de oficinas de buena calidad.

A Marzo de 2014 los ingresos por rentas de arrendamiento alcanzaron a MUS\$271, que al compararlos con los MUS\$277 a Marzo de 2013 muestran una disminución de un 2,17%.

D. ANALISIS DEL ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

El comportamiento del flujo de efectivo de la Sociedad y las sociedades que se consolidan por los periodos terminados el 2013 y 2012, presenta el siguiente movimiento:

Estado de Flujo Efectivo, Método Directo (Resumido)

	31-Mar-2014 MUS\$	31-Mar-2013 MUS\$	Variación MUS\$
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de operación	90.467	141.576	(51.109)
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de inversión	(54.349)	(120.078)	65.729
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de financiación	(79.948)	(37.821)	(42.127)
Incremento (disminución) en el efectivo y equivalente al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	(43.830)	(16.323)	(27.507)
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(4.701)	3.115	(7.816)
Incremento (disminución) del efectivo y equivalente al efectivo	(48.531)	(13.208)	(35.323)
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del ejercicio	299.218	302.299	(3.081)
Efectivo y equivalente al efectivo al final del ejercicio	250.687	289.091	(38.404)

El efectivo y las inversiones financieras líquidas alcanzan a MUS\$250.687 a marzo de 2014 (MUS\$289.091 a marzo de 2013).

- a) Las actividades operacionales generaron flujos netos por MUS\$90.467 a marzo de 2014 (MUS\$141.576 en 2013), este menor flujo proviene principalmente por menores Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas, menores otros cobros por actividades de operación, menores Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios, mayores Pagos por primas y prestaciones, anualidades y otras obligaciones derivadas de las pólizas suscritas, mayores pagos a y por cuenta de los empleados, mayores otros pagos por actividades de operación y menores intereses recibidos, clasificados como actividades de operación. Lo anterior está contrarrestado por menores intereses pagados, clasificados como actividades de operación, menores pagos a proveedores por el suministros de bienes y servicios, menores Impuestos a las ganancias pagados (reembolsados), clasificados como actividades de operación, menores otras salidas de efectivo, clasificados como actividades de operación y mayores dividendos recibidos, clasificados como actividades de operación.
- b) Las actividades de inversión muestran a marzo de 2014 un flujo neto de fondos de MUS\$54.349 negativo (MUS\$120.078 negativo en 2013), derivado en gran parte por el movimiento normal del manejo de las inversiones en instrumentos financieros (colocaciones y vencimientos), efectuados por la Matriz y las Sociedades que forman parte de la consolidación, en ambos periodos, otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades, compra de propiedades, planta y equipo, compra de activos intangibles, otras entradas (salidas) de efectivo, préstamos a entidades relacionadas y dividendos recibidos.
- c) Los flujos de financiamiento se presentan por MUS\$79.948 negativo a marzo de 2014 (MUS\$37.821 negativo en 2013) y corresponden principalmente al pago de dividendos de la Matriz y de las Sociedades que forman parte de la consolidación, a los señores accionistas, importes procedentes de préstamos a corto, préstamos a entidades relacionadas, pago de préstamos, intereses pagados, clasificados como actividades de financiación y pago de préstamos a entidades relacionadas.

E. ANALISIS DE RIESGO DE MERCADO

Los resultados del Grupo, están directamente relacionados con los resultados que obtengan sus sociedades subsidiarias y asociadas. Como la inversión en instrumentos de mercado de capitales es significativa, ya sea en instrumentos en pesos chilenos o en dólares, tanto de renta fija como variable, y en acciones de sociedades anónimas, los resultados del Grupo se verán afectados por la variación de precio de estos instrumentos, producto principalmente de variaciones de tasa de interés, del tipo de cambio y del comportamiento del mercado de capitales.

La Sociedad tiene una parte relevante de sus activos invertidos en Colbún S.A., la que enfrenta riesgos asociados a factores exógenos tales como el ciclo económico, la hidrología, el nivel de competencia, los patrones de demanda, la estructura de la industria, los cambios en la regulación y los niveles de precios de los combustibles. Por otra parte enfrenta riesgos asociados al desarrollo de proyectos y fallas en las unidades de generación. Los principales riesgos para este año se encuentran asociados a la hidrología, el precio de los combustibles, riesgos de fallas en centrales operativas y riesgos en el desarrollo de proyectos.

Para cada uno de estos riesgos Colbún ha establecido procedimientos de mitigación, tanto en forma individual como para la combinación de ellos.

En relación al Riesgo Hidrológico, aproximadamente el 60% de la potencia instalada de Colbún corresponde a centrales hidroeléctricas y térmicas eficientes, las que permiten suministrar los compromisos de la empresa a bajos costos operativos. Sin embargo, en condiciones hidrológicas secas, Colbún debe operar sus plantas térmicas de ciclo combinado con diesel o con compras de gas natural, lo que permite suplir la menor generación hidráulica y complementar la generación a carbón eficiente. En condiciones muy extremas puede ser necesario recurrir a centrales de ciclo abierto operando con diesel.

Esta situación encarece los costos de Colbún aumentando la variabilidad de sus resultados en función de las condiciones hidrológicas. La exposición de Colbún al riesgo hidrológico, se encuentra razonablemente mitigada mediante una política comercial que tiene por objeto mantener un equilibrio entre la generación base competitiva (hidráulica en un año medio a seco, y generación térmica a carbón y gas natural) y los compromisos comerciales. Adicionalmente nuestras ventas a clientes están indexadas sobre la base de variables que reflejen la estructura de costos de Colbún. Sin embargo, dado que frente a condiciones hidrológicas extremas la variabilidad en los resultados podría aumentar, esta situación está en constante análisis con el objeto de adoptar oportunamente las acciones de mitigación que se requieran.

En este sentido, dadas las condiciones hidrológicas de los últimos cuatro años, en diversas instancias se han perfeccionado acuerdos de compra de gas natural para operar los ciclos combinados. Estos acuerdos incorporan condiciones de flexibilidad operacional, que permite el uso de dicho combustible en otras centrales.

Con el objeto de acotar los riesgos de precio de combustibles y teniendo en consideración factores tales como: condiciones hidrológicas; evolución de los mercados de commodities; nivel de correlación de los precios de contratos con precios commodities; Colbún implementa programas de cobertura, con diversos instrumentos derivados tales como opciones call, opciones put, etc.

Con respecto al riesgo de suministro de combustibles líquidos Colbún mantiene acuerdos con proveedores y capacidad de almacenamiento propio que le permiten contar con una adecuada confiabilidad en la disponibilidad de este tipo de combustible.

En cuanto a las compras de carbón para la central térmica Santa María I, se han realizado nuevas licitaciones invitando a importantes suministradores internacionales, adjudicando el suministro a empresas competitivas y con respaldo. Lo anterior siguiendo una política de compra temprana de modo evitar cualquier riesgo de no contar con este combustible.

Para cubrir el riesgo de fallas en equipos, Colbún tiene como política realizar mantenimientos regulares a sus equipos acorde a las recomendaciones de sus proveedores y a la experiencia acumulada acerca de fallas y accidentes a lo largo de su historia operacional. Se ha visto que los equipos para generación térmica que pueden operar con gas o diesel (originalmente diseñados para operar con gas natural), aumentan sus horas equivalentes de operación si utilizan diesel en comparación a si las unidades usan gas. Como resultado, si los equipos operan con diesel requieren de mantenimientos con mayor frecuencia a la habitual y presentan menores niveles de disponibilidad. Dado esto, se han adoptado las políticas de mantención, los procesos y procedimientos, así como las inversiones necesarias para aumentar los niveles de confiabilidad y disponibilidad de las unidades térmicas.

Como política de cobertura de este tipo de riesgos, Colbún mantiene seguros para sus bienes físicos, incluyendo cobertura por daño físico y perjuicio por paralización.

El desarrollo de nuevos proyectos de generación y transmisión puede verse afectado por factores tales como: retrasos en la obtención de aprobaciones ambientales, modificaciones al marco regulatorio, judicialización, aumento en el precio de los equipos o de la mano de obra, oposición de grupos de interés locales e internacionales, condiciones geográficas adversas, desastres naturales, accidentes u otros imprevistos.

La exposición de Colbún a este tipo de riesgos se gestiona a través de una política comercial que considera los efectos de los eventuales atrasos de los proyectos. Alternativamente Colbún ha incorporado niveles de holgura en las estimaciones de plazo y costos de construcción.

Adicionalmente la exposición de Colbún a este riesgo se encuentra parcialmente cubierta con la contratación de pólizas de tipo "Todo Riesgo de Construcción" que cubren tanto daño físico como pérdida de beneficio por efecto de atraso en la puesta en servicio producto de un siniestro, ambos con deducibles estándares para este tipo de seguros.

La estabilidad regulatoria es fundamental para un sector como el de generación de electricidad donde los proyectos de inversión tienen largos plazos de desarrollo, ejecución y de retorno para la inversión. Dicha estabilidad regulatoria ha sido una característica valiosa del sector eléctrico chileno.

Sin perjuicio de lo anterior, la regulación siempre es factible de perfección. En este sentido, Colbún estima que actualmente es importante desarrollar nuevas iniciativas que permitan solucionar ciertas incertidumbres en la operación racional y equilibrada del mercado eléctrico y a la falta de iniciativas de nuevos proyectos de generación de capacidades relevantes.

Finalmente Colbún está expuesto a riesgos de tipo financiero entre los cuales destacan:

- a) Riesgo de tipo de cambio: Se gestiona con swaps de monedas y forwards.
- b) Riesgo de tasas de interés: Se gestiona contratando derivados de cobertura, y los instrumentos utilizados son swaps de tasa de interés fija y collars
- c) Riesgo de crédito: Históricamente todas las contrapartes con las que Colbún ha mantenido compromisos de entrega de energía han hecho frente a los pagos correspondientes de manera correcta. Sumado a esto gran parte de los cobros que realiza Colbún son a integrantes del Sistema Interconectado Central chileno, entidades de elevada solvencia. Sin perjuicio de lo anterior, durante los últimos años se han observado problemas puntuales de insolvencia de algunos integrantes del CDEC.

Con respecto a las colocaciones en tesorería y derivados que se realizan, Colbún efectúa las transacciones con entidades de elevados ratings crediticios, reconocidas nacional e

internacionalmente, de modo que minimicen el riesgo de crédito de la empresa. Adicionalmente, Colbún ha establecido límites de participación por contraparte, los que son aprobados por el Directorio de la Sociedad y revisados periódicamente.

A Mar14 las inversiones de excedentes de caja se encuentran invertidas en fondos mutuos (de filiales bancarias) y en diversos bancos locales e internacionales. Los primeros corresponden a fondos mutuos de corto plazo con duración menor a 90 días, conocidos como "money market". En el caso de los bancos, los locales tienen clasificación de riesgo local igual o superior a AA- y los extranjeros tienen clasificación de riesgo internacional grado de inversión. Al cierre del trimestre, la institución financiera que concentra la mayor participación de excedentes de caja alcanza un 22%. Respecto a los derivados existentes, las contrapartes internacionales de la compañía tienen riesgo equivalente a BBB o superior y las contrapartes nacionales tienen clasificación local AA- o superior. Cabe destacar que ninguna contraparte concentra más del 12% en términos de nacional.

- d) Riesgo de liquidez: Este riesgo viene motivado por las distintas necesidades de fondos para hacer frente a los compromisos de inversiones y gastos del negocio, vencimientos de deuda, etc. Los fondos necesarios para hacer frente a estas salidas de flujo de efectivo se obtienen de los propios recursos generados por la actividad ordinaria de Colbún y por la contratación de líneas de crédito que aseguren fondos suficientes para soportar las necesidades previstas por un período.

Respecto a la participación que el Grupo tiene en CMPC, esta última enfrenta entre otros, el riesgo de diferencias en tasa de cambio de la moneda extranjera, lo que se expresa de dos formas. La primera de ellas es por diferencias de cambio, originada por el eventual descalce contable que existe entre los activos y pasivos del Estado de Situación Financiera (Balance) denominados en monedas distintas a la moneda funcional, que en el caso de CMPC es el dólar de los Estados Unidos de América. La segunda forma en que afectan las variaciones de tipo de cambio es sobre aquellos ingresos, costos y gastos de inversión de CMPC, que en forma directa o indirecta están denominados en monedas distintas a la moneda funcional. Es así que se estima que el flujo de ingresos de CMPC en dólares estadounidenses o indexados a esta moneda, alcanza un porcentaje cercano al 63% de las ventas totales. A su vez, por el lado de los egresos, tanto las materias primas, materiales y repuestos requeridos por los procesos como las inversiones en activos fijos, también están mayoritariamente denominadas en dólares, o indexadas a dicha moneda.

Considerando que la estructura de los flujos de CMPC está altamente indexada al dólar, se han contraído pasivos mayoritariamente en esta moneda. En el caso de las subsidiarias extranjeras, dado que éstas reciben ingresos en moneda local, parte de su deuda es tomada en la misma moneda a objeto de disminuir los descalces económicos y contables. Otros mecanismos utilizados para reducir los descalces contables son: administrar la denominación de moneda de la cartera de inversiones financieras, la contratación ocasional de operaciones a futuro a corto plazo y, en algunos casos, la suscripción de estructuras con opciones, sujeto a límites previamente autorizados por el Directorio, las que en todo caso, representan un monto bajo en relación a las ventas totales de CMPC.

Desde el punto de vista contable, variaciones de tipo de cambio de las monedas locales impactan en la provisión por Impuesto diferido. Este efecto se origina por la diferencia del valor de los activos y pasivos en la contabilidad financiera respecto de los reflejados en la contabilidad tributaria, cuando la moneda funcional financiera (dólar de los Estados Unidos) es diferente de la tributaria (moneda local de la respectiva unidad de negocio). Esto se produce fundamentalmente en los negocios de los segmentos Forestal, Celulosa y Papeles de Chile y Brasil. Así, una devaluación de las monedas de estos países frente al dólar implica una mayor provisión de Impuesto diferido. Si bien estos ajustes en la provisión no implican flujo, sí introducen volatilidad en los resultados financieros reportados.

En cuanto a la estructura de la deuda, CMPC administra la estructura de tasas de interés de su deuda mediante derivados, con el objeto de ajustar y acotar el gasto financiero en el escenario estimado más probable de tasas. Las inversiones financieras están preferentemente remuneradas a

tasas de interés fija, eliminando el riesgo de las variaciones en las tasas de interés de mercado. CMPC tiene pasivos financieros a tasa de interés flotante por un monto de US\$194 millones al 31 de marzo de 2014 (US\$318 millones al 31 de diciembre de 2013) y que por lo tanto están sujetos a variaciones en los flujos de intereses producto de cambios en la tasa de interés. Si ésta tiene un aumento o disminución de un 10% (sobre la tasa flotante media anual de financiamiento equivalente al 1,51% al 31 de marzo de 2014 y 1,75% al 31 de diciembre de 2013) implica que los gastos financieros anuales de CMPC se incrementan o disminuyen en aproximadamente US\$0,29 millones al 31 de marzo de 2014 (US\$0,56 millones al 31 de diciembre de 2013).

Un porcentaje considerable de las ventas de CMPC proviene de productos que son considerados commodities, cuyos precios dependen de las condiciones prevalecientes en mercados internacionales, en los cuales la Compañía tiene una gravitación poco significativa y no tiene control sobre los factores que los afectan. Entre estos factores destacan las fluctuaciones de la demanda mundial (determinada principalmente por las condiciones económicas de Asia, Norteamérica, Europa y América Latina), las variaciones de la capacidad instalada de la industria, el nivel de los inventarios, las estrategias de negocios y ventajas competitivas de los grandes actores de la industria forestal, la disponibilidad de productos sustitutos y la etapa en el ciclo de vida de los productos.

Cabe señalar que actualmente existen varios proyectos de nuevas líneas de producción de celulosa de fibra corta, en construcción o en avanzado estado de desarrollo en Brasil, Uruguay e Indonesia, por lo que se anticipa un aumento relevante de la oferta en los próximos años y por tanto un potencial efecto adverso en los precios de mercado.

CMPC tiene operaciones industriales en 8 países (Chile, Argentina, Brasil, Colombia, Ecuador, México, Perú y Uruguay). Gran parte de los activos fijos están localizados en Chile y un 65% de las ventas tienen origen en operaciones chilenas. A su vez, aproximadamente un 25% de los activos fijos de CMPC se encuentran en Brasil y un 13% de las ventas se originan en operaciones basadas en ese país.

Cambios en las condiciones políticas o económicas en los países donde CMPC tiene operaciones industriales podrían afectar los resultados financieros de la Compañía, así como el desarrollo de su plan de negocios.

Los gobiernos de los países donde CMPC opera tienen una influencia sustancial sobre muchos aspectos del sector privado, que incluyen cambios en normas tributarias, políticas monetarias, tipo de cambio y gasto público. También influyen en aspectos regulatorios, tales como normativas laborales y medioambientales. Las operaciones de CMPC y sus resultados financieros pueden verse adversamente afectados por estos cambios. En Chile, el gobierno ha presentado un proyecto de Ley que modifica el sistema tributario aumentando significativamente la carga tributaria de las empresas y eliminando incentivos a la reinversión de utilidades que han sido determinantes en el proceso de ahorro e inversión de CMPC.

CMPC tiene una fluida relación con las comunidades donde desarrolla sus operaciones, colaborando en distintos ámbitos, dentro de los cuales se destaca la acción de apoyo al proceso educativo de escuelas públicas realizado por la Fundación CMPC.

En ciertas zonas de las regiones del Bío Bío y la Araucanía han continuado los hechos de violencia e incendios intencionales que afectan a predios de agricultores y empresas forestales, provocados por grupos que reclaman supuestos derechos ancestrales sobre ciertos terrenos. Las zonas afectadas tienen alto nivel de pobreza y serios problemas sociales. Hasta hoy esta situación ha estado radicada en zonas específicas y los efectos sobre CMPC han sido limitados. CMPC se ha preocupado de establecer vínculos con las comunidades y generar programas de empleo, educación y fomento al desarrollo productivo e iniciativas de micro-emprendimiento para atenuar la situación de pobreza de las familias que viven en dichos lugares.

Las operaciones de CMPC están reguladas por normas medioambientales en Chile y en los demás países donde opera. CMPC se ha caracterizado por generar bases de desarrollo sustentable en su gestión empresarial. Esto le ha permitido adaptarse fluidamente a modificaciones en la legislación ambiental aplicable, de modo tal que el impacto de sus operaciones se encuadre debidamente en dichas normas. Cambios futuros en estas regulaciones medioambientales o en la interpretación de estas leyes, pudiesen tener algún impacto en las operaciones de las plantas industriales de CMPC.

Respecto de la energía eléctrica, las operaciones industriales de CMPC cuentan mayoritariamente con suministro propio de energía a partir de la generación a base de biomasa y/o con contratos de suministro. En los últimos años, CMPC ha incrementado su capacidad de generación propia por la vía de inversiones en unidades de cogeneración, continúa desarrollando un plan de inversiones en nuevas unidades y evalúa la conveniencia de incorporar proyectos adicionales en el futuro. No obstante lo anterior, durante los años 2014 y 2015, la generación propia más los contratos de suministros vigentes, implican un déficit neto del orden del 10% del consumo, el que deberá ser abastecido en el mercado spot. Además, las plantas tienen planes de contingencia para enfrentar escenarios restrictivos de suministro. Sin embargo, las debilidades del sistema eléctrico chileno continúan generando mayores costos para CMPC. El alto nivel relativo de los precios de energía eléctrica en Chile sigue siendo motivo de preocupación, situación que de mantenerse puede afectar el nivel de competitividad de algunos negocios de CMPC en que la energía eléctrica tiene una incidencia relevante en sus costos.

Por su parte, la subsidiaria Puertos y Logística S.A. y sus subsidiarias, tienen como primer factor de riesgo el que se deriva de algunas relaciones de propiedad existentes entre las compañías navieras y los operadores portuarios que compiten con los puertos de la subsidiaria. Un segundo riesgo dice relación con la desventaja que representa la integración de operaciones a lo largo de la costa chilena de algunos operadores portuarios que son competencia, pues Puertos y Logística S.A. y sus subsidiarias, sólo ofrece servicios en las regiones del Bío Bío y Valparaíso. Un tercer riesgo, se relaciona con el riesgo de mercado inherente al desempeño de la economía nacional e internacional, es decir; al comportamiento de las economías de los principales socios comerciales con quienes se produce el intercambio de bienes (materias primas, bienes de capital y consumo), transportados por vía marítima.

La operación portuaria en la región del Bío Bío, está sujeta al riesgo derivado de una demanda por servicios portuarios concentrada en pocos clientes, los que tienen la capacidad de influir significativamente en el nivel de actividad de los puertos, existiendo una constante presión a la baja en las tarifas, las que se encuentran a niveles bajos en relación con estándares internacionales. Adicionalmente, las contingencias por eventos de la naturaleza que afecten a dichos clientes se reflejan directamente en la carga movilizada por el puerto como por ejemplo el terremoto del 27 de febrero de 2010.

Por su parte, en la operación portuaria en la región de Valparaíso, está presente el riesgo de desarrollo del proyecto de inversión en el cual está embarcado la subsidiaria Puerto Central en diversos ámbitos como son el económico, técnico, ambiental y social.

Otro factor de riesgo a nivel consolidado está relacionado con la volatilidad de la tasa de cambio. En efecto, los ingresos de explotación de Puertos y Logística S.A. y subsidiarias, están indexados aproximadamente en un 86,47% en dólares y en un 13,53% en moneda nacional. Por su parte, los costos de explotación están indexados aproximadamente en un 79,65% en moneda local y en un 20,35% en dólares.

Además de lo anterior, la posición financiera de la subsidiaria le significa mantener una liquidez suficiente en el mercado local. Como consecuencia de la estructura de ingresos y gastos y de la liquidez en moneda local, la variación que experimenta la tasa de cambio puede tener un fuerte impacto en los resultados. Para hacer frente al riesgo de tipo de cambio, al 31 de marzo de 2014, la sociedad y sus sociedades subsidiarias mantienen inversiones en instrumentos financieros nominados en dólares por MUS\$24.781.

Los riesgos operacionales son administrados por las unidades de negocio de la Sociedad en concordancia con estándares y procedimientos definidos a nivel corporativo.

La totalidad de los activos de infraestructura de la empresa (construcciones, instalaciones, maquinarias, etc.) se encuentran adecuadamente cubiertos de los riesgos operativos y daños de la naturaleza por pólizas de seguros.

El desarrollo de los negocios de la subsidiaria involucra una constante planificación por la variabilidad de la actividad, ya que las naves no tienen fechas de arribo ciertas y tampoco depende de los puertos su planificación.

La prestación de servicios se realiza de manera de tener el menor impacto en el medio ambiente. En el caso particular de la sociedad subsidiaria Puerto Central S.A., todas las operaciones de construcción del nuevo frente de atraque siguen rigurosamente los requerimientos exigidos en su Resolución de Calificación Ambiental, además de existir un monitoreo constante por parte de empresas externas especializadas. Puloysa se ha caracterizado por generar bases de desarrollo sustentables en su gestión empresarial, manteniendo además una estrecha relación con la comunidad donde realiza sus operaciones, colaborando en distintos ámbitos.

Finalmente, en los últimos años se han verificado con mayor frecuencia paralizaciones de la actividad portuaria a nivel nacional fuera del marco legal de una negociación colectiva tanto por parte de trabajadores portuarios eventuales como contratados. Su origen se encuentra en diversas demandas de carácter nacional de los trabajadores y sus dirigentes, que trascienden el ámbito de responsabilidad y la capacidad de respuesta de las empresas portuarias y que involucran al Gobierno y a sus autoridades competentes. Estas paralizaciones han tenido graves consecuencias e impacto económico para las empresas portuarias y para el comercio exterior en general, y se espera que su ocurrencia persista en los próximos años.
