MINERA
VALPARAISO S.A.

ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Al 30 de Junio de 2009

MINERA VALPARAISO S.A.

Y SOCIEDADES FILIALES

ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

AL 30 DE JUNIO DE 2009 Y 2008

Los presentes estados financieros de Minera Valparaiso S.A. y Filiales al 30 de junio de 2009 han sido preparados de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los principales cambios que se pueden apreciar son: la presentación de los estados financieros en dólares, que es la moneda funcional que acordó la Junta General Extraordinaria de Accionistas de la sociedad para llevar su contabilidad, además de la valorización de activos a partir del 1 de enero de 2008 a su valor razonable (fair value).

A.1. INDICADORES FINANCIEROS

	jun-09	dic-08
1. Liquidez Corriente		
Activo Corriente / Pasivo Corriente	3,01	4,46
2.- Razón Acida		
Activo Corriente-Inventarios-Pagos Anticipados / Pasivo Corriente	2,98	4,42
3.- Razón de Endeudamiento		
Deuda Total / Patrimonio	0,355	0,541
4.- Rentabilidad del Patrimonio		
Utilidad / Patrimonio Promedio	0,034	0,011
5.- Rentabilidad del Activo		
Utilidad / Activo Total Promedio	0,025	0,006
6.- Utilidad en US$ por Acción	1,65	0,38
7.- Proporción Deuda Corto Plazo		
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	19,39%	13,51%
8.- Proporción Deuda Largo Plazo		
Deuda Largo Plazo / Deuda Total	80,61%	86,49%
9.- Retorno de Dividendos		
Dividendos pagados/valor bolsa acción	0,02	0,02

Cabe destacar que los indicadores correspondientes al ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2008 fueron recalculados en función de las cifras determinadas en los estados financieros construidos bajo NIIF para ese periodo. Por ello estos nuevos indicadores difieren de los presentados en la FECU's al 31 de diciembre de 2008, los cuales fueron determinados bajo PCGA's Chilenos en su oportunidad.

A.2. ANALISIS DEL ESTADO DE RESULTADO

El resultado del ejercicio al 30 de junio de 2009 presenta una utilidad neta de MUS$ 117.957 siendo un 18,48% (MUS$18.402) mayor a la producida en igual período de 2008 que alcanzó a MUS$99.555.

Esta variación se explica fundamentalmente por mayores resultados de nuestra sociedad controlada Colbún S.A., nuestra filial Puerto de Lirquén S.A., nuestra inversión indirecta en Bicecorp y por mayores resultados por diferencias de cambio que individualmente en Minera Valparaíso derivan del efecto que la apreciación del peso, durante el presente ejercicio, tuvo en las colocaciones de la sociedad en el mercado de capitales expresadas en moneda local, contrarrestados en parte por menores resultados de nuestras inversiones directas e indirectas en Empresas CMPC y por menores dividendos percibidos de nuestras inversiones en acciones Copec y Molymet.

El comportamiento de los resultados de este ejercicio respecto al anterior, es el siguiente:

a) Margen Bruto

La variación positiva de MUS$101.858 que registró el margen bruto de Minera Valparaíso S.A. se debe en gran parte al aumento en el margen bruto de la sociedad controlada Colbún S.A.

En efecto, Colbún S.A., a junio de 2009 muestra un margen bruto de MUS$ 160.773 que se compara con MUS$ 57.216 registrada en igual período del año anterior. Aunque los Ingresos de la Operación acumulados a Jun09 fueron menores en MUS$ 158.556 con respecto a la misma fecha del año 2008, los menores Costos de la Operación por MUS$ 262.113 los compensaron ampliamente. Las menores ventas valoradas a Distribuidoras sin Contratos y las menores compras de petróleo diesel, ambas fundamentalmente por menores precios, explican la evolución de los ingresos y costos aludidos.

Se agrega a lo anterior un menor resultado operacional en nuestra filial Puerto Lirquén que se explica, principalmente, por la menor carga transferida y por el distinto mix de servicios, contrarrestado en parte por una disminución de 17,7% de los costos de operación, como consecuencia principalmente de la menor carga movilizada.

Las principales variaciones del resultado de explotación son las siguientes:

Ingresos Ordinarios

La variación negativa de MUS$162.692 que experimentaron los ingresos de explotación de Minera Valparaiso se ve reflejado en la disminución en la venta de energía eléctrica de M$158.556 en Colbún, el que se explica principalmente por un efecto precio en las ventas a Distribuidores sin Contrato y a una leve caída en los precios regulados, pues los volúmenes de ventas físicas a los distintos tipos de clientes se mantienen en niveles similares, una disminución de los ingresos por servicios portuarios de nuestra filial Puerto de Lirquén S.A., producto de menor carga transferida y del distinto mix de servicios por MUS$4.674 y en una menor medida por menores ingresos por concepto de explotación de bienes raíces por MUS$69, contrarrestado en parte por mejores ingresos por concepto de venta de áridos para la construcción por MUS$607.

Costos de Venta

Los menores costos de venta de MUS$264.550, se debe principalmente a la disminución en los costos de explotación en Colbún S.A. y sus filiales de MUS$262.113 por el menor precio del petróleo diesel, el que ha compensado la mayor generación con ese combustible; por menores costos en la filial Puerto de Lirquén de MUS$2.565; contrarrestados en parte por mayores costos en la explotación de áridos para la construcción de MUS$128.

b) Otros Resultados

Los Otros Resultados disminuyeron en MUS$48.313, principalmente por menores resultados devengados en empresas relacionadas, por menores ingresos financieros clasificados como otros ingresos de Operación, menores resultados por unidades de reajuste, mayores gastos de administración y menores otros ingresos, contrarrestados en parte por mayores diferencias de cambio y por menores costos financieros,.

Los resultados por inversiones en empresas relacionadas ascienden a MUS$44.452 (MUS$76.976 en 2008) y están formados como sigue:

Sociedades	Resultados devengados jun-09 MUS$	jun-08 MUS$	Dif. MUS$
Bicecorp S.A.	11.632	2.092	9.540
Portuaria Andalén S.A.	323	303	20
Inversiones El Raulí S.A.	1.023	893	130
Viecal S.A.	1.287	2.790	(1.503)
Almendral S.A.	4.997	4.416	581
Sardelli Investment S.A.	1.618	758	860
Coindustria Ltda.	6.906	8.090	(1.184)
Empresas CMPC S.A.	15.445	56.281	(40.836)
Otras inversiones	1.221	1.353	(132)
	44.452	**76.976**	**(32.524)**

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

- El mejor resultado en Bicecorp S.A., se explica fundamentalmente por los mejores resultados obtenidos por la filial Bice Vida Compañía de Seguros S.A.

- El mejor resultado en Almendral S.A., se explica fundamentalmente por mayores resultados no operacionales.

- El mejor resultado en Inversiones El Raulí S.A., se explica fundamentalmente por su inversión en Almendral S.A.

- El menor resultado de Empresas CMPC S.A. se explica fundamentalmente por la crisis que ha impactado la economía mundial iniciada el segundo semestre del año anterior afectando negativamente el precio de la Celulosa y el volumen y precio de la Madera aserrada. La evolución del negocio de Papeles, en el cual la caída de precios ha sido menor que la registrada por los precios de la Celulosa, junto al buen desempeño de los negocios de Tissue y Productos de Papel, han permitido atenuar la caída en los resultados. Durante el último trimestre se han observado, en algunos mercados, señales de mejoría. Este es el caso de la celulosa, producto que ha empezado a mostrar una tendencia al alza en su precio de venta.

- El menor resultado en Coindustria Ltda. se explica fundamentalmente, por menores resultados de su inversión directa e indirecta en Empresas CMPC, contrarrestado en parte por mayores resultados de su inversión indirecta en Bicecorp.

- Los menores resultados en Viecal S.A., se explican fundamentalmente por sus menores resultados no operacionales.

a. Resultados por centro de negocios

Conceptos	Sector Eléctrico M US$	Sector Portuario M US$	Sector Inmobiliario M US$	Inversión en CMPC y Otras M US$
Ingresos de Ordinarios	601.084	21.745	376	791
Costos de Ventas	(440.311)	(11.936)	(91)	(254)
Margen Bruto	160.773	9.809	285	537
Otros Ingresos (Egresos)	**(54.911)**	**6.258**		**58.131 (**)**
Resultado antes de impuestos	**105.862**	**16.067**	**395**	**58.668**
Resultado despues de impuesto	**130.522**	**17.064**	**338**	**58.476**

(**)	de Empresas CMPC S.A.	15.445
	de Otras inversiones	29.007
	de Otros resultados	13.679
		58.131

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

Los Activos de la Sociedad Matriz y sus filiales 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:

	jun-09		dic-08	
	MUS$	%	MUS$	%
Activos Corriente	1.324.342	15,3	1.232.449	15,72
Activos No Corirente	7.333.824	84,7	6.608.154	84,28
Total Activos	**8.658.166**	**100,00**	**7.840.603**	**100,00**

En los Activos Corriente se encuentra incluido el rubro Activos Financieros Disponibles para la Venta Corriente, representado por aquellas inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus filiales 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$19.034 en 2009 y MUS$13.349 en 2008.

En los Activos No Corriente se encuentra incluido el rubro Activos Financieros Disponibles para la Venta No Corriente, que considera aquellas inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus filiales 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$1.019.615 en 2009 y MUS$675.879 en 2008. Asimismo, en los Activos No Corriente se incluyen las inversiones en empresas asociadas valorizadas por el método de la participación. Esta partida equivale a MUS$1.980.675 en 2009 y MUS$1.815.049 en 2008.

Considerando que las inversiones en acciones y derechos en sociedades son activos importantes, puesto que representan el 34,91% y 31,94% 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 lo Disponible para la venta corriente y no corriente 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 9,90% superior al valor de mercado determinado al 30 de junio de 2009 (46,96% superior al valor de mercado en 2008). Dentro de estas inversiones, la más significativa está representada por las acciones de Empresas CMPC que Minera Valparaíso S.A. posee en forma indirecta a través de sus sociedades filiales y coligadas. 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 19,69% en 2009 (19,69% en 2008).

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

	jun-09		dic-08	
	M$	%	M$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (VPP)	1.262.531	14,58	1.249.057	15,93
Otras acciones y derechos en Asociadas (VPP)	718.144	8,29	565.992	7,22
Disponible para la venta corriente	19.034	0,22	13.349	0,17
Disponible para la venta no corriente	1.023.145	11,82	676.226	8,62
Otros Activos	5.635.312	65,09	5.335.979	68,06
Total Activos	8.658.166	100,00	7.840.603	100,00

El valor asignado a la inversión en CMPC, 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:

	jun-09		dic-08	
	M$	%	M$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (Bolsa)	944.880	11,26	621.735	8,57
Otras acciones y derechos en Asociadas (Bolsa)	765.929	9,13	611.035	8,42
Disponible para la venta corriente	19.034	0,23	13.349	0,18
Disponible para la venta no corriente	1.023.145	12,2	676.226	9,32
Otros Activos	5.635.312	67,18	5.335.979	73,51
Total Activos	8.388.300	100,00	7.258.324	100,00

Si se comparan los dos criterios señalados, se puede concluir que existe una sobrevaluación de estos activos de MUS$269.866 en 2009 y de MUS$582.279 en 2008.

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 filiales o coligadas.

C.1 Generación y ventas de energía eléctrica

La Sociedad directamente y a través de sus filiales Forestal Cominco S.A. e Inversiones Coillanca Ltda. es el accionista controlador de Colbún S.A., controlando un 49,26% de su capital accionario. Dicha empresa es la segunda generadora en importancia del SIC.

Minera Valparaíso adquirió el control de Colbún a fines del año 2005 con motivo de la fusión de sus filiales hidroeléctricas con dicha empresa, lo que le permitió a Colbún bajar su exposición al abastecimiento de gas argentino y adquirir mayor estabilidad en su generación hidráulica. Ello se consigue al incorporar, como consecuencia de la fusión, dos cuencas independientes de aquellas en que operaba anteriormente, lo que ha permitido compensar en parte importante las pérdidas producidas como consecuencia del desabastecimiento de gas argentino y su reemplazo por petróleo a precios históricamente altos.

Además de lo anterior, el escaso endeudamiento de las filiales fusionadas ha facilitado el financiamiento de Colbún para el ambicioso plan de inversiones para el quinquenio iniciado a mediados del año 2007 y que se describe más adelante.

Participación en el mercado y competencia:

Colbún S.A. es una empresa generadora cuyo parque de producción alcanza una potencia instalada de 2.521 MW (aproximadamente un 26% del SIC), conformada por 1.247 MW en unidades térmicas y 1.274 MW en unidades hidráulicas. En cuanto al parque térmico de la compañía, las unidades Nehuenco I, Nehuenco II, Nehuenco III y Candelaria están habilitadas para funcionar tanto con petróleo diesel como con gas natural argentino, mientras que Antilhue sólo puede operar con petróleo diesel. Este parque de generación térmico fue diseñado para permitir a Colbún S.A. un equilibrio hidro - térmico adecuado en relación al nivel de compromisos comerciales.

Colbún ha mantenido la estrategia de contratación de largo plazo para obtener estabilidad en sus flujos, basada en el equilibrio de generación hídrica y térmica a un costo competitivo descrito anteriormente. Si bien este equilibrio se vio alterado en los años anteriores, producto de la desaparición del gas natural proveniente de Argentina, la Compañía ha avanzado en ajustar su cartera de clientes, la cual en condiciones razonables de precios del petróleo diesel y disponibilidad de energía hidráulica, como ha sucedido durante este año 2009, le permitirá retomar su equilibrio, al considerar la generación de base hídrica y de carbón disponibles y la generación térmica de respaldo.

En los últimos años Colbún ha mantenido una participación en torno al 28% del mercado en competencia con Endesa, Gener y otros.

Para satisfacer la creciente demanda en el SIC Colbún y sus filiales terminaron en el año 2007 y 2008 una serie de proyectos de generación entre los cuales se cuenta Quilleco, de 70 MW, en serie hidráulica con la central Rucúe, en la Octava Región, Chiburgo, de 20 MW, Hornitos, de 55 MW y la central térmica de Los Pinos de 100MW del tipo aeroderivativa ubicada en la zona de Charrúa en la VIII Región cuya elevada eficiencia la dejará en condiciones de operar en términos económicos justo después de los ciclos combinados que operen con diesel.

Además de lo anterior Colbún tiene en construcción la Planta termoeléctrica Santa María que usará carbón como combustible en la Comuna de Coronel. Su primera etapa de 343 MW nominales entraría en operación a comienzos del año 2011 y contempla una inversión de aproximadamente USD 700 millones. La segunda etapa del Proyecto Santa María está en proceso de licitación esperándose que este culmine hacia fines del año 2009.

Es importante destacar que las tecnologías con que han sido proyectadas estas centrales termoeléctricas a carbón, cumplen con los más altos estándares medio ambientales y normas de países desarrollados, por lo cual son muy poco agresivas con el medio ambiente en general y con la población vecina en particular.

Adicionalmente, la compañía se encuentra desarrollando los siguientes proyectos:

Proyecto CH San Pedro: central de 144 MW ubicada en el río del mismo nombre en la Región de los Ríos, que podría entrar en operación el año 2012. En octubre 2008 la Corema de la Región de los Ríos aprobó ambientalmente el Proyecto Hidroeléctrico San

Pedro, Adicionalmente las obras hidráulicas fueron aprobadas recientemente por lo cual en abril 2009 se iniciaron las faenas de caminos de penetración, se asignó el contrato de los túneles de desvío y se adjudicó el suministro, montaje y puesta en servicio del equipamiento electromecánico y blindajes de los portales de entrada de los túneles de desvío.

Proyecto CH Angostura: Este proyecto hidroeléctrico de 316 MW ubicado en la región del Bío Bío, en el río del mismo nombre, se encuentra actualmente en su fase de aprobación medioambiental. Su puesta en marcha está estimada para el segundo semestre del 2013.

Proyecto Aysén: Colbún está participando con Endesa en la sociedad que desarrollará los proyectos hidroeléctricos de la XI Región en los ríos Baker y Pascua y que totalizarían una capacidad instalada de aproximadamente 2.750 MW, capacidad que una vez en operación, será comercializada en forma independiente por ambas compañías. Este proyecto se encuentra en su fase de estudio de impacto ambiental y del trazado de la línea de alta tensión que transmitiría la energía a la zona central del país.

Otros proyectos hidráulicos: Finalmente, la compañía posee otros derechos de agua en las Regiones V, VII, y X, en base a los cuales está estudiando proyectos hidráulicos por alrededor de 500 MW, que se espera entren en etapa de desarrollo y ejecución de manera que puedan aportar con generación de electricidad a partir del año 2014 y siguientes.

C.2. Servicios portuarios

La sociedad filial Puerto de Lirquén S.A., y sus filiales, tienen sus instalaciones productivas en la VIII Región. Puerto de Lirquén S.A., es un puerto de servicio público que realiza la movilización, acopio, carga y descarga de toda clase de productos forestales especialmente celulosa, rollizos, madera aserrada, tableros, madera pulpable, además de fertilizantes, harina de pescado y contenedores llenos y vacíos.

- Participación en el mercado y competencia

El mercado portuario de la Octava Región, cuya área de influencia se extiende de 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, lo que se acentuará con los proyectos de ampliación en curso de Puerto Lirquén y con la reciente puesta en marcha del Muelle Nº 2 de Puerto Coronel.

Puerto de Lirquén participa directamente en todos los mercados con la excepción del carbón y chips, mercados en los que interviene indirectamente a través de Portuaria Cabo Froward S.A. (Muelles Puchoco y Jureles), en la que participa en un 12,2% de su propiedad.

Es así como Puerto de Lirquén ha conseguido colocarse en una situación muy competitiva en todos los mercados en que participa manteniéndose como el segundo

puerto de la región al movilizar en el año un 29,3% de la carga portuaria en fuerte competencia para la carga general y contenedores con los puertos de San Vicente (47,7% de la carga), Coronel (9,9%) y Froward (10,8%). El resto de la carga fue movilizada por Talcahuano y Penco, este último especializado en graneles, mercado en el que también compite exitosamente Puerto de Lirquén. Considerando sólo el sector forestal, excluido chips, la participación en el mercado regional de Puerto de Lirquén alcanzó a un 39,9%.

Parte relevante de la carga movilizada en la región se embarca en contenedores los que representan aproximadamente un 54,2% del total movilizado en la Región. Sin perjuicio de lo anterior, y del importante crecimiento del volumen de contenedores movilizados en la zona como consecuencia del aumento de producción de madera seca por el mayor secado de madera verde y la incorporación de importantes volúmenes de celulosa que se envían a Asia en contenedores que se registrara en el año 2008, en este primer semestre la carga en contenedores disminuyó levemente a consecuencia de casi 800.000m3 de menores exportaciones de madera y tableros compensado con un aumento de celulosa embarcada en contenedores. Como consecuencia de lo anterior y las menores exportaciones de madera, los embarques en forma de carga suelta en la zona disminuyeron sustancialmente este año (10%) que contrasta con el significativo crecimiento experimentado en el año anterior como consecuencia de la puesta en marcha de dos grandes proyectos de celulosa.

En este primer semestre, Puerto Lirquén movilizó 2.435.502 ton-m3 siendo 12,2% inferior a la carga trasferida en igual periodo del 2008. Esta disminución se justifica por las menores exportaciones de madera seca a los mercados de USA y Medio Oriente como consecuencia de la crisis internacional, compensado en parte por las mayores exportaciones de celulosa como consecuencia de mayor producción en ciertas plantas de Arauco y mejoras de eficiencia y precios en materias operacionales. En materia de contenedores este trimestre Puerto Lirquén no ha podido mantener un volumen similar al año anterior bajando su movilización en casi un 15% agregado al hecho que los márgenes operacionales se han estrechado como consecuencia de la reciente apertura del nuevo terminal de contenedores en Puerto Coronel.

Puerto de Lirquén ha trabajado activamente para mantener una fuerte posición en el mercado frente al aumento de demanda por servicios portuarios de los tres últimos años producto de la puesta en marcha de dos plantas de celulosa, un aserradero y otras plantas de tableros. Es así como, durante el año 2007, se pusieron en operación 21 nuevas grúas horquillas (de capacidad entre 7 y 14 tons.) y sus aditamentos. Paralelamente, se terminó la construcción de la primera etapa de la nueva bodega Nº 14 (7.900 m2 aprox. sobre un total de 30.000 m2) destinada a maderas y consolidaciones, así como la pavimentación de patios de 16.200 m2 destinados a maderas y contenedores, se compraron 2 grúas Reachstackers Kalmar para contenedores llenos y se autorizó la ampliación del muelle Nº2.

Para mantener al menos la actual participación del mercado de contenedores Puerto Lirquén ha aprobado un nuevo plan de inversiones para ampliar y mejorar la eficiencia en sus instalaciones que le permita no solo absorber adecuadamente los crecimientos del sector, especialmente contenedores, hacia los cuales se ha ido desviando una parte

importante de la carga forestal sino también enfrentar en mejores condiciones el aumento de capacidad portuaria que introduce Puerto coronel con su nuevo muelle y la instalación de grúas Gantry de alta velocidad.

Como parte de ella, se terminó en el año 2008 la segunda etapa de la bodega Nº14, se compraron dos grúas adicionales de muelle y está en plena construcción un relleno de mar que permitirá tener disponible hacia fines del 2009 un patio de 96.000 m2 al costado del muelle Nº2 muy adecuado para el manejo de contenedores. Además de lo anterior está en proceso de licitación la ampliación del muelle Nº2 cuya construcción se inició en el 4to trimestre del 2008 con la compra de los pilotes. Con estas nuevas instalaciones se podrá competir adecuadamente con San Vicente, adecuarse a las nuevas exigencias que implica la ampliación de Puerto de Coronel y poder mantener así la participación de mercado, la que alcanza a la fecha al 29,3%.

Puerto de Lirquén para un adecuado equilibrio entre su capacidad marítima y terrestre, ha mejorado también sus accesos mediante la suscripción de un acuerdo con el MOP para la construcción de un by pass en la ciudad de Penco el que se ha entregado al uso público en septiembre pasado e incrementado sustancialmente su capacidad de recepción ferroviaria mediante la construcción de nuevos desvíos techados y mejorado en gran parte la línea férrea Concepción Lirquén, con lo cual se le aumentó la capacidad de carga de los vagones ferroviarios y se reforzaron los puentes para el paso de locomotoras más grandes, contribuyendo con ello a bajar los costos de transporte doméstico a sus clientes.

C.3.Actividad forestal

La sociedad coligada Empresas CMPC S.A. es una de las principales empresas del país dedicada a esta actividad en forma integrada, operando a través de las siguientes sociedades filiales que concentran las distintas áreas de los negocios de la compañía:

- Forestal Mininco S.A.: Negocios forestales y aserraderos.
- CMPC Celulosa S.A.: Produce y comercializa celulosa y papeles.
- CMPC Papeles S.A.: Negocios de cartulinas, papel periódico y papeles gráficos.
- CMPC Productos Tissue S.A.: Negocios de la línea de productos tissue en Chile, Argentina, Uruguay y Perú.
- CMPC Productos de Papel S.A.: Negocios de conversión de papeles para producir envases, embalajes y productos de consumo masivo como papeles de oficina entre otros.

Estas cinco filiales, coordinadas a nivel estratégico y compartiendo funciones de soporte, actúan en forma independiente de manera de atender mercados con productos y dinámicas muy distintas.

Durante el período, las operaciones de los distintos negocios de CMPC sufrieron, en mayor o menor magnitud, los efectos de la crisis global. Dadas las actuales condiciones económicas y a la volatilidad de los mercados sigue siendo difícil proyectar el desarrollo de las operaciones a futuro.

En el negocio de Celulosa los precios mostraron fuertes ajustes a la baja en comparación con el mismo período del año anterior, con disminuciones de un 42% en el caso de la fibra corta y superiores al 35% en el caso de la fibra larga. A partir del mes de abril, se ha apreciado un alza en los precios de venta efectivos. Esto responde al cierre de fábricas de productores con estructuras de costos altas, además del aumento en la demanda proveniente de Asia, fundamentalmente de China. A pesar de ello, los precios continúan en niveles significativamente menores a los máximos alcanzados a mediados del año anterior.

El negocio forestal presenta una fuerte caída en los ingresos, lo cual se debe a la disminución tanto en los volúmenes como en los precios de ventas registrados durante este semestre. Esto ha sido compensado solo parcialmente por los menores costos de cosecha y de transporte, debido a la baja en el precio del petróleo, así como por los menores gastos de administración y ventas del negocio.

Durante el período los negocios de Papeles han mostrado una moderada caída en términos de volúmenes de venta. Cabe destacar la fuerte baja experimentada por el precio del papel periódico, después de haber alcanzado su máximo histórico a principios de este año. Estos negocios se han visto beneficiados por una disminución de los costos producto de la caída de precios de las materias primas e insumos principales tales como celulosa, madera y petróleo.

El negocio de CMPC Tissue ha seguido creciendo en ventas y ha continuado con su proceso de desarrollo regional. Durante el período se consolidaron los proyectos de ampliación de capacidad en Argentina, Perú y Uruguay. Una nueva máquina papelera en México inició su operación en enero.

En los últimos meses, el negocio de Productos de Papel se ha visto beneficiado por menores costos y mejores volúmenes en cajas de cartón corrugado orientadas al sector industrial. Lo anterior se ha visto parcialmente contrarrestado por la menor demanda por sacos de cemento en la región.

En relación al desarrollo de sus proyectos, en CMPC Maderas, durante el 2008 se aprobó un proyecto de automatización de aserraderos por un monto total de US$11,1 millones cuyo objetivo es lograr un significativo incremento en la productividad de los procesos y en la calidad de los productos.

En la Planta Pacifico continúa en ejecución un proyecto de inversión por US$55 millones para mejorar su desempeño ambiental y operativo, el que será completado a fines del presente año. Adicionalmente, se aprobó un proyecto para incrementar la generación eléctrica de la planta por US$12 millones, el que se encuentra en ejecución y debería entrar en operación a comienzos del próximo año. A su vez, se están preparando los informes técnicos para su certificación y aprobación en el marco de los Mecanismos de Desarrollo Limpio (Protocolo de Kyoto), ya que este proyecto contribuye a la reducción de gases de efecto invernadero y considera en su evaluación el ingreso por la venta de bonos de carbono. También durante el 2008 se concluyeron los estudios de ingeniería para un proyecto que permitirá sustituir por hidrógeno el 50% del petróleo actualmente utilizado en el horno de cal de Planta Pacífico. El hidrógeno es un subproducto de la

vecina planta de clorato de sodio de la Empresa ERCO. Este cambio de combustible también reducirá la emisión de gases efecto invernadero, por lo que será registrado en el marco de los Mecanismos de Desarrollo Limpio y considera en su evaluación el ingreso por la venta de bonos de carbono. Este proyecto implica una inversión de US$6,4 millones y será implementado durante el presente año.

En el último trimestre del 2008 CMPC Tissue aprobó un proyecto para construir una nueva planta de papel tissue en Colombia, lo significará una inversión cercana a los US$60 millones. Dicha planta, que se encuentra en construcción, podría entrar en producción el primer semestre de 2010.

En marzo se aprobó un proyecto para construir una nueva máquina de papel tissue en México, lo significará una inversión cercana a los US$60 millones. Dicha máquina podría entrar en producción a fines de 2010.

Con fecha 19 de Abril, por intermedio de un hecho esencial, la Compañía informó la suscripción de un contrato de adquisición de la sociedad brasileña Melhoramentos Papeis, por un valor de US$61 millones. Dicha adquisición permite a CMPC incrementar su capacidad instalada a 420 mil toneladas anuales, transformando a la Compañía en el mayor productor de papel tissue a nivel regional. CMPC tomó control de esta operación en el mes de junio. Sin embargo, Melhoramentos Papeis sólo será consolidada una vez que hayan perfeccionado definitivamente todos los contratos relacionados a esta operación, lo cual se espera ocurra durante el mes de septiembre.

Todos estos proyectos aprobados y muchos otros menores que están en diferentes etapas de desarrollo reflejan la determinación de CMPC por crecer y modernizarse, tanto en Chile como en sus negocios en el exterior, a pesar de la situación económica coyuntural.

C.4. Actividad inmobiliaria

Minera Valparaíso S.A. y sus filiales realizan la actividad inmobiliaria a través de la explotación de bienes raíces urbanas, de sus propiedades ubicadas en las ciudades de Santiago y Concepción.

En el año 2009 los ingresos por rentas de arrendamiento alcanzaron a MUS$376, que al compararlos con los MUS$445 del año 2008 muestran una disminución de un 15,51%. Esta disminución se explica fundamentalmente por el tipo de cambio utilizado en la conversión a moneda funcional, ya que al analizar los ingresos por este concepto indexados a UF se aprecia una pequeña variación positiva. La mayor parte de nuestra inversión inmobiliaria se encuentra en el centro de Santiago, sector que ha mostrado en los años anteriores señales de reactivación, especialmente por el aumento de demanda en el sector de oficinas de buena calidad.

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 2009 y 2008, presenta el siguiente movimiento:

ESTADO DE FLUJO EFECTIVO	junio 2009 MUS$	junio 2008 MUS$
FLUJO NETO ORIGINADO POR ACTIVIDADES DE LA OPERACIÓN	156.509	(134.162)
FLUJO NETO ORIGINADO POR ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO	24.794	499.562
FLUJO NETO ORIGINADO POR ACTIVIDADES DE INVERSION	(217.402)	(126.279)
FLUJO NETO TOTAL DEL PERIODO	**(36.099)**	**239.121**
EFECTO DE LA INFLACIÓN SOBRE EL EFECT. Y EFECT. EQUIVALENTE	(13.737)	(14.355)
VARIACION NETA DEL EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE	**(49.836)**	**224.766**
SALDO INICIAL DE EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE	513.713	223.660
SALDO FINAL DE EFECTIVO Y EFECTIVO EQUIVALENTE	**463.877**	**448.426**

a.- El efectivo y las inversiones financieras líquidas alcanzan a MUS$463.877 en el año 2009 (MUS$448.426 en 2008).

b.- Las actividades operacionales generaron flujos netos por MUS$156.509 en el año 2009 (negativos por MUS$134.162 en 2008), que provienen principalmente por los ingresos obtenidos por recaudación de deudores por ventas de energía eléctrica y de servicios portuarios y por menores pagos de impuestos a la renta e IVA, contrarrestado en parte por pagos efectuados a proveedores, pago de remuneraciones y pago de intereses efectuados para dichas actividades.

c.- Las actividades de inversión muestran en el ejercicio 2009 un flujo neto de fondos negativo de MUS$217.402 (MUS$126.279 en 2008), 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 ejercicios, a las mayores inversiones permanentes, préstamos a empresas relacionadas y a la inversión en activo fijo por parte de filiales efectuados en el ejercicio, todo lo anterior contrarrestado en parte por la venta de otras inversiones y otros ingresos de inversión.

d.- Los flujos de financiamiento se presentan positivos por MUS$24.794 en el año 2009 (MUS$499.562 en 2008) 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 la obtención de prestamos de empresas relacionadas, al pago de préstamos y otros desembolsos por financiamiento.

E. ANALISIS DE RIESGO DE MERCADO Y POSICION DE CAMBIO

Los resultados de la Sociedad, están directamente relacionados con los resultados que obtengan sus sociedades filiales y coligadas. Como gran parte de los activos se encuentran invertidos en el mercado de capitales, ya sea en instrumentos en pesos chilenos o en dólares, de renta fija y de tasa variable, como en acciones de sociedades anónimas, existen factores de riesgo que escapan al control de la Sociedad y que dependen de la gestión del riesgo financiero que realicen sus sociedades filiales y coligadas, como asimismo del comportamiento que tengan las tasas de interés en dicho mercado, de su reajustabilidad y tipo de cambio, tanto para aquellos instrumentos en pesos chilenos o en dólares, de renta fija como de tasa variable, y de las medidas que adopten las autoridades de gobierno en materia económica.

En la participación que la Sociedad tiene en Colbún S.A. ésta enfrenta los riesgos provenientes de:

i) la situación climática de cada año en el país.
ii) la regulación tarifaria que hace la autoridad semestralmente.
iii) el precio del petróleo diesel y el riesgo logístico en su abastecimiento.
iv) modificaciones a la aplicación de normas medioambientales.

Con respecto al riesgo hidrológico, Colbún ha buscado disminuirlo a través de construcción de centrales de respaldo que le permiten abastecer a sus clientes en caso de grandes sequías. Incrementos en el precio del petróleo unido al no cumplimiento de los contratos de abastecimiento de gas argentino, pueden implicar un encarecimiento relevante de este respaldo por lo cual el riesgo hidrológico es significativo en el resultado final de la sociedad.

Con respecto a los riesgos regulatorios la nueva Ley eléctrica, introduce una reducción de este al permitir contratos de suministro de largo plazo a empresas distribuidoras con precios reajustables que son fijados mediante licitaciones transparentes y reguladas por la autoridad. Ello implica que a mediados del año 2010, fecha en la cual vence una gran parte de los contratos de suministro a precios regulados, los precios estarán en gran parte determinados por contratos reajustables de largo plazo que reflejarán de mejor forma las condiciones de mercado imperantes en cada oportunidad pues sus reajustes estarán ligados a los principales ítems de costo de las centrales generadoras.

Además de lo anterior la actual legislación contempla, un panel de expertos que dirime las divergencias entre generadores, con lo cual se espera una mayor estabilidad en las reglas y una menor relevancia de las decisiones políticas en el sector al momento de establecer tarifas de energía a los clientes regulados sin perjuicio que en otras materias regulatorias relativas a la potencia, uso de embalses y normativas del CDEC, la autoridad puede influir significativamente en la distribución de ingresos entre generadores.

La estabilidad regulatoria para un sector como el de generación de electricidad resulta fundamental, lo cual ha sido una característica valiosa del sector eléctrico chileno y en general los cambios regulatorios de los últimos años han fortalecido esta estabilidad.

La generación de energía en centrales térmicas que utilizan petróleo diesel como combustible, representa un nivel de riesgo dado que los costos de producción y de compra se ven afectados por la volatilidad del precio internacional de dicho combustible como asimismo por las eventuales restricciones que puedan establecerse en el uso de diesel por razones ambientales.

Colbún mantiene una política de cobertura que disminuya su exposición, teniendo en cuenta factores tales como la evolución de las condiciones hidrológicas, el nivel de correlación de los precios de los contratos con el precio del petróleo diesel y de la evolución de los mercados de "commodities" y de derivados financieros.

Los análisis de riesgo realizados por la Compañía para el año 2009, detectaron que existían diferentes contingencias que de darse en forma simultánea podían afectar significativamente los resultados de la Compañía. Dada la baja probabilidad del evento, pero su alto impacto, se diseño e implementó un Seguro Híbrido, el cual permite proteger a la Compañía frente a un evento adverso como lo es que se de simultáneamente una sequía y altos precios del petróleo diesel.

Colbún 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 pueden tener un impacto no despreciable en el desarrollo de futuros proyectos que inhiban de alguna manera su desarrollo oportuno y expedito.

Es conveniente tener presente que en estas materias la autoridad está exigiendo cada vez mayores antecedentes y acabados estudios respecto a materias muchas veces ajenas a los impactos ambientales que produce un proyecto en particular, lo que dificulta, encarece y alarga enormemente el proceso de aprobación de los proyectos de desarrollo. Además de lo anterior, la presión de grupos organizados sobre la autoridad ambiental produce atrasos en los proyectos que está afectando la construcción oportuna de ellos, produciendo con ello un grave perjuicio al país al disminuir artificialmente sus posibilidades de crear riqueza y bienestar a la población. Asimismo sorprende que este tipo de problema se ha presentado con mayor fuerza en el desarrollo de proyectos hidroeléctricos que funcionan en base a un recurso natural renovable y que son óptimos desde el punto de vista de la salud de la población. Es así como hasta la fecha ha sido más fácil la aprobación ambiental de centrales térmicas que operan con diesel que proyectos hidroeléctricos cuyo efectos ambientales no solo son muy inferiores a los producidos por las centrales térmicas sino también los eventuales daños al ecosistema no son muy distintos a los que se producen en la misma naturaleza en forma natural.

Es así como de casi 3.000MW en desarrollo, solo el 15% corresponden a proyectos hidroeléctricos cuyos períodos de tramitación del EIA han superado los tres años en circunstancia que en el mismo período más del 70 % corresponden a centrales que utilizan diesel y carbón como combustible.

Respecto a la participación que la Sociedad tiene en CMPC, esta última enfrenta entre otros, el riesgo de diferencias en tasa de cambio de la moneda extranjera. 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 70% 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.

En cuanto a la estructura de la deuda, CMPC maneja activamente la estructura de tasas de interés de su deuda mediante derivados con el objeto de minimizar el gasto financiero en el escenario más probable de tasas esperadas. Las inversiones financieras están preferentemente remuneradas a tasas de interés fija, eliminando el riesgo de las variaciones en las tasas de interés de mercado. La política de CMPC consiste en mantener un equilibrio entre la fracción de deuda financiera con tasa de interés fija y aquella con tasa de interés variable o flotante. Para conseguir este objetivo se utilizan distintos tipos de contratos de derivados cuando resulta necesario. Dado que se estima que las actuales tasas son bajas, al 30 de junio de 2009, la fracción de la deuda de CMPC a tasa de interés fija llegaba a casi el 90%.

Un alto porcentaje de las ventas de CMPC proviene de productos que tienen el carácter de commodities, cuyos precios dependen de la situación prevaleciente en mercados internacionales, en los cuales CMPC tiene una gravitación poco significativa por lo que no tiene control sobre los factores que los afectan. Entre estos factores se destacan, las fluctuaciones de la demanda mundial (determinada principalmente por las condiciones económicas de Asia, Norteamérica y Europa), 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 y la disponibilidad de productos sustitutos.

Además de Chile, CMPC tiene plantas industriales en Argentina, Uruguay, Perú, México, Colombia y Brasil. También posee bosques en Argentina. Varios de estos países han pasado por periodos de inestabilidad política y económica durante las recientes décadas, periodos en los cuales los gobiernos han intervenido en aspectos empresariales y financieros con efectos sobre los inversionistas extranjeros y empresas. No es posible sostener que estas situaciones no podrían volver a repetirse en el futuro y afectar en consecuencia, adversamente las operaciones de CMPC. Aproximadamente, un 22% de las ventas consolidadas de CMPC son efectuadas por las filiales extranjeras.

CMPC ha mantenido su política de estrecha 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 realizado desde hace varios años en Chile por la Fundación CMPC.

En ciertas zonas de las regiones del Bío Bío y la Araucanía se producen con alguna periodicidad hechos de violencia que afectan a predios de agricultores y empresas forestales, provocados por grupos minoritarios de la etnia mapuche que demandan derechos ancestrales sobre algunos terrenos de la zona. En la base de esta situación está la pobreza y problemas sociales que los afectan. Menos del 1% de las plantaciones que CMPC posee en Chile, se encuentran en áreas de conflicto con comunidades indígenas. CMPC se ha preocupado de generar un programa de empleo especial para

atenuar los problemas de pobreza de las familias, en los lugares donde CMPC desarrolla sus actividades. Todo lo anterior se ha llevado a cabo sin perjuicio de los programas sociales gubernamentales. Este conjunto de actividades han tendido a mitigar el problema. No obstante lo anterior, podrían surgir en el futuro nuevas disputas que afecten adversamente a algunos predios forestales de CMPC.

Las operaciones de CMPC están reguladas por normas medioambientales en Chile y en los otros 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, pueden tener un impacto en CMPC.

Por otra parte, cabe mencionar que los costos de las plantas de CMPC pueden verse afectados por fluctuaciones en la disponibilidad y costo de la energía, en particular de petróleo, tanto directamente como por su impacto en servicios e insumos cuyo costo está correlacionado con el precio del petróleo.

Por su parte, la filial Puerto de Lirquén S.A., tiene como primer factor de riesgo el que se deriva de algunas relaciones de propiedad existentes entre operadores portuarios que compiten con Puerto de Lirquén y las compañías navieras. 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, pues Puerto de Lirquén tiene limitaciones en su capacidad de competir, ya que sólo puede ofrecer servicios en su propio puerto. El tercer riesgo viene dado por el hecho que la demanda de servicios portuarios en la zona está concentrada en pocos clientes, los que tienen la capacidad de influir significativamente en el nivel de actividad de los puertos por lo que existe una constante presión a la baja en las tarifas las que se encuentran a niveles bajos en relación con estándares internacionales.

Otro factor de riesgo está relacionado con la volatilidad de la tasa de cambio. En efecto, los ingresos de explotación de Puerto de Lirquén S.A. y filiales, están indexados aproximadamente en un 79% en dólares y en un 21% en moneda nacional. Por su parte, los costos de explotación están indexados aproximadamente en un 87% en moneda local y en un 13% en dólares. Además de lo anterior la sólida posición financiera de la compañía le significa mantener una liquidez relevante en el mercado local. Como consecuencia de la estructura de ingresos y gastos y la liquidez en moneda local, la variación experimentada por la tasa de cambio puede tener un fuerte impacto en los resultados de la Sociedad por lo cual ésta ha tomado y seguirá tomando medidas que le permitan disminuir el riesgo señalado.

Los riesgos operacionales del puerto 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 por pólizas de seguros.

La prestación de servicios se realiza de manera de tener el menor impacto en el medio ambiente. La Filial se ha caracterizado por generar bases de desarrollo sustentables en su gestión empresarial, manteniendo además una estrecha relación con las autoridades donde realiza sus operaciones, colaborando en distintos ámbitos.

Por último, Puerto Lirquén, al estar inserto en la cadena exportadora e importadora como operador portuario, se ve afectado directamente por la crisis internacional con una disminución en los niveles de carga movilizada a raíz de la baja del comercio internacional, especialmente en el sector forestal. Dada las condiciones de venta del sector y el mix de clientes la exposición de la Sociedad al riesgo de no pago es mínimo. Reflejo de ello, es el bajo porcentaje de cuentas incobrables, las que al 31 de marzo de 2009 representaban el 0,1% del total de saldos por cobrar a clientes.