MINERA
VALPARAISO S.A.

ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS

Correspondientes al periodo terminado al 30 de septiembre de 2014

ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014 Y 2013

Los presentes estados financieros consolidados de Minera Valparaíso S.A. y Subsidiarias al 30 de septiembre de 2014 han sido preparados de acuerdo con Normas Internacionales de Información Financiera (IFRS).

A.1. INDICADORES FINANCIEROS

	30-sep-2014	31-dic-2013	30-sep-2013
1. Liquidez Corriente			
Activo Corriente / Pasivo Corriente	4,00	1,88	1,26
2.- Razón Acida			
Activo Corriente-Inventarios-Pagos Anticipados / Pasivo Corriente	3,71	1,68	1,13
3.- Razón de Endeudamiento			
Deuda Total / Patrimonio	0,774	0,600	0,577
4.- Rentabilidad del Patrimonio			
Utilidad / Patrimonio Promedio	0,025	0,024	0,018
5.- Rentabilidad del Activo			
Utilidad / Activo Total Promedio	0,012	0,012	0,009
6.- Utilidad en US$ por Acción	0,94	0,93	0,71
7.- Proporción Deuda Corto Plazo			
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	9,90%	15,76%	22,44%
8.- Proporción Deuda Largo Plazo			
Deuda Largo Plazo / Deuda Total	90,10%	84,24%	77,56%
9.- Retorno de Dividendos			
Dividendos pagados/valor bolsa acción	0,01	0,01	0,01

A.2. ANALISIS DEL ESTADO DE RESULTADO

El resultado del ejercicio terminado al 30 de Septiembre de 2014 presenta una ganancia atribuible a la controladora de MUS$ 117.778 lo que representa un aumento del 32,97% (MUS$29.205) respecto de la utilidad de igual periodo del año anterior que fue de MUS$ 88.573.

Colbún S.A., nuestra principal empresa controlada, mostró una utilidad de MUS$141.316 que es mayor a los MUS$56.021 del periodo 2013. Esto se traduce en un impacto positivo en los resultados de Minera Valparaíso S.A. de MUS$41.130, a lo que se suma el mejor resultado de su inversión indirecta en Bicecorp S.A., el que impacta positivamente en los resultados en MUS$1.855 y los mejores resultados por dividendos percibidos de MUS$4.592. Lo anterior ha sido neutralizado en parte por menores resultados que Minera Valparaíso S.A. ha devengado por su participación directa e indirecta en Empresas CMPC (MUS$11.244), Almendral (MUS$5.763), Puertos y Logística S.A. (MUS$4.369) e Inversiones El Raulí (MUS$853).

Estados de Resultados Consolidado	30-sep-2014	30-sep-2013	Variación
	MUS$	MUS$	MUS$
Ganancia (Pérdida)			
Ingresos de actividades ordinarias	1.232.822	1.411.211	(178.389)
Costos de ventas	(774.467)	(1.078.797)	304.330
Ganancia Bruta	**458.355**	**332.414**	**125.941**
Gastos de Administración	(206.686)	(196.173)	(10.513)
Otras Ganacias (pérdidas)	21.942	(10.081)	32.023
Ganancia (pérdida) de actividades operacionales	**273.611**	**126.160**	**147.451**
Ganancias que surgen de la baja en cuentas de activos financieros medidos al costo amortizado	638	2.405	(1.767)
Ingresos financieros	4.991	5.228	(237)
Costos financieros	(57.581)	(41.526)	(16.055)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	55.404	68.888	(13.484)
Diferencia de cambios	(15.078)	(1.675)	(13.403)
Resultados por Unidad de Reajuste	7.033	3.199	3.834
Ganancia (pérdida) antes de impuesto	**269.018**	**162.679**	**106.339**
Gasto por impuestos a las ganacias	(62.134)	(29.362)	(32.772)
Ganancia (pérdida)	**206.884**	**133.317**	**73.567**
Ganancia atribuible a los propietarios de la controladora	117.778	88.573	29.205
Ganancia atribuible a participaciones no controladoras	89.106	44.744	44.362
Ganancia (pérdida)	**206.884**	**133.317**	**73.567**

a) Ganancia Bruta

La variación positiva de MUS$ 125.941 que registró la ganancia bruta de Minera Valparaíso S.A. se debe en gran parte al aumento en la ganancia bruta de la sociedad controlada Colbún S.A. (como se muestra en la Tabla Nº1 "Estado de Resultados" que Colbún S.A. presenta en la página 3 de su análisis razonado al 30 de septiembre de 2014).

En efecto, Colbún S.A., a septiembre de 2014 muestra una ganancia bruta de MUS$437.822, que se compara con MUS$309.005 registrado a septiembre de 2013. El incremento con respecto al mismo período del año anterior se explica principalmente por una mayor generación hidroeléctrica, producto principalmente de la entrada en operación de la nueva Centra Angostura a comienzos del año 2014. Además, cabe destacar que el año 2013 estuvo afectado por la falla en la central termoeléctrica Nehuenco II.

Lo anterior se vio contrarrestado por una menor ganancia bruta en la actividad portuaria de MUS$2.713, actividad que se desarrolla a través de nuestra subsidiaria Puertos y Logística S.A. y sus subsidiarias, y se explica principalmente por la disminución de los ingresos por servicios portuarios, como consecuencia del menor tonelaje movilizado originado en paralizaciones de actividades, contrarrestado en parte por una disminución del costo de venta.

Las principales variaciones de la ganancia bruta son las siguientes:

Ingresos Ordinarios

La variación negativa de MUS$178.389 que experimentaron los ingresos de explotación de Minera Valparaíso S.A. provienen mayoritariamente por una disminución en los Ingresos de MUS$173.873 en Colbún y sus subsidiarias, que se explica principalmente por una disminución de ventas a clientes libres, por el término de dos contratos con este tipo de clientes a partir de diciembre de 2013, en conjunto con un menor precio monómico promedio dado por un cambio en la estructura de indexación de contratos con este tipo de clientes.

También se produjo una disminución en los ingresos por servicios portuarios de nuestra subsidiaria Puertos y logística S.A. por MUS$4.112, la que se explica principalmente por el menor tonelaje movilizado originado en paralizaciones de actividades.

Costos de Venta

Los menores costos de venta de MUS$ 304.330, se deben principalmente a una disminución en los costos de explotación en Colbún S.A. y sus subsidiarias de MUS$302.690. Esta disminución se explica principalmente por una mayor generación hidroeléctrica lo que permitió menores compras en el mercado CDEC y a un menor consumo de diesel, parcialmente compensado por un mayor consumo de gas natural para la generación.

También se produjo una disminución en los costos de ventas de nuestra subsidiaria Puertos y Logística S.A., de MUS$1.399.-

b) Otros Resultados antes de Impuestos

Los Otros Resultados disminuyeron en MUS$19.602, de acuerdo al siguiente detalle:

	30-sep-2014 MUS$	30-sep-2013 MUS$	Diferencia MUS$
Costos financieros	(57.581)	(41.526)	(16.055)
Participación en ganancias de Asociadas	55.404	68.888	(13.484)
Diferencia de cambios	(15.078)	(1.675)	(13.403)
Gastos de Administración	(206.686)	(196.173)	(10.513)
Baja en cuentas de activos medidos a costo amortizado	638	2.405	(1.767)
Ingresos financieros	4.991	5.228	(237)
Resultado por unidad de reajuste	7.033	3.199	3.834
Otras ganancias (pérdidas)	21.942	(10.081)	32.023
Total	**(189.337)**	**(169.735)**	**(19.602)**

Esta variación negativa se explica mayoritariamente por un aumento en "Costos financieros" debido a una menor activación de gastos financieros por el comienzo de la operación comercial de la Central Angostura en abril de 2014 (Ver nota 34 de los Estados Financieros), una disminución de la "Participación en ganancias de Asociadas" como se detalla en el cuadro siguiente, por una mayor pérdida por "Diferencias de cambio" como consecuencia de la revaluación del dólar observada al 30 de septiembre de 2014 (Ver nota 36(a) 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 31 de los Estados Financieros), por una disminución en "Baja en cuentas de activos medidos a costo amortizado", y por una disminución en "Ingresos Financieros" (Ver nota 33 de los Estados Financieros). Lo anterior fue contrarrestado por un aumento en "Resultado por unidad de reajuste" (Ver nota 36(b) de los Estados Financieros) y un aumento en "Otras ganancias (pérdidas)" debido a que en el primer semestre de 2013 se efectuó el reconocimiento de la falla en la turbina de la Unidad II del Complejo Nehuenco y la Central Los Pinos y a Septiembre de 2014 se incluye el ingreso por la liquidación del seguro por el siniestro de Nehuenco II y el reconocimiento del deterioro de la Central Blanco (Ver nota 32 de los Estados Financieros).

Participación en ganancias de Asociadas	30-sep-2014 MUS$	30-sep-2013 MUS$	Diferencia MUS$
Empresas CMPC S.A.	19.411	30.855	(11.444)
Almendral S.A.	4.186	9.331	(5.145)
Sardelli Investment S.A.	991	1.916	(925)
Inversiones El Raulí S.A.	919	1.772	(853)
Otras inversiones	3.891	4.129	(238)
Portuaria Andalién S.A.	(8)	53	(61)
Viecal S.A.	2.250	2.000	250
Coindustria Ltda.	8.099	7.523	576
Bicecorp S.A.	15.665	11.309	4.356
	55.404	**68.888**	**(13.484)**

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

- La utilidad consolidada de Empresas CMPC S.A. en el periodo de enero a septiembre de 2014 atribuible a la controladora alcanzó a MUS$99.465, cifra 37% inferior respecto a los MUS$158.116 registrados el mismo periodo del año anterior. A nivel operacional se observa un EBITDA consolidado de CMPC y subsidiarias acumulado al 30 de septiembre de 2014 de US$746 millones, 5% superior al registrado en el mismo periodo del año 2013, principalmente por mayor eficiencia en costos operacionales. Destacan un aumento del EBITDA del área de celulosa del 19% fundamentalmente por mayores volúmenes de venta y menores costos de producción. En el área tissue se observa un menor EBITDA de 9% como consecuencia de la depreciación de algunas monedas de los países donde CMPC opera con respecto al dólar. En el área forestal se observa un menor EBITDA de 8% principalmente por menores precios de venta en el mercado chileno y menor volumen en filiales extranjeras. En el área de papeles también se observa un menor EBITDA de 7% debido a menores ingresos y a mayores costos de energía eléctrica asociados al término de los contratos de suministro de largo plazo vigentes hasta finales del 2013, lo que fue contrarrestado por una mayor eficiencia en los otros costos.

  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) acumulado a septiembre de 2014 se registró una pérdida por US$ 28 millones, correspondientes principalmente al resultado por la liquidación de operaciones con derivados financieros que permutan a dólares pasivos en UF y provisiones por potenciales juicios y 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 y el efecto de las variaciones de las restantes monedas respecto del dólar, la línea Diferencias de Cambio mostró ganancias de US$ 76 millones.

  En Impuestos a las Ganancias, en el período de enero a septiembre de 2014 se registró un cargo por US$ 210 millones, comparados con el cargo por US$ 100 millones por el mismo concepto registrado en igual período del año anterior. Esto se produjo fundamentalmente debido a la apreciación del dólar frente al peso chileno y real brasilero y el efecto que esto tuvo en la valoración de las inversiones de CMPC en el exterior, así como en la valorización del activo fijo y forestal a nivel financiero respecto de su base tributaria.

  Como se desprende de lo comentado en los párrafos precedentes, ante depreciaciones de las monedas locales especialmente del peso y del real, los resultados de CMPC tienden a reflejar ganancias en diferencias 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 al 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 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 mejor resultado en Bicecorp S.A., se explica principalmente por las mayores utilidades obtenidas por sus filiales Banco BICE y BICE Vida. El aumento observado en el Banco BICE se genera producto del crecimiento de su negocio comercial y a un buen resultado de su negocio de

tesorería. Por su parte el incremento de la utilidad de BICE Vida se explica principalmente por la gestión comercial en el negocio de seguros y al mayor resultado asociado a su cartera de inversiones financieras e inmobiliarias.

- El mejor resultado en Coindustria Ltda. se explica fundamentalmente por sus mejores resultados no operacionales, derivados de mayores resultados devengados en Inversiones en Asociadas que se contabilizan utilizando el método de la participación, contrarrestado en parte por menores resultados de su inversión directa e indirecta en Empresas CMPC S.A..

- El mejor resultado en Viecal S.A., se explica fundamentalmente por sus mejores resultados no operacionales, derivados de mayores dividendos percibidos y contrarrestado en parte por menores resultados devengados en Inversiones en Asociadas que se contabilizan utilizando el método de la participación.

c) Resultados por centro de negocios al 30 de septiembre de 2014

Conceptos	Sector Eléctrico MUS$	Sector Portuario MUS$	Sector Inmobiliario MUS$	Inversión en CMPC y Otras MUS$		Totales MUS$
Ingresos Ordinarios	1.172.511	59.116	807	388		1.232.822
Costos de Ventas	(734.689)	(39.443)	(94)	(241)		(774.467)
Ganancia Bruta	437.822	19.673	713	147		458.355
Otros Ingresos (Egresos)	**(240.531)**	**(14.006)**		**3.066**	**(**)**	(251.471)
Resultado antes de impuestos	**197.291**	**5.667**	**713**	**65.347**		**269.018**
Resultado despues de impuesto	**141.316**	**175**	**570**	**64.823**		**206.884**

(**) Detalle de resultados

Inversión en Empresas CMPC S.A.	19.411
Otras inversiones	35.993
Otros resultados	(52.338)
	3.066

A.3. ANALISIS DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

	30-sep-2014	31-dic-2013	Variación
	MUS$	MUS$	MUS$
Activos Corrientes	1.390.543	850.980	539.563
Activos no Corrientes	8.951.052	9.192.467	(241.415)
Total Activos	**10.341.595**	**10.043.447**	**298.148**
Pasivos Corrientes	347.810	453.570	(105.760)
Pasivos no Corrientes	3.165.179	2.425.094	740.085
Total Pasivos	**3.512.989**	**2.878.664**	**634.325**
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	4.540.303	4.799.864	(259.561)
Participaciones no controladoras	2.288.303	2.364.919	(76.616)
Total Pasivos y Patrimonio	**10.341.595**	**10.043.447**	**298.148**

a.- Activos Corrientes

Los activos corrientes presentan una variación positiva de MUS$539.563. Esta variación se debe a un aumento en el rubro efectivo y equivalentes al efectivo de MUS$617.061 explicado principalmente por la emisión de un bono internacional emitido por Colbún en julio de 2014, un aumento en el rubro activos por impuestos corrientes de MUS$13.438 y un aumento en el rubro inventarios de MUS$12.160. Lo anterior se vio contrarrestado por una disminución del rubro deudores comerciales de MUS$73.693, una disminución del rubro otros activos no financieros de MUS$18.252, una disminución del rubro cuenta por cobrar empresas relacionadas de MUS$7.296 y una disminución del rubro otros activos financieros de MUS$3.855.

b.- Activos No Corrientes

Los activos no corrientes presentan una variación negativa de MUS$241.415. Esta variación se debe a la disminución en el rubro otros activos financieros de MUS$136.553 explicado principalmente por una disminución en la cotización bursátil de las acciones clasificadas como disponibles para la venta, una disminución en el rubro inversiones contabilizadas por el método de la participación de MUS$72.845, una disminución en el rubro propiedades, planta y equipo de MUS$67.523, una diminución en el rubro activos por impuestos diferidos de MUS$9.531, una disminución del rubro propiedades de inversión de mUS$94 y una disminución en el rubro cuentas por cobrar empresas relacionadas de MUS$12. Lo anterior se vio compensado por un aumento en el rubro activos intangibles distintos de la plusvalía de MUS$41.914, un aumento en el rubro otros activos no financieros de MUS$2.994 y en menor medida un aumento en el rubro cuentas por cobrar de MUS$235.

c.- Pasivos Corrientes

Los pasivos corrientes tuvieron una variación negativa de MUS$105.760. Esta variación se debe a la disminución en el rubro cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar de MUS$113.884, una disminución del rubro provisiones corrientes por beneficios a los empleados de MUS$3.905, una disminución del rubro otras provisiones a corto plazo de MUS$788, una disminución del rubro pasivos por impuestos corrientes de MUS$332 y en menor medida de una disminución del rubro otros pasivos no financieros corrientes de MUS$129. Lo anterior se vio compensado por un aumento en el rubro otros pasivos financieros de MUS$13.247 y en menor medida un aumento en cuentas por pagar a entidades relacionadas de MUS$31.

d.- Pasivos No Corrientes

Los pasivos no corrientes tuvieron una variación positiva de MUS$740.085. Esta variación se debe al aumento del rubro otros pasivos financieros de MUS$419.201 explicado principalmente por la emisión de un bono internacional por parte de Colbún, un aumento en el rubro pasivos por impuestos diferidos de MUS$318.087 explicado principalmente por el aumento de tasa en el impuesto a la renta, producto de la reforma tributaria Ley 20.780, un aumento en el rubro otros pasivos no financieros de MUS$1.399 y un aumento en el rubro provisiones no corrientes por beneficios a empleados de MUS$1.398.

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:

	30-sep-2014		31-dic-2013	
	MUS$	%	MUS$	%
Activos Corriente	1.390.543	13,45	850.980	8,47
Activos No Corriente	8.951.052	86,55	9.192.467	91,53
Total Activos	**10.341.595**	**100,00**	**10.043.447**	**100,00**

En los Activos Corrientes se encuentra incluido el rubro Otros Activos Financieros, representado en parte por aquellas inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus subsidiarias no ejercen influencia significativa y que a partir del 1 de enero de 2008 se valorizan a valor razonable (valor bursátil). Esta partida equivale a MUS$16.885 en septiembre de 2014 y a MUS$17.174 en diciembre de 2013.

En los Activos No Corrientes se encuentra incluido el rubro Otros Activos Financieros, que considera en parte aquellas inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus subsidiarias no ejercen influencia significativa y cuya intención no es la de enajenarlas en el corto plazo y que a partir del 1 de enero de 2008 se valorizan a valor razonable (valor bursátil). Esta partida equivale a MUS$1.004.985 en septiembre de 2014 y MUS$1.136.431 en diciembre de 2013. Asimismo, en los Activos No Corrientes se incluyen las inversiones en empresas asociadas valorizadas por el método de la participación. Esta partida equivale a MUS$2.511.358 en septiembre de 2014 y MUS$2.584.203 en diciembre de 2013.

Considerando que las inversiones en acciones y derechos en sociedades son activos importantes, puesto que representan el 34,17% y 37,22% del total del activo en los respectivos ejercicios, las principales diferencias que se presentan entre sus valores están dadas por los criterios de valorización de estas inversiones, en donde nos encontramos que las inversiones en acciones con cotización bursátil, en que la Sociedad Matriz y sus subsidiarias no ejercen influencia significativa, están valorizadas a valor razonable (valor bursátil) y las inversiones clasificadas como Asociadas está valorizadas por el método de la participación.

Las inversiones que han sido clasificadas dentro del rubro Inversiones en Asociadas, contabilizadas por el método de la participación, se presentan al valor patrimonial proporcional, el cual resulta ser un 22,70% mayor al valor de mercado determinado al 30 de septiembre de 2014 (21,05% mayor al valor de mercado en diciembre de 2013). Dentro de estas inversiones, la más significativa está representada por las acciones de Empresas CMPC S.A. que Minera Valparaíso S.A. posee en forma indirecta a través de sus sociedades subsidiarias y asociadas. La participación consolidada en Empresas CMPC S.A. que muestran los Estados Financieros, en la que se encuentra incluida la participación correspondiente a intereses minoritarios, alcanza a un 19,51% en septiembre de 2014 y diciembre de 2013.

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

	30-sep-2014		31-dic-2013	
	MUS$	%	MUS$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (VPP)	1.624.456	15,71	1.622.748	16,16
Otras acciones y dchos. en Asociadas (VPP)	886.902	8,58	961.455	9,57
Disp. para la venta corriente (Acciones)	16.885	0,16	17.174	0,17
Disp. para la venta no corriente (Acciones)	1.004.985	9,72	1.136.431	11,32
Otros Activos	6.808.367	65,83	6.305.639	62,78
Total Activos	**10.341.595**	**100,00**	**10.043.447**	**100,00**

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

	30-sep-2014		31-dic-2013	
	MUS$	%	MUS$	%
Inversión en Empresas CMPC S.A. (Bolsa)	1.150.423	11,65	1.136.134	11,84
Otras acciones y dchos. en Asociadas (Bolsa)	896.256	9,07	998.686	10,41
Disponible para la venta corriente	16.885	0,17	17.174	0,18
Disponible para la venta no corriente	1.004.985	10,18	1.136.431	11,85
Otros Activos	6.808.367	68,93	6.305.639	65,72
Total Activos	**9.876.915**	**100,00**	**9.594.064**	**100,00**

Si se comparan los dos criterios señalados, se puede concluir que existe una sobrevaluación de estos activos de MUS$464.680 en septiembre de 2014 y de MUS$449.383 en diciembre de 2013.

C. MERCADOS Y COMPETENCIAS

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

C.1 Generación y ventas de energía eléctrica

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

Participación en el mercado y competencia:

Colbún S.A. es una empresa generadora cuyo parque de producción alcanza una potencia instalada de 3.278 MW, conformada por 1.689 MW en unidades térmicas y 1.589 MW en unidades hidráulicas. Opera en el Sistema Interconectado Central (SIC), donde representa cerca del 21% del mercado en términos de capacidad instalada.

A través de su política comercial, Colbún busca ser un proveedor de energía competitiva, segura y confiable con un volumen que le permita maximizar la rentabilidad a largo plazo de su base de activos, acotando la volatilidad de sus resultados. Estos presentan una variabilidad estructural por cuanto dependen de condiciones exógenas como la hidrología y el precio de los combustibles (petróleo, gas y carbón). En años secos el déficit de generación hidráulica se suple aumentando la producción de unidades térmicas con gas 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 marcados por generación con petróleo diésel si su capacidad propia le es insuficiente.

Uno de los pilares más relevantes del negocio es la política comercial de Colbún que define el nivel de contratación, el nivel de los precios y sus factores de indexación, y cláusulas comerciales ad-hoc para compartir riesgo con los clientes. La política comercial de Colbún procura un nivel de contratación que se adecúe a su capacidad de generación competitiva, con factores de indexación compatibles con la estructura de costos de un año medio-seco. Aunque esta política no elimina por completo la exposición de los resultados de Colbún a hidrologías extremadamente secas, la experiencia acumulada, muestra una reducción de dichos efectos. Con todo, la política comercial no tiene como único propósito disminuir la exposición a hidrologías secas, sino que también busca generar un perfil de márgenes comerciales en períodos largos de tiempo que permita rentabilizar la base de activos en operación y en desarrollo.

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

Cabe recordar que durante el 2T13 se acordó un suministro adicional de respaldo de mediano plazo con Codelco, el cual estará vigente hasta Dic14. Este último no presenta riesgo para Colbún, dado que los costos asociados a este suministro son traspasados al cliente.

Los resultados de Colbún para los próximos meses estarán determinados principalmente por un nivel más balanceado entre generación propia eficiente y nivel de contratación. Esto se explica por el vencimiento de ciertos contratos con clientes libres; por las inyecciones de energía al sistema de la central hidroeléctrica Angostura y finalmente por la operación tanto de las centrales térmicas eficientes como Santa María I a carbón, como con las Nehuenco I y II operando con gas natural en la medida que se cuente con acceso al combustible. Respecto a esto último, Colbún cuenta con un acuerdo de suministro de gas natural de mediano plazo con Metrogas S.A., el cual contempla el suministro para una unidad del Complejo Nehuenco para el período entre enero a abril, de los años 2013 (ya utilizado), 2014 (ya utilizado) y 2015. Durante el mes de septiembre este acuerdo se extendió hasta el año 2019. Adicionalmente durante este año, Colbún contó con un acuerdo con ENAP Refinerías S.A. para la otra unidad de ciclo combinado del Complejo Nehuenco para el período entre Oct13 y Sep14.

Cabe mencionar que tras la entrada de la central hidroeléctrica Angostura, Colbún ha incorporado sobre 900 MW de capacidad eficiente al sistema desde el año 2006, invirtiendo más de US$ 2.000 millones. Angostura completa esta fase de crecimiento donde Colbún habrá sido la empresa que más capacidad ha incorporado al sistema, representando un 38% del total. Con esto, se espera continuar con el progreso de los resultados de forma tal que converjan a las rentabilidades esperadas de este plan de inversiones.

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

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

Proyectos en Desarrollo

Colbún busca oportunidades de crecimiento en Chile y en países de la región como Colombia y Perú, para mantener una relevante posición en la industria de generación eléctrica y diversificar sus fuentes de ingresos. Estos países 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 y acceso a combustibles.

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

- **Proyecto hidroeléctrico San Pedro (150 MW):** este proyecto, ubicado en las comunas de Panguipulli y Los Lagos, aprovechará las aguas del río San Pedro. Colbún ha concluido el análisis de las prospecciones y estudios geotécnicos y de terreno efectuados durante los últimos 4 años. Con estos antecedentes se está finalizando la etapa de ingeniería de las adecuaciones y optimizaciones que los expertos consultados han recomendado, las que no afectan los principales parámetros ambientales del proyecto ya aprobado. Durante el primer semestre, se inició un proceso de información de estas modificaciones a las autoridades e instituciones nacionales y regionales competentes, y durante el segundo semestre, se continuó un proceso gradual de socialización con la comunidad. Se espera reingresar los antecedentes nuevos al Sistema de Evaluación Ambiental durante el primer trimestre de 2015.

- **Proyecto hidroeléctrico La Mina (34 MW):** este proyecto, ubicado en la comuna de San Clemente, aprovechará las aguas del río Maule. El proyecto, que califica como central mini-hidro ERNC, obtuvo su Resolución de Calificación Ambiental en noviembre de 2011 y en mayo de 2013, la aprobación de la DIA de optimización. En abril del 2014, la DGA otorgó el permiso de obras

hidráulicas. En septiembre recibió su aprobación la DIA de la línea de alta tensión que conectará el proyecto al SIC y se autorizó el inicio de la construcción del proyecto. En el Directorio de Colbún de septiembre se aprobó el Proyecto, sujeto solamente a la obtención de derechos de agua adicionales que están en su etapa final de otorgamiento y tramitación administrativa.

- **Proyecto térmico a carbón Santa María II (350 MW):** Colbún cuenta con el permiso ambiental para desarrollar una segunda unidad, similar a la primera ya en operación. Se optimizó su diseño, incorporando tecnología para cumplir con la nueva y exigente norma de emisiones. Asimismo se están analizando las dimensiones técnicas, medioambientales, sociales y financieras del proyecto, para definir oportunamente el inicio de su construcción.

- **Hidroaysén:** Colbún en conjunto con Endesa-Chile a través de la sociedad Hidroaysén S.A. participan en el desarrollo de proyectos hidroeléctricos en los ríos Baker y Pascua de la región de Aysén. Estas plantas hidroeléctricas contarían con una capacidad instalada total de aproximadamente 2.750 MW, capacidad que una vez en operación, sería comercializada en forma independiente por ambas compañías.

  El 30 de enero de 2014 el Comité de Ministros resolvió la reclamación presentada por el titular Hidroaysén y 16 reclamaciones PAC, sin embargo respecto de las restantes 18 reclamaciones PAC pendientes dispuso medidas para mejor resolver encomendando dos estudios adicionales. Posteriormente un nuevo Comité de Ministros se reunió el 19 de Marzo de 2014 y resolvió iniciar un proceso de invalidación de las resoluciones dictadas por el Comité de Ministros del mes de enero referido. Hidroaysén se hizo parte en este proceso de invalidación insistiendo con fundamento en la legalidad de la RCA del Proyecto.
  En junio de 2014, el Comité de Ministros determinó invalidar la decisión adoptada por el Comité de Ministros anterior y revocar la RCA del Proyecto, acogiendo algunas de las reclamaciones presentadas en contra de Hidroaysén. Producto de lo anterior, en agosto de 2014 Hidroaysén interpuso recursos de reclamación ante los Tribunales Medioambientales de Santiago y Valdivia. A la fecha estas reclamaciones se encuentran pendientes de resolver.

  En octubre de 2014 Hidroaysén restructuró su equipo ejecutivo para focalizar a la empresa en el ámbito legal y en la preservación de los derechos y activos de la sociedad.

  Más allá de la contingencia propiamente jurisdiccional, Colbún coincide con lo declarado públicamente por el Directorio de Hidroaysén en mayo de 2014 en cuanto a que: (i) sin perjuicio de las resoluciones que adopte el referido Comité de Ministros e instancias posteriores previstas en la Institucionalidad vigente, la empresa esperará los tiempos de la política energética de largo plazo y el proceso de planificación territorial energética para el desarrollo hidroeléctrico futuro, ambos procesos anunciados como parte de la Agenda Energética dada a conocer por el gobierno; y (ii) que la referida RCA, los derechos de aprovechamiento de aguas, concesiones, solicitudes, estudios, ingeniería, autorizaciones e inmuebles, entre otros, son activos adquiridos y desarrollados por Hidroaysén durante los últimos 8 años al amparo de la Institucionalidad vigente y conforme a estándares internacionales técnicos y ambientales, y representan elementos necesarios y valiosos para el desarrollo del potencial hidroeléctrico de los ríos Baker y Pascua de la región de Aysén.

C.2. Servicios portuarios

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

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

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

- Participación en el mercado y competencia

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

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

Al 30 de septiembre de 2014, Puerto Lirquén movilizó 3.386.694 ton-m3 lo que representa una disminución de un 4,6% respecto la carga transferida en igual periodo de 2013. Esta variación negativa, se explica principalmente por una disminución en la movilización de carga en contenedores de una 20,0%, respecto del año anterior, contrarrestado en parte por un aumento en la movilización de carga Break Bulk de un 2,2% respecto del año anterior.

La participación de mercado a septiembre de 2014 fue de un 21,1% en competencia directa con los puertos de San Vicente (30,1% de la carga), Coronel (38,7%) y Froward (7,9%). El resto fue movilizado por Penco (2,3%). Si excluimos el carbón y chips del total general de la carga, la participación de mercado de puerto de Lirquén alcanzó a un 25,4%.

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

C.2.2. Servicios portuarios en la Región de Valparaíso

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

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

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

- Participación en el mercado y competencia

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

Al 30 de septiembre de 2014, los puertos de la región transfirieron 20.307.585 toneladas, lo que representa un aumento de 824.895 toneladas, a igual periodo del año anterior. Esta variación se explica por una mayor transferencia en contenedores (843.407 toneladas), granel sólido (68.849 toneladas), granel líquido (104.667 toneladas); contrarrestado por una menor transferencia de carga fraccionada (192.028 toneladas).

A septiembre de 2014, Puerto Central S.A. registra una participación de mercado del 5,5% (a septiembre de 2013 del 7,7%), esta disminución de carga se explica por una menor transferencia de contenedores como consecuencia de los paros portuarios.

Acumulado en el período, STI tiene una participación de mercado regional de 44,2% (44,4% a igual período del año anterior).

Con respecto a TPS, este terminal tiene un 36,5% de participación del mercado regional (36% a igual período del año anterior).

Respecto a los otros terminales, Panul tiene un 7,6% de participación de mercado (6,7% a igual período del año anterior). TCVAL, tiene un 5,7% de participación de mercado (4,8% a igual período del año anterior) y el sitio 9 (administrado por EPSA) un 0,5% de participación de mercado.

C.3.Actividad forestal

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

Cabe destacar que el mercado chileno representa un 23% de las ventas totales de CMPC. El 77% 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 continúa 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. El proyecto se encuentra financiado entre otras fuentes, por un préstamo del Banco BNDES de Brasil, créditos garantizados por Agencias de Exportación de Finlandia y Suecia, un bono internacional y dos aumentos de capital; uno realizado en el año 2013 por MUS$500.000 y el segundo realizado el tercer trimestre de 2014 por MUS$250.000. Al 30 de septiembre de 2014 se habían invertido US$ 1.320 millones aproximadamente y el avance de las obras, que está desarrollándose según cronograma preestablecido sin mayores contratiempos, se estima en un 79%. Su puesta en marcha se prevé para finales del segundo trimestre de 2015.

- Proyectos de Co-Generación en el complejo Puente Alto – Cordillera y en Planta Talagante. Se trata de dos proyectos de energía eléctrica a base de gas natural en las Plantas Puente Alto y Talagante. Ambos proyectos implicarán una inversión conjunta de aproximadamente US$ 102 millones. Se espera contar con generación propia de aproximadamente 70 MW a principios del segundo semestre de 2015, y así garantizar parte importante del suministro eléctrico requerido por las operaciones de dichas plantas.

- Proyecto Nueva Máquina Papelera y Cogeneración para Absormex. Durante el ejercicio se avanzó en el proyecto consistente en una nueva línea productiva para productos Tissue en México, lo que significará una inversión de aproximadamente US$ 127 millones, incluyendo una nueva máquina papelera y varias líneas de conversión asociadas. Adicionalmente, para esta misma localización, se contempla una unidad de cogeneración eléctrica a base de gas natural, con una inversión aproximada a los US$ 34 millones. Estos proyectos deberán estar en producción hacia fines de 2015.

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 Septiembre de 2014 los ingresos por rentas de arrendamiento alcanzaron a MUS$806, que al compararlos con los MUS$852 a septiembre de 2013 muestran una disminución de un 5,40%.

D. ANALISIS DEL ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

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

	30-sep-2014	30-sep-2013	Variación
	MUS$	MUS$	MUS$
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de operación	478.943	386.546	92.397
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de inversión	(178.806)	(358.287)	179.481
Flujo de efectivo procedentes de (utilización en) actividades de financiación	342.928	(72.165)	415.093
Incremento (disminución) en el efectivo y equivalente al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	**643.065**	**(43.906)**	**686.971**
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(25.948)	(3.342)	(22.606)
Incremento (disminución) del efectivo y equivalente al efectivo	**617.117**	**(47.248)**	**664.365**
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del ejercicio	299.254	302.299	(3.045)
Efectivo y equivalente al efectivo al final del ejercicio	**916.371**	**255.051**	**661.320**

El efectivo y las inversiones financieras líquidas alcanzan a MUS$916.371 a septiembre de 2014 (MUS$255.051 a septiembre de 2013).

a) Las actividades operacionales generaron flujos netos por MUS$478.943 a septiembre de 2014 (MUS$386.546 en 2013), este mayor flujo proviene principalmente por menores pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios, mayores otras entradas de efectivo, clasificados como actividades de operación, menores impuestos a las ganancias pagados, clasificados como actividades de operación y en menor medida a mayores dividendos recibidos, clasificados como actividades de operación. Lo anterior está compensado por 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, menores otros cobros por actividades de operación, mayores pagos por primas y prestaciones, anualidades y otras obligaciones derivadas de las pólizas suscritas, mayores otros pagos por actividades de operación, mayores pagos a y por cuenta de los empleados y en menor medida a menores intereses recibidos, clasificados como actividades de operación.

b) Las actividades de inversión muestran a septiembre de 2014 un flujo neto de fondos de MUS$178.806 negativo (MUS$358.287 negativo en 2013), derivado en gran parte por el movimiento normal del manejo de las inversiones en instrumentos financieros (colocaciones y vencimientos), efectuados por la Matriz y las Sociedades que forman parte de la consolidación, en ambos periodos, otros pagos para adquirir patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades, compra de propiedades, planta y equipo, compra de activos intangibles, otras entradas (salidas) de efectivo, préstamos a entidades relacionadas, cobros a entidades relacionas y dividendos recibidos.

c) Los flujos de financiamiento se presentan por MUS$342.928 a septiembre de 2014 (MUS$72.165 negativo en 2013) y corresponden principalmente a importes procedentes de préstamos a largo plazo, reembolsos de préstamos, clasificados como actividades de financiación, al pago de dividendos de la Matriz y de las Sociedades que forman parte de la consolidación, a los señores accionistas, intereses pagados, clasificado como actividades de financiación, importes procedentes de préstamos a corto plazo, préstamos a entidades relacionadas, otras entradas (salidas) de efectivo clasificados como actividades de financiación, y pago de préstamos a entidades relacionadas.

E. ANALISIS DE RIESGO DE MERCADO

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

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

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

Esta situación encarece los costos de Colbún aumentando la variabilidad de sus resultados en función de las condiciones hidrológicas. La exposición de la Compañía 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. Adicionalmente las ventas a clientes están acordadas sobre la base de índices que reflejen la estructura de costos de Colbún. Sin embargo, dado que frente a condiciones hidrológicas extremas la variabilidad en los resultados podría aumentar, esta situación está en constante supervisión con el objeto de adoptar oportunamente las acciones de mitigación que se requieran.

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

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

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

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

Para cubrir el riesgo de fallas en equipos, Colbún tiene como política realizar mantenimientos programados, preventivos y predictivos a sus equipos acorde a las recomendaciones de sus

proveedores. Se ha visto que los equipos para generación térmica que pueden operar con gas o diesel (originalmente diseñados para operar con gas natural), aumentan sus horas equivalentes de operación si utilizan diesel en comparación a si las unidades usan gas. Como resultado, si los equipos operan con diesel requieren de mantenimientos con mayor frecuencia a la habitual y presentan menores niveles de disponibilidad. Dado esto, se han adoptado las políticas de mantención, los procesos y procedimientos, así como las inversiones necesarias para aumentar los niveles de confiabilidad y disponibilidad de las unidades térmicas.

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

El desarrollo de nuevos proyectos de generación y transmisión puede verse afectado por factores tales como: retrasos en la obtención 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, así como de una gestión ambiental y social. Alternativamente Colbún ha incorporado niveles de holgura en las estimaciones de plazo y costos de construcción.

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

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

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

La agenda energética impulsada por el gobierno contempla diversos cambios regulatorios, los que dependiendo de la forma que se implementen podrían representar una oportunidad o riesgo para Colbún; en especial Colbún considera relevantes los cambios que actualmente se están discutiendo en el parlamento, como la modificación a la Ley Eléctrica en materia de licitaciones públicas para consumos regulados y las modificaciones al Código de Aguas. También son importantes los proyectos de ley que están en preparación para facilitar el desarrollo de nuevos proyectos eléctricos a nivel local, como la denominada ley de asociatividad. 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: Se gestiona con swaps de monedas y forwards.

b) Riesgo de tasas de interés: Se gestiona contratando derivados de cobertura, y los instrumentos utilizados son swaps de tasa de interés fija y collars

c) Riesgo de crédito: Históricamente todas las contrapartes con las que Colbún ha mantenido compromisos de entrega de energía han hecho frente a los pagos correspondientes de

manera correcta. Sumado a esto gran parte de los cobros que realiza Colbún son a integrantes del Sistema Interconectado Central chileno, entidades de elevada solvencia. Sin perjuicio de lo anterior, durante los últimos años se han observado problemas puntuales de insolvencia de algunos integrantes del CDEC.

Con respecto a las colocaciones en tesorería y derivados que se realizan, Colbún efectúa las transacciones con entidades de elevados ratings crediticios, reconocidas nacional e internacionalmente, de modo que minimicen el riesgo de crédito de la empresa. Adicionalmente, Colbún ha establecido límites de participación por contraparte, los que son aprobados por el Directorio de la Sociedad y revisados periódicamente.

A Sep14 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 16%. Respecto a los derivados existentes, las contrapartes internacionales de Colbún tienen riesgo equivalente a BBB+ o superior y las contrapartes nacionales tienen clasificación local AA+ o superior. Cabe destacar que en derivados ninguna contraparte concentra más del 14% en términos de nocional.

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

Respecto a la participación que 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. CMPC tiene pasivos financieros a tasa de interés flotante por un monto de US$401 millones al 30 de septiembre de 2014 (US$368 millones al 31 de diciembre de 2013) y que por lo tanto están sujetos a variaciones en los flujos de intereses producto de cambios en la tasa de interés. Si ésta tiene un aumento o disminución de un 10% (sobre la tasa flotante media anual de financiamiento equivalente al 0,96% al 30 de septiembre de 2014 y 1,59% al 31 de diciembre de 2013) implica que los gastos financieros anuales de CMPC se incrementan o disminuyen en aproximadamente US$ 0,38 millones (US$ 0,58 millones al 31 de diciembre de 2013).

Un porcentaje considerable de las ventas de CMPC proviene de productos que son considerados commodities, cuyos precios dependen de las condiciones prevalecientes en mercados internacionales, en los cuales CMPC tiene una gravitación poco significativa y no tiene control sobre los factores que los afectan. Entre estos factores destacan las fluctuaciones de la demanda mundial (determinada principalmente por las condiciones económicas de Asia, Norteamérica, Europa y América Latina), las variaciones de la capacidad instalada de la industria, el nivel de los inventarios, las estrategias de negocios y ventajas competitivas de los grandes actores de la industria forestal, la disponibilidad de productos sustitutos y la etapa en el ciclo de vida de los productos. Cabe señalar que actualmente existen varios proyectos de nuevas líneas de producción de celulosa, 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 63% de las ventas tienen origen en operaciones chilenas. A su vez, aproximadamente un 31% de los activos fijos de CMPC se encuentran en Brasil y un 14% 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 este año, 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 tiene una fluida relación con las comunidades donde desarrolla sus operaciones, colaborando en distintos ámbitos, dentro de los cuales se destaca la acción de apoyo al proceso educativo de escuelas públicas realizado por la Fundación CMPC.

En ciertas zonas de las regiones del Bío Bío y la Araucanía han continuado los hechos de violencia e incendios intencionales que afectan a predios de agricultores y empresas forestales, provocados por grupos que reclaman supuestos derechos ancestrales sobre ciertos terrenos. Las zonas afectadas tienen alto nivel de pobreza y serios problemas sociales. Hasta hoy esta situación ha estado radicada en zonas específicas y los efectos sobre CMPC han sido limitados. CMPC se ha preocupado de establecer vínculos con las comunidades 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 fluidamente a modificaciones en la legislación ambiental aplicable, de modo tal que el impacto de sus operaciones se encuadre debidamente en dichas normas. Cambios futuros en estas regulaciones medioambientales o en la interpretación de estas leyes, pudiesen tener algún impacto en las operaciones de las plantas industriales de CMPC.

Respecto de la energía eléctrica, las operaciones industriales de CMPC cuentan mayoritariamente con suministro propio de energía a partir de la generación a base de biomasa y/o con contratos de suministro. En los últimos años, CMPC ha incrementado su capacidad de generación propia por la vía de inversiones en unidades de cogeneración, continúa desarrollando un plan de inversiones en nuevas unidades y evalúa la conveniencia de incorporar proyectos adicionales en el futuro. No obstante lo anterior, durante los años 2014 y 2015, la generación propia más los contratos de suministros vigentes, implican un déficit neto en las operaciones en Chile del 8% 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 30 de septiembre de 2014, la totalidad de las inversiones financieras de Puertos y Logística S.A. y sus subsidiarias se encuentran invertidas a tasa de interés fija, eliminando el riesgo de las variaciones en las tasas de interés de mercado. La sociedad subsidiaria Puerto Central mantiene una línea de crédito en dólares. Al 30 de septiembre de 2014 ha realizado giros con cargo a esta línea de crédito, 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 mitigar este riego se contrata derivados del tipo Swap de tasa de interés.

- 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 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.

*****