MINERA
VALPARAISO S.A.

ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS

Correspondientes al periodo terminado al 31 de marzo de 2015

ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS
AL 31 DE MARZO DE 2015 Y 2014

Los presentes estados financieros consolidados de Minera Valparaíso S.A. y Subsidiarias al 31 de marzo de 2015 han sido preparados de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

A.1. INDICADORES FINANCIEROS

	31-mar-2015	31-dic-2013	31-mar-2014
1. Liquidez Corriente Activo Corriente / Pasivo Corriente	4,94	4,45	2,33
2.- Razón Acida Activo Corriente-Inventarios-Pagos Anticipados / Pasivo Corriente	4,53	4,07	2,07
3.- Razón de Endeudamiento Deuda Total / Patrimonio	0,799	0,794	0,585
4.- Rentabilidad del Patrimonio Utilidad / Patrimonio Promedio	(0,001)	0,024	0,008
5.- Rentabilidad del Activo Utilidad / Activo Total Promedio	(0,0005)	0,0107	0,0041
6.- Utilidad en US$ por Acción	(0,04)	0,86	0,33
7.- Proporción Deuda Corto Plazo Deuda Corto Plazo / Deuda Total	7,89%	8,88%	12,97%
8.- Proporción Deuda Largo Plazo Deuda Largo Plazo / Deuda Total	92,11%	91,12%	87,03%
9.- Retorno de Dividendos Dividendos pagados/valor bolsa acción	0,01	0,01	0,01

A.2. ANALISIS DEL ESTADO DE RESULTADO

El resultado consolidado atribuible a los propietarios de la controladora de Minera Valparaíso S.A. el primer trimestre de 2015 fue una pérdida de MUS$4.828, comparados con la utilidad de MUS$41.082 registrados el mismo periodo del año anterior.

Esta baja en las utilidades de MUS$45.910 se explica íntegramente por las fuertes caídas en las utilidades de nuestra principal empresa controlada Colbún S.A. y de nuestra principal empresa coligada Empresas CMPC S.A.. En efecto, Colbún S.A. mostró una utilidad de MUS$6.969 que es menor a los MUS$51.536 del primer trimestre del 2014. Esto afectó negativamente los resultados de Minera Valparaíso S.A. en un monto de MUS$21.491. A ello hay que agregar menores resultados devengados por la participación directa e indirecta en Empresas CMPC S.A. (MUS$23.747). Sumados ambos efectos se explica casi el 99% de la caída de los resultados de Minera Valparaíso S.A..

Estados de Resultados Consolidado	31-mar-2015	31-mar-2014	Variación
	MUS$	MUS$	MUS$
Ganancia (Pérdida)			
Ingresos de actividades ordinarias	335.167	431.143	(95.976)
Costos de ventas	(216.698)	(289.198)	72.500
Ganancia Bruta	118.469	141.945	(23.476)
Gastos de Administración	(70.051)	(63.938)	(6.113)
Otras Ganacias (pérdidas)	(378)	9.161	(9.539)
Ganancia (pérdida) de actividades operacionales	48.040	87.168	(39.128)
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	294	256	38
Ingresos financieros	1.202	1.852	(650)
Costos financieros	(24.033)	(12.878)	(11.155)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	(8.138)	22.631	(30.769)
Diferencia de cambios	2.247	(6.892)	9.139
Resultados por Unidad de Reajuste	54	2.518	(2.464)
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	19.666	94.655	(74.989)
Gasto por impuestos a las ganacias	(19.123)	(21.439)	2.316
Ganancia (pérdida)	543	73.216	(72.673)
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	(4.828)	41.082	(45.910)
Ganancia atribuible a participaciones no controladoras	5.371	32.134	(26.763)
Ganancia (pérdida)	543	73.216	(72.673)

a) Ganancia Bruta

La variación negativa de MUS$ 23.476 que registró la ganancia bruta de Minera Valparaíso S.A. se debe en gran parte a la disminución en la ganancia bruta de la sociedad controlada Colbún S.A. (como se muestra en la Tabla Nº2 "Estado de Resultados" que Colbún S.A. presenta en la página 4 de su análisis razonado al 31 de marzo de 2015).

En efecto, Colbún S.A., a marzo de 2015 muestra una ganancia bruta de MUS$111.847, que se compara con MUS$137.894 registrado a marzo de 2014. La disminución con respecto al año anterior se explica principalmente porque en el periodo 2014 se incluyó un ingreso no recurrente por la indemnización por el lucro cesante del seguro asociado al siniestro ocurrido en marzo de 2013 en la central Nehuenco II.

Lo anterior se vio parcialmente compensado por una mayor ganancia bruta en la actividad portuaria de MUS$2.657, actividad que se desarrolla a través de nuestra subsidiaria Puertos y Logística S.A. y sus subsidiarias, y se explica principalmente por el aumento en los ingresos por servicios portuarios, y una disminución del costo de venta.

Las principales variaciones de la ganancia bruta son las siguientes:

Ingresos Ordinarios

La variación negativa de MUS$95.976 que experimentaron los ingresos de explotación de Minera Valparaíso S.A. provienen mayoritariamente por una disminución en los Ingresos de MUS$96.235 en Colbún y sus subsidiarias, que se explica principalmente por menores ingresos en clientes libres y otros ingresos, parcialmente compensados por mayores ventas de energía y potencia en el mercado spot.

Lo anterior se vio parcialmente compensado por un aumento en los ingresos por servicios portuarios de nuestra subsidiaria Puertos y logística S.A. por MUS$460, la que se explica principalmente por el mayor tonelaje movilizado en el puerto de Lirquén, contrarrestado en parte por el menor tonelaje movilizado en Puerto Central originado en paralizaciones portuarias.

Costos de Venta

Los menores costos de venta de MUS$ 72.500, se deben principalmente a una disminución en los costos de explotación en Colbún S.A. y sus subsidiarias de MUS$70.188. Esta disminución se explica principalmente por menor consumo y costo de gas y menores compras en el mercado spot.

También se produjo una disminución en los costos de ventas de nuestra subsidiaria Puertos y Logística S.A., de MUS$2.197.-

b) Otros Resultados antes de Impuestos

Los Otros Resultados disminuyeron en MUS$51.513, de acuerdo al siguiente detalle:

	31-mar-2015 MUS$	31-mar-2014 MUS$	Diferencia MUS$
Participación en ganancias de Asociadas	(8.138)	22.631	(30.769)
Costos financieros	(24.033)	(12.878)	(11.155)
Otras ganancias (pérdidas)	(378)	9.161	(9.539)
Gastos de Administración	(70.051)	(63.938)	(6.113)
Resultado por unidad de reajuste	54	2.518	(2.464)
Ingresos financieros	1.202	1.852	(650)
Baja en cuentas de activos medidos a costo amortizado	294	256	38
Diferencia de cambios	2.247	(6.892)	9.139
Total	(98.803)	(47.290)	(51.513)

Esta variación negativa se explica principalmente por una disminución en "Participación en ganancias de Asociadas" debido en gran parte a la perdida registrada en los resultados de Empresas CMPC S.A.. El detalle de los resultados en asociadas se presenta en cuadro siguiente. Adicionalmente se aprecia un aumento de "Costos financieros" debido principalmente a una menor activación de gastos financieros producto de la puesta en marcha de la Central Angostura en abril de 2014, y en menor medida al aumento de deuda financiera por la emisión de bono internacional efectuada por Colbún S.A. en julio de 2014 por US$500 millones (Ver nota 35 de los Estados Financieros), por una disminución de "Otras ganancias (pérdidas)" debido a la liquidación del seguro por siniestro de la Central Nehuenco II por daño físico registrado en el primer trimestre de 2014 (Ver nota 33 de los Estados Financieros), por un aumento en "Gastos de Administración" explicado fundamentalmente por mayores gastos por depreciación en Colbún, debido a la puesta en operación de la Central Angostura (Ver nota 32 de los Estados Financieros),una disminución en "Resultado por unidad de reajuste" (Ver nota 37(b) de los Estados Financieros) y por una disminución en "Ingresos Financieros" (Ver nota 34 de los Estados Financieros). Lo anterior fue parcialmente contrarrestado por una utilidad por "Diferencias de Cambio" como consecuencia de la revaluación del dólar observada al 31 de marzo de 2015 (Ver nota 37(a) de los Estados Financieros).

Participación en ganancias de Asociadas	31-mar-2015 MUS$	31-mar-2014 MUS$	Diferencia MUS$
Empresas CMPC S.A.	(14.954)	9.059	(24.013)
Coindustria Ltda.	(330)	2.871	(3.201)
Bicecorp S.A.	3.959	5.884	(1.925)
Almendral S.A.	988	2.457	(1.469)
Inversiones El Raulí S.A.	245	489	(244)
Viecal S.A.	(50)	167	(217)
Portuaria Andalién S.A.	(1)	(5)	4
Otras inversiones	2.382	2.317	65
Centrales Hidroeléctricas de Aysén S.A.	(902)	(988)	86
Sardelli Investment S.A.	525	380	145
	(8.138)	22.631	(30.769)

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

- El resultado consolidado de CMPC el primer trimestre de 2015 fue una pérdida de US$ 77 millones, comparados con la utilidad de US$ 46 millones registrados el mismo período del año anterior. Esto se debe fundamentalmente a un mayor cargo en la provisión de impuestos diferidos por US$ 96 millones. Este cargo en resultado por impuestos diferidos es producto de la devaluación del real brasileño y el peso chileno, lo que amplía la brecha entre los valores tributarios de los activos, que se registran en las monedas locales, y sus valores financieros, contabilizados en dólares. Además, por efecto de siniestros forestales se registró en el primer trimestre del 2015 un cargo por deterioro de activos de US$ 25 millones.

  A nivel operacional se observa un EBITDA consolidado de CMPC acumulado al 31 de marzo de 2015 de US$239 millones, 4% inferior al registrado en el mismo periodo del año 2014, principalmente por menores ventas de los segmentos papeles y celulosa. Destacan un aumento del EBITDA del área de tissue del 30% debido principalmente a menores costos operacionales. En el área celulosa se observa un menor EBITDA de 15% debido fundamentalmente a la menor venta y a los mayores costos asociados a la menor disponibilidad de energía eléctrica. En el área de papeles se observa un menor EBITDA de 6% debido a menores ingresos del trimestre, compensados por menores costos asociados a menor volumen y por una disminución en los gastos fijos. En el área forestal se observa un menor EBITDA de 4% producto de menores ventas a relacionadas y de mayores costos por protección forestal.

  Existen factores no operacionales que en su conjunto explican el menor resultado de Empresas CMPC. Entre los principales efectos se consideran los siguientes:

  En Otras Ganancias (Pérdidas) acumuladas a marzo de 2015 se registró una pérdida contable por US$ 43 millones, correspondientes principalmente a una pérdida de activos biológicos por incendios forestales por US$ 25 millones. A lo anterior se suma el resultado por la liquidación de operaciones con derivados financieros que permutan pasivos en UF a dólares por US$11 millones y provisiones por juicios y potenciales contingencias. Cabe señalar que la pérdida por derivados indicada tiene como contrapartida una ganancia equivalente en la línea Diferencias de Cambio por la reducción del valor del pasivo en UF expresado en dólares. Con esto, junto al efecto de las variaciones de las restantes monedas respecto del dólar, la línea Diferencias de Cambio mostró ganancias de US$ 22 millones.

  En Impuestos a las Ganancias, a marzo de 2015 se registró un cargo por US$ 142 millones, comparados con el cargo por US$ 48 millones por el mismo concepto registrado en el año anterior. Esto se produjo fundamentalmente debido a la apreciación del dólar frente al peso chileno y al real brasilero, lo que impacta a la valoración de las inversiones de la Compañía en el exterior y a la diferencia entre la valorización financiera del activo fijo y forestal respecto de su valorización tributaria.

  Como se desprende de lo comentado en los párrafos precedentes, ante depreciaciones de las monedas locales, especialmente del peso chileno y del real, los resultados de CMPC tienden a reflejar ganancias en diferencia de cambio, pero al mismo tiempo pérdidas por el ajuste en la provisión de Impuestos Diferidos, que pueden ser mayores a los anteriores, como ha sucedido en este ejercicio. Si bien estos ajustes en la provisión no implican flujo de caja, sí introducen volatilidad en los resultados financieros reportados. No obstante lo anterior, dada la correlación de los ingresos de CMPC respecto del dólar y las componentes de costos indexadas a las monedas locales, una depreciación del peso y del real implica mayores márgenes medidos en dólares. Sin embargo, este efecto no es recogido instantáneamente en los resultados ya que dichos mayores márgenes se materializan contablemente en los ejercicios posteriores.

- 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 Bicecorp S.A., se explica principalmente por las menores utilidades obtenidas por sus filiales Banco BICE y BICE Vida. La disminución observada en el Banco BICE se generó producto de un menor desempeño de su negocio de tesorería, en un escenario de menor inflación. Por su parte la menor utilidad de BICE Vida se explica principalmente por un aumento de la venta de rentas vitalicias y su mayor costo de reserva, el cual se ha visto afectado por las bajas tasas de valorización de pasivos observadas en el primer trimestre del año 2015.

- 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 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 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.

c) Resultados por centro de negocios al 31 de marzo de 2015

Conceptos	Sector Eléctrico MUS$	Sector Portuario MUS$	Sector Inmobiliario MUS$	Inversión en CMPC y Otras MUS$		Totales MUS$
Ingresos Ordinarios	317.010	17.906	251	0		335.167
Costos de Ventas	(205.163)	(11.504)	(31)	0		(216.698)
Ganancia Bruta	111.847	6.402	220	0		118.469
Otros Ingresos (Egresos)	(86.714)	(4.561)		(7.528)	(**)	(98.803)
Resultado antes de impuestos	25.133	1.841	220	(7.528)		19.666
Resultado despues de impuesto	6.969	1.039	176	(7.641)		543

(**) Detalle de resultados

Inversión en Empresas CMPC S.A.	(14.954)
Otras inversiones	6.816
Otros resultados	610
	(7.528)

A.3. ANALISIS DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

	31-mar-2015	31-dic-2014	Variación
	MUS$	MUS$	MUS$
Activos Corrientes	1.360.809	1.376.197	(15.388)
Activos no Corrientes	8.726.613	8.716.879	9.734
Total Activos	10.087.422	10.093.076	(5.654)
Pasivos Corrientes	275.565	309.010	(33.445)
Pasivos no Corrientes	3.215.954	3.172.691	43.263
Total Pasivos	3.491.519	3.481.701	9.818
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	4.371.812	4.385.359	(13.547)
Participaciones no controladoras	2.224.091	2.226.016	(1.925)
Total Pasivos y Patrimonio	10.087.422	10.093.076	(5.654)

a.- Activos Corrientes

Los activos corrientes presentan una variación negativa de MUS$15.388. Esta variación se debe a una disminución en el rubro otros activos financieros de MUS$319.973, una disminución en el rubro otros activos no financieros de MUS$7.965, una disminución en el rubro deudores comerciales de MUS$5.534 y una disminución en el rubro inventarios de MUS$4.507. Lo anterior se vio contrarrestado por un aumento en el rubro efectivo y equivalente al efectivo de MUS$307.200, un aumento en el rubro activos por impuestos corrientes de MUS$9.385 y un aumento en el rubro cuentas por cobrar empresas relacionadas de MUS$6.006.

b.- Activos No Corrientes

Los activos no corrientes presentan una variación positiva de MUS$9.734. Esta variación se debe a al aumento en el rubro otros activos financieros de MUS$16.717, un aumento en propiedades planta y equipos de MUS$12.961, un aumento en el rubro activos intangibles distintos de la plusvalía de MUS$10.237, un aumento en el rubro otros activos no financieros de MUS$3.128 y en menor medida por un aumento en el rubro activos por impuestos diferidos de MUS$152. Lo anterior se vio contrarrestado en parte por una disminución en el rubro inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación de MUS$33.381 y en menor medida por una disminución en el rubro cuentas por cobrar por MUS$45, una disminución en el rubro propiedades de inversión de MUS$31 y una disminución del rubro cuentas por cobrar a empresas relacionadas de MUS$4.

c.- Pasivos Corrientes

Los pasivos corrientes tuvieron una variación negativa de MUS$33.445. Esta variación se debe a la disminución en el rubro cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar de MUS$57.255, una disminución en el rubro provisiones corrientes por beneficios a los empleados de MUS$7.169 y en menor medida a una disminución en el rubro otras provisiones a corto plazo de MUS$319 y una disminución en el rubro otros pasivos no financieros corrientes de MUS$212. Lo anterior se vio compensado en parte por un aumento en el rubro otros pasivos financieros de MUS$26.379, un aumento en el rubro cuentas por pagar a entidades relacionadas de MUS$3.799 y un aumento en el rubro pasivos por impuestos corrientes de MUS$1.332

.

d.- Pasivos No Corrientes

Los pasivos no corrientes tuvieron una variación positiva de MUS$43.263. Esta variación se debe al aumento del rubro pasivos por impuestos diferidos de MUS$28.669, un aumento en el rubro otros pasivos financieros de MUS$14.110 y en menor medida a un aumento en el rubro provisiones no corrientes por beneficios a empleados de MUS$284 y un aumento en el rubro otros pasivos no financieros de MUS$200.

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-2015		31-dic-2014	
	MUS$	%	MUS$	%
Activos Corriente	1.360.809	13,49	1.376.197	13,64
Activos No Corriente	8.726.613	86,51	8.716.879	86,36
Total Activos	10.087.422	100,00	10.093.076	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$17.194 en marzo de 2015 y a MUS$17.520 en diciembre de 2014.

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$936.642 en marzo de 2015 y MUS$919.572 en diciembre de 2014. 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$2.335.677 en marzo de 2015 y MUS$2.369.058 en diciembre de 2014.

Considerando que las inversiones en acciones y derechos en sociedades son activos importantes, puesto que representan el 32,61% y 32,76% 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 11,26% mayor al valor de mercado determinado al 31 de marzo de 2015 (18,35% mayor al valor de mercado en diciembre de 2014). 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 2015 y diciembre de 2014.

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

	31-mar-2015		31-dic-2014	
	MUS$	%	MUS$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (VPP)	1.574.870	15,61	1.600.293	15,86
Otras acciones y dchos. en Asociadas (VPP)	760.807	7,54	768.765	7,62
Disp. para la venta corriente (Acciones)	17.194	0,17	17.520	0,17
Disp. para la venta no corriente (Acciones)	936.642	9,29	919.572	9,11
Otros Activos	6.797.909	67,39	6.786.926	67,24
Total Activos	10.087.422	100,00	10.093.076	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, al cierre del ejercicio, 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-2015		31-dic-2014	
	MUS$	%	MUS$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (Bolsa)	1.332.684	13,53	1.221.055	12,55
Otras acciones y dchos. en Asociadas (Bolsa)	766.703	7,78	780.655	8,03
Disponible para la venta corriente	17.194	0,17	17.520	0,18
Disponible para la venta no corriente	936.642	9,51	919.572	9,46
Otros Activos	6.797.909	69,01	6.786.926	69,78
Total Activos	9.851.132	100,00	9.725.728	100,00

Si se comparan los dos criterios señalados, se puede concluir que existe una sobrevaluación de estos activos de MUS$236.290 en marzo de 2015 y de MUS$367.348 en diciembre de 2014.

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 21% del mercado en términos de capacidad instalada.

A través de su política comercial, Colbún busca ser un proveedor de energía competitiva, segura y sostenible 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 o petróleo diésel, lo que complementa la generación a carbón eficiente. Eventualmente Colbún puede recurrir a compras de energía en el mercado spot a costos marginales.

Los resultados de Colbún durante los últimos 12 meses han presentado una mejora considerable, registrando un EBITDA para ese período de US$509,6 millones. Este aumento respecto al mismo período anterior se explica por: un incremento en la generación hidráulica debido a una leve mejora de las condiciones hidrológicas y producto de la destacable entrada en operación de la nueva central Angostura, y por la mayor disponibilidad de las centrales, lo que a la vez conllevó a una posición excedentaria en el mercado spot.

Respecto a los próximos meses, en términos de generación y como una protección ante potenciales bajas lluvias, Colbún tendrá el respaldo eficiente del gas natural, producto de los acuerdos alcanzados con ENAP y con Metrogas. Colbún alcanzó un acuerdo de suministro de gas natural de mediano plazo –hasta 2019- con Metrogas S.A., el cual contempla el suministro para una unidad del Complejo Nehuenco. Adicionalmente, se firmaron otros acuerdos con ENAP Refinerías S.A. para la otra unidad de ciclo combinado del Complejo Nehuenco vigente por el año 2015. Sumando ambos suministradores de gas, se cuenta con un suministro contratado del orden de 2.300 GWh con gas durante el 2015. Se tiene además la posibilidad de acceder a gas adicional vía compras spot en caso de ser necesario.

En relación a la contratación del año 2015, cabe destacar que en Dic14 expiraron los contratos con Codelco. Posteriormente el 1 de enero 2015 comenzó la ejecución de los nuevos acuerdos de largo plazo suscritos con este cliente por una potencia contratada de hasta 510 MW y con energía asociada de aproximadamente 4.000 GWh anuales. El nivel de contratos de Colbún se mantendrá sin variaciones relevantes hasta el año 2019.

Los resultados de Colbún para los próximos meses estarán determinados principalmente por un nivel más balanceado entre generación propia eficiente y nivel de contratación. Dicha generación eficiente dependerá de la operación confiable que puedan tener sus centrales y por una normalización de las condiciones hidrológicas.

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

Colbún busca oportunidades de crecimiento en Chile y en países de la región como Colombia y Perú, para mantener una posición relevante en la industria de generación eléctrica y diversificar sus fuentes de ingresos. Dichos países extranjeros tienen un atractivo ambiente económico y sus sectores eléctricos tienen un marco regulatorio bien establecido. En adición, participar de mercados como estos puede mejorar la diversificación en términos de condiciones hidrológicas, tecnologías de generación, acceso a combustibles y marcos regulatorios.

En Chile, Colbún tiene varios potenciales proyectos actualmente en desarrollo, incluyendo proyectos hidroeléctricos, térmicos y de líneas de transmisión.

Proyectos en ejecución

- Proyecto hidroeléctrico La Mina (34 MW): La Mina es un proyecto ERNC que se ubica en la comuna de San Clemente, aproximadamente 110 km al oriente de la ciudad de Talca. Este contempla una capacidad instalada de 34 MW y una generación media anual de 191 GWh. La energía se inyectará en 220 kV al SIC, en la subestación Ancoa, a través de la línea de alta tensión (LAT) Los Cóndores de Endesa S.A. El proyecto aprovecha el potencial hidráulico del río Maule a partir de una captación ubicada aguas abajo de la junta con el río Puelche, restituyendo las aguas al mismo río 2 km. más abajo del punto de captación.

  Durante el año 2014 se realizaron las acciones pertinentes para la obtención del permiso de construcción de obras hidráulicas y los derechos de agua pendientes, ambas gestiones exitosas. Se realizó una optimización del diseño de la zona de caída con lo cual se relicitaron los contratos de construcción de obras civiles, suministro y montaje de equipamiento hidromecánico y electromecánico, a los cuales se les dio orden para proceder en el mes Nov14.

  Se espera que el proyecto entre en operación comercial a inicios del año 2017. El monto a invertir, incluida la línea de transmisión, será aproximadamente de US$130 millones.

  El avance a fines de Mar15, para el Proyecto completo, se encuentra de acuerdo a cronograma.

Proyectos en Desarrollo

- Proyecto Unidad II del Complejo Santa María (350 MW): El proyecto está ubicado en la comuna de Coronel, Región del Biobío, y considera una capacidad instalada de 350 MW. Actualmente, Colbún cuenta con el permiso ambiental aprobado para desarrollar esta segunda unidad del complejo.

  Durante el año 2014 se mejoró su diseño, incorporando nueva tecnología para cumplir con la exigente norma de emisiones vigente desde el 1 de enero de 2012. Asimismo, se están analizando las dimensiones sociales, económicas y comerciales del proyecto, para definir oportunamente el inicio de su construcción.

- Proyecto hidroeléctrico San Pedro (160 MW - 170 MW): El proyecto central hidráulica San Pedro se ubica a unos 25 km. al nororiente de la comuna de Los Lagos, Región de Los Ríos, y considera utilizar las aguas del río homónimo mediante una central ubicada entre el desagüe del Lago Riñihue y el Puente Malihue. Considerando las adecuaciones contempladas en el proyecto, éste tendrá un caudal de diseño estimado de 460 m3/s (+10% con sobreapertura) y una capacidad instalada aproximada entre 160 – 170 MW para una generación anual de 950 GWh en condiciones hidrológicas normales. Esta central se conectará al SIC a través de una línea eléctrica de alta tensión en 220 kV hasta la subestación Ciruelos. La operación de la central será

tal que la cota del embalse permanecerá prácticamente constante, lo que significa que el caudal aguas abajo de la central no se verá alterado por su operación.

Durante el año 2014 concluyeron los estudios geológicos y las adecuaciones que de acuerdo a ellos requería la ingeniería del proyecto. Las adecuaciones no implican cambiar los principales parámetros ambientales, y está previsto ingresar estas modificaciones al Sistema de Evaluación Ambiental durante el 2015. Durante el segundo semestre de 2014, Colbún inició un proceso de socialización previa de los estudios y adecuaciones del proyecto, a través de reuniones informativas con los municipios, comunidades, juntas de vecinos y autoridades regionales, entre otros grupos de interés.

Por otra parte, se terminó y entregó a las Municipalidades de Los Lagos y Panguipulli importantes obras definidas en la RCA del proyecto, tales como el Balneario y Camping en Riñihue y el Centro de Información Turística de Panguipulli, demostrando el compromiso del proyecto con las comunidades vecinas.

- Proyecto Línea de Transmisión San Pedro-Ciruelos: El proyecto línea de transmisión San Pedro - Ciruelos va a permitir evacuar la energía de la Central San Pedro al SIC mediante una línea de 220 kV y 47 km. de longitud, que se conectará en la subestación Ciruelos, ubicada a unos 40 km al nororiente de Valdivia.

  Las principales actividades del año 2014 se relacionaron con las negociaciones por las servidumbres de la línea, siendo relevante y estratégico para el proyecto una serie de acuerdos ya alcanzados con los propietarios de los terrenos.

  Se realizaron algunas modificaciones de ingeniería para el tramo de llegada de la línea a la subestación Ciruelos y se ejecutaron estudios de suelo del terreno de todo el trazado. Lo anterior servirá como antecedente para reingresar a tramitación la concesión eléctrica.

- Proyectos de ERNC (Energías Renovables No Convencionales): La normativa eléctrica exige que una parte de la energía contratada provenga de medios de generación renovable no convencional, estableciéndose como meta que al año 2025 un 20% provenga de este tipo de tecnologías.

  En este contexto, en el año 2013 Colbún firmó un contrato con Acciona Energía por la compra de la energía y atributos que genere el parque eólico Punta Palmeras, de 45 MW, ubicado en la comuna de Canela, a 70 km de la ciudad de Los Vilos, IV Región, el cual entró en operación comercial en noviembre de 2014.

  Asimismo, Colbún continúa analizando la factibilidad técnica y económica de diversos proyectos de minicentrales hidráulicas, las cuales utilizarían derechos de aguas de asociaciones de regantes, empresas y particulares. Adicionalmente, se estudia la participación en proyectos de generación de otras tecnologías.

- Hidroaysén: Colbún participa en un 49% de la propiedad de HidroAysén S.A.

  Sin perjuicio de la natural incertidumbre sobre los plazos y contenidos de las resoluciones de las instancias judiciales a las cuales HidroAysén ha recurrido o recurrirá en el futuro, así como los lineamientos, condiciones o eventuales reformulaciones que los procesos que está conduciendo el gobierno sobre política energética de largo plazo y de planificación territorial de cuencas determinen en relación al desarrollo del potencial hidroeléctrico de Aysén, Colbún S.A. reitera su convencimiento que los derechos de aguas vigentes, las solicitudes de derechos de agua adicionales, la resolución de calificación ambiental, las concesiones, los estudios de terreno, la ingeniería, las autorizaciones y los inmuebles del proyecto son activos adquiridos y desarrollados por la empresa durante los últimos ocho años al amparo de la institucionalidad vigente y conforme a estándares internacionales técnicos y ambientales.

Colbún S.A. ratifica que el desarrollo del referido potencial hidroeléctrico presenta beneficios para el crecimiento del país y que la opción de participar en él representa para la empresa una fuente potencial de generación de valor de largo plazo. Colbún S.A. reafirma el proceso de defensa judicial de la Resolución de Calificación Ambiental (RCA) del Proyecto que actualmente está radicado en los Tribunales Medioambientales y también la defensa de los derechos de agua adicionales que están actualmente en proceso, dentro del marco previsto en nuestro Estado de Derecho.

- Otros: Durante el año 2014 Colbún continuó realizando estudios de pre-factibilidad técnica, económica y ambiental y estudios de factibilidad para proyectos hidroeléctricos, que utilizarían derechos de agua que Colbún posee en la Región del Maule.

  Además, se trabaja en el desarrollo de opciones para adquirir de forma directa GNL desde el mercado internacional.

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.

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
.
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.

Al 31 de marzo de 2015, los puertos de la región transfirieron 5.393.895 toneladas-m3, lo que representa un aumento de 305.029 toneladas-m3 respecto al mismo trimestre del año anterior.

A marzo de 2015, Puerto Lirquén S.A. registra una participación de mercado del 21.7 % (a marzo de 2014 del 20.7%)

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$ 480 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.

Al 31 de marzo de 2014 el proyecto de construcción del nuevo frente de atraque alcanzó un 54,6% de avance, lo que se encuentra de acuerdo al avance esperado a la fecha, sin perjuicio de que hubo algunos retrasos respecto de lo programado debido a las paralizaciones portuarias.

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, Terminal Pacífico Sur (TPS) y Terminal Cerros de Valparaíso (TCVAL) que en diciembre del 2013 recibió la concesión del Espigón de Valparaíso.

Al 31 de marzo de 2015, los puertos de la región transfirieron 7.293.067 toneladas, lo que representa un incremento de 613.179 toneladas respecto al cierre del año anterior.

A marzo de 2015, Puerto Central S.A. registra una participación de mercado del 3,9% (a marzo de 2014 del 4,7%). Esta disminución en la transferencia de carga tiene su explicación en los paros portuarios.

C.3.Actividad forestal

La sociedad asociada Empresas CMPC S.A. 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, cajas de cartón corrugado, otros productos de embalaje, productos tissue y sanitarios. CMPC se organiza en cuatro áreas de negocio: Forestal, Celulosa, Papeles y Tissue, las que coordinadas a nivel estratégico y compartiendo funciones de soporte administrativo y control, actúan en forma independiente de manera de atender mercados con productos y dinámicas diferentes.

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, los principales proyectos en ejecución son los siguientes:

- Proyecto Ampliación de la Planta de Celulosa Guaíba en el Estado de Rio Grande do Sul, Brasil. Durante el ejercicio se continuó con la construcción de 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. Este proyecto, el más relevante de CMPC en su historia, permitirá aumentar la capacidad de producción de celulosa de CMPC en un 46% y tendrá uno de los más bajos costos de producción de la industria. Al 31 de marzo de 2015 se habían invertido US$ 1.767 millones aproximadamente y el avance de las obras alcanzaba a un 95%. A la fecha de publicación de los Estados Financieros de CMPC (7 de mayo de 2015), el proyecto se encuentra en su proceso de ajustes finales y puesta en operación, en línea con su cronograma original y presupuesto de inversión. Se espera que Guaíba II inicie su operación comercial durante el segundo trimestre de 2015.

- Proyectos de Co-Generación en el complejo Puente Alto – Cordillera y en Planta Talagante. Se trata de dos proyectos de generación de energía eléctrica y vapor a base de gas natural en las Plantas Puente Alto y Talagante. Estas iniciativas se enmarcan en la estrategia de CMPC tendiente a lograr su autosuficiencia en materia de energía eléctrica y mayor eficiencia en los procesos. Ambos proyectos, que se espera entren en operación en el segundo semestre del 2015, implican una inversión conjunta de aproximadamente US$ 102 millones y permiten adicionar una generación propia de aproximadamente 70 MW.

- Proyecto Nueva Máquina Papelera y Cogeneración para Absormex. Durante el ejercicio continuó la construcción de este proyecto que amplía la capacidad de CMPC de productos Tissue en México e implica una inversión de aproximadamente US$ 127 millones, incluyendo una nueva máquina papelera y varias líneas de conversión asociadas. Adicionalmente, para esta misma localización, se contempla una unidad de cogeneración eléctrica y vapor a base de gas natural, con una inversión aproximada a los US$ 34 millones. Estos proyectos deberán estar en producción hacia fines de 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.

Con fecha 5 de junio de 2014 el Directorio fijó el precio de colocación en $1.100 por acción. Entre el 25 de junio y el 25 de julio se efectuó el período de opción preferente. En esta etapa se suscribieron 119.284.587 acciones, lo que representa un 95,43% del total ofrecido.

Con fecha 7 de agosto de 2014 el Directorio y en concordancia con lo aprobado por la Junta Extraordinaria de accionistas celebrada el 22 de abril de 2014, acordó rematar en la Bolsa de Comercio de Santiago 5.715.413 acciones correspondientes al remanente del aumento de capital cuyo período de opción preferente finalizó el 25 de julio de 2014. Esta operación se materializó el 20 de agosto de 2014 y el precio obtenido fue de $1.432,30 por acción.

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 2015 los ingresos por rentas de arrendamiento alcanzaron a MUS$251, que al compararlos con los MUS$271 a marzo de 2014 muestran una disminución de un 7,38%, explicado por la revalorización del dólar.

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 ejercicios terminados el 2013 y 2012, presenta el siguiente movimiento:

	31-mar-2015	31-mar-2014	Variación
	MUS$	MUS$	MUS$
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de operación	400.188	90.467	309.721
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de inversión	(41.039)	(54.349)	13.310
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de financiación	(52.070)	(79.948)	27.878
Incremento (disminución) en el efectivo y equivalente al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	307.079	(43.830)	350.909
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	121	(4.701)	4.822
Incremento (disminución) del efectivo y equivalente al efectivo	307.200	(48.531)	355.731
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del ejercicio	298.094	299.218	(1.124)
Efectivo y equivalente al efectivo al final del ejercicio	605.294	250.687	354.607

El efectivo y las inversiones financieras líquidas alcanzan a MUS$605.294 a marzo de 2015 (MUS$250.687 a marzo de 2014).

a) Las actividades operacionales generaron flujos netos por MUS$400.188 a marzo de 2015 (MUS$90.467 en 2014), este mayor flujo proviene de mayores cobros derivados de contratos mantenidos para intermediación o para negociar con ellos, menores pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios, menores pagos a y por cuenta de los empleados y por mayores otros cobros por actividades de operación. Lo anterior está contrarrestados por mayores pagos procedentes de contratos mantenidos para intermediación o para negociar, menores cobros procedentes de las ventas de bienes y prestaciones de servicios, menores cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas, mayores pagos por primas y prestaciones, anualidades y otras obligaciones derivadas de las pólizas suscritas, mayores impuestos a las ganancias pagados, clasificados como actividades de operación, mayores otras salidas de efectivo, clasificados como actividades de operación, menores intereses recibidos, clasificados como actividades de operación, mayores otros pagos por actividades de operación y menores dividendos recibidos, clasificados como actividades de operación.

b) Las actividades de inversión muestran a marzo de 2015 un flujo neto de fondos de MUS$41.039 negativo (MUS$54.349 negativo en 2014), 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, cobros a entidades relacionadas, cobros procedentes de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera y pagos derivados de contratos de futuro, a término, de opciones y de permuta financiera.

c) Los flujos de financiamiento se presentan por MUS$52.070 negativo a marzo de 2015 (MUS$79.948 negativo en 2014) y corresponden principalmente al pago de dividendos de la Matriz y de las Sociedades que forman parte de la consolidación, a los señores accionistas, a intereses pagados, a importes procedentes de préstamos a largo plazo, pagos de préstamos a entidades relacionadas, pagos de préstamos en el año 2014, préstamos a entidades relacionadas en el año 2014.

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, trabas en el desarrollo de proyectos y riesgos asociados a cambios en la regulación.

En relación al Riesgo Hidrológico, el 48% de las centrales de Colbún son hidráulicas, por lo que están expuestas a las variables condiciones hidrológicas. En condiciones hidrológicas secas, para lograr suministrar los contratos, Colbún debe operar sus plantas térmicas de ciclo combinado con compras de gas natural o con diésel, o por defecto operar sus plantas térmicas ineficientes o bien recurrir al mercado spot.

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 los compromisos comerciales.

En relación al riesgo de precios de los combustibles, en situaciones de bajos afluentes a las plantas hidráulicas, Colbún debe hacer uso principalmente de sus plantas térmicas o efectuar compras de energía en el mercado spot a costo marginal. Lo anterior genera un riesgo por las variaciones que puedan presentar los precios internacionales de los combustibles. Parte de este riesgo se mitiga con contratos cuyos precios de venta también se indexan con las variaciones de los precios de los combustibles. Adicionalmente, se llevan adelante programas de cobertura con diversos instrumentos derivados, tales como opciones call y opciones put, entre otras, para cubrir la porción remanente de esta exposición en caso de existir.

En relación 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 unidad 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 de mitigar sustancialmente el riesgo de no contar con este combustible.

En relación al riesgo de fallas en equipos, la disponibilidad y confiabilidad de las unidades de generación y de las instalaciones de transmisión son fundamentales para el negocio. Es por esto que Colbún tiene como política realizar mantenimientos programados, preventivos y predictivos a sus equipos, acorde a las recomendaciones de sus proveedores, y mantiene una política de cobertura de este tipo de riesgos a través de seguros para sus bienes físicos, incluyendo cobertura por daño físico y perjuicio por paralización.

En relación al riesgo de construcción de proyectos; estos pueden verse afectado por factores tales como: retrasos en la obtención de permisos, 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 imprevistas, 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, se incorporan niveles de holgura en las estimaciones de plazo y costo de construcción. Adicionalmente, la exposición de Colbún a este riesgo se encuentra parcialmente cubierta con la contratación de pólizas del 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.

En relación a riesgos regulatorios, la estabilidad regulatoria es fundamental para el sector de generación, donde los proyectos de inversión tienen largos plazos de desarrollo, ejecución y retorno de la inversión. Colbún estima que los cambios regulatorios deben hacerse considerando las complejidades del sistema eléctrico y manteniendo los incentivos adecuados para la inversión. Es importante disponer de una regulación que entregue reglas claras y transparentes que consoliden la confianza de los agentes del sector.

La agenda energética impulsada por el gobierno contempla diversos cambios regulatorios, los que dependiendo de la forma en que se implementen podrían representar una oportunidad o riesgo para Colbún. Son de especial relevancia los cambios que actualmente se están discutiendo en el Parlamento acerca del Código de Aguas y el rol de ENAP en el sector generación. También son importantes los proyectos de ley que están en preparación: (i) Ley de asociatividad que buscaría facilitar el desarrollo de nuevos proyectos eléctricos a nivel local y (ii) Nueva Ley de Transmisión que redefiniría aspectos fundamentales de este segmento. De la calidad de esta nueva regulación y de las señales que por ello entregue la autoridad, dependerá –en buena medida– el necesario y equilibrado desarrollo del mercado eléctrico en los próximos años.

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

a) Riesgo de tipo de cambio: El riesgo de tipo de cambio viene dado principalmente por los flujos en monedas distintas al dólar. Los instrumentos de mitigación usados son swaps de moneda y forwards.

b) Riesgo de tasas de interés: Se refiere a las variaciones de las tasas de interés que afectan el valor de los flujos futuros referenciados a tasa de interés variable, y a las variaciones en el valor razonable de los activos y pasivos referenciados a tasa de interés fija que son contabilizados a valor razonable. Para mitigar este riesgo se utilizan swaps de tasa de interés fija.

c) Riesgo de crédito: Colbún se ve expuesta a este riesgo derivado de la posibilidad de que una contraparte falle en el cumplimiento de sus obligaciones contractuales y produzca una pérdida económica o financiera.

   Con respecto a las colocaciones en Tesorería y derivados que se realizan, Colbún efectúa las transacciones con entidades de elevados ratings crediticios. Adicionalmente, Colbún ha establecido límites de participación por contraparte, los que son aprobados por el Directorio y revisados periódicamente.

   Al 31 de marzo de 2015, las inversiones de excedentes de caja se encuentran invertidas en fondos mutuos (de filiales bancarias) y en depósitos a plazo en 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, las instituciones locales tienen clasificación de riesgo local igual o superior a AA- y las entidades extranjeras tienen clasificación de riesgo internacional grado de inversión. Al cierre del período, la institución financiera que concentra la mayor participación de excedentes de caja alcanza un

20%. Respecto de los derivados existentes, las contrapartes internacionales de Colbún tienen riesgo equivalente a A- o superior y las contrapartes nacionales tienen clasificación local AA+ o superior. Cabe destacar que en derivados ninguna contraparte concentra más del 16% en términos de nocional.

d) Riesgo de liquidez: Este riesgo viene dado por las distintas necesidades de fondos para hacer frente a los compromisos de inversiones y gastos del negocio, vencimientos de deuda, entre otros. 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 la Sociedad tiene en CMPC, esta se ve afectada por las variaciones en los tipos de cambio, 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.

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 de América) 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. Para aquellas deudas cuya tasa de interés es flotante, CMPC minimiza el riesgo mediante la contratación de derivados.

CMPC tiene pasivos financieros a tasas de interés flotante por un monto de US$ 106 millones al 31 de marzo de 2015 a una tasa promedio de 1,59% en dólares (US$346 millones al 31 de diciembre de 2014). Un cambio de 10% de la tasa implica un cambio en el gasto financiero anual de CMPC de US$0,02 millones.

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 CMPC no tiene una gravitación ni 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, además de su propia expansión en Guaíba, existen varios proyectos de nuevas líneas de producción de celulosa, recientemente puestos en marcha, en construcción o en avanzado estado de desarrollo en Uruguay, Brasil, e Indonesia, entre otros, 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 35% de los activos fijos de CMPC se encuentran en Brasil y un 12% 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, en septiembre de 2014, el Congreso aprobó un proyecto de Ley enviado por el Gobierno que modificó sustancialmente el sistema tributario, aumentando significativamente la carga tributaria de las empresas, lo que limitará en parte, la destinación de recursos provenientes de utilidades a la reinversión, que hasta ahora han sido determinantes en el proceso de ahorro e inversión de CMPC.

CMPC procura desarrollar 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 Biobío y la Araucanía han continuado los hechos de violencia e incendios intencionales que afectan a predios y maquinaria de agricultores y empresas forestales, provocados por grupos que reclaman derechos ancestrales sobre ciertos terrenos. Las zonas afectadas tienen alto nivel de pobreza y serios problemas sociales. Hasta hoy esta situación se ha radicado en zonas específicas y los efectos sobre CMPC han sido limitados. CMPC se ha preocupado de establecer vínculos con las comunidades generando 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. De igual manera, CMPC protege 33 sitios de interés cultural Mapuche así como 315 captaciones de agua para consumo de las comunidades vecinas de las áreas de patrimonio forestal de CMPC.

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 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.

En los riesgos de operaciones industriales y forestales, eventos que paralicen instalaciones productivas de CMPC pueden impedir satisfacer las necesidades de sus clientes, alcanzar las metas de producción y forzar desembolsos no programados en mantención e inversión en activos, todo lo cual puede afectar adversamente los resultados financieros de CMPC. Dentro de los eventos más significativos que pueden generar paralizaciones se incluyen terremotos, incendios, fallas de

equipos, interrupción de suministros, derrames, explosiones, inundaciones, sequías, terrorismo y conflictos laborales.

La totalidad de los activos de infraestructura de CMPC (construcciones, instalaciones, maquinarias, etc.) se encuentran razonablemente cubiertos de los riesgos operativos por pólizas de seguros a su valor de reposición.

A su vez, las plantaciones forestales pueden sufrir pérdidas por incendios y otros riesgos de la naturaleza, los que también tienen cobertura parcial de seguros, con limitaciones por deducibles y máximos indemnizables determinados en concordancia con las pérdidas históricas. Otros riesgos no cubiertos, tales como los biológicos, podrían afectar adversamente las plantaciones. Si bien estos factores en el pasado no han provocado daños importantes a las plantaciones de CMPC, no es posible descartar la ocurrencia de eventos fuera de los patrones históricos, que generen pérdidas significativas, por encima de las coberturas contratadas. Cabe señalar que la zona sur de Chile sufrió uno de sus veranos más secos en los últimos 50 años, lo que generó condiciones favorables para el desarrollo de incendios.

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 en las operaciones en Chile 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, se encuentran expuestas a un conjunto de riesgos de mercado, financieros y operacionales inherentes a sus negocios. Puertos y Logística S.A. busca identificar y administrar dichos riesgos de la manera más adecuada con el objetivo de minimizar potenciales efectos adversos.

En el Riesgo de Mercado, la industria de transferencia de carga portuaria tiene una alta dependencia del ciclo económico tanto nacional como internacional, el que tiene un efecto directo sobre las importaciones y exportaciones, y consecuentemente sobre el volumen de carga movilizada a través de los puertos nacionales. Puertos y Logística S.A. y sus sociedades subsidiarias no tienen control sobre los factores que afectan el ciclo económico, y tienen un bajo margen para hacer ajustes internos frente a variaciones de este, lo que se explica tanto por la naturaleza de largo plazo de la infraestructura portuaria como, en el caso particular de su filial Puerto Central, por las exigencias de su contrato de concesión. Puertos y Logística S.A. y sus sociedades subsidiarias operan en zonas con amplia oferta portuaria y un número reducido de clientes. Esto implica una constante presión a la baja en las tarifas, las que se encuentran a niveles bajos en relación a estándares internacionales.

Las actividades de Puertos y Logística S.A., también están expuestas a diversos riesgos financieros inherentes a su negocio, dentro de los que se encuentran: riesgo de condiciones en el mercado financiero (incluyendo riesgo de tipo de cambio y riesgo de tasa de interés), riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

- Para el Riesgo de Tipo de Cambio, en el caso particular de la sociedad subsidiaria Puerto Central, y tomando en consideración que la estructura de sus ingresos se encuentra altamente indexada al dólar, ha contraído pasivos denominados en esta moneda.

- Para el Riesgo de Tasa de Interés, al 31 de marzo de 2015, el 100% de las colocaciones financieras de Puertos y Logística S.A. y sus subsidiarias se encuentran invertidas en instrumentos de renta fija de corto plazo, de las cuales un 89% corresponde a depósitos a plazo con tasa de interés fija, lo que tiene el efecto de eliminar casi por completo el riesgo de las variaciones en las tasa de interés de mercado. La sociedad subsidiaria Puerto Central mantiene una línea de crédito en dólares. Al 31 de marzo de 2015 Puerto Central S.A. mantiene una deuda con cargo a esta línea por US$67,7 millones, los que se encuentran remunerados a tasa de interés flotante, exponiendo a Puertos y Logística S.A. a las variaciones en la tasa de interés de mercado. Para cumplir con los objetivos de gestión de riesgo definidos por Puertos y Logística S.A., la subsidiaria Puerto Central S.A. mantiene contratado un instrumento derivado del tipo swap de tasa de interés, el que le permite fijar la tasa de interés de su crédito y así reducir su exposición a las variaciones de tasa de interés de mercado.

- Para el Riesgo de Crédito, las ventas están concentradas en grandes clientes de operación global compuestos por armadores, exportadores forestales e importadores. Las ventas a clientes menores representan menos del 10% y se realizan a través de representantes: agentes de aduana, los que están domiciliados en el país y además en la mayoría de las ocasiones se exige el pago adelantado a sus representados. En cuanto al riesgo de crédito en operaciones financieras, Puertos y Logística S.A. privilegia las inversiones en instrumentos con clasificaciones de riesgos que minimicen el no pago e insolvencia. Para ello mensualmente monitorea la cartera para asegurarse respecto a su diversificación y calidad de los instrumentos que la componen. La máxima exposición al riesgo de los activos financieros es su valor libro.

- Para el Riego de Liquidez, Puertos y Logística S.A. ha establecido un marco de trabajo apropiado para la gestión de liquidez de manera que se puedan manejar los requerimientos de financiamiento a corto, mediano y largo plazo.

Los riesgos operacionales de Puertos y Logística S.A. son administrados por sus unidades de negocio en concordancia con estándares y procedimientos definidos a nivel corporativo.

La totalidad de los activos de infraestructura de Puertos y Logística S.A. (construcciones, instalaciones, maquinarias, etc.) se encuentran adecuadamente cubiertos de los riesgos operativos y otros de la naturaleza mediante pólizas de seguros.

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 cómo contratados. Su origen se encuentra en diversas demandas de carácter nacional de los trabajadores y sus dirigentes, que transcienden 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.

*****