ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

Al 30 de septiembre de 2011
(Valores en millones de dólares)

1.-BALANCE GENERAL CONSOLIDADO

Los principales rubros de activos y pasivos al 30 de septiembre de 2011 y 31 de diciembre de 2010 son los siguientes, en MMUS$:

	30-09-2011	31-12-2010	Variación	
	MMUS$	MMUS$	MMUS$	%
Activos corrientes	5.560	5.983	(423)	-7,1
Activos no corrientes	14.327	14.150	177	1,3
TOTAL ACTIVOS	**19.887**	**20.133**	**(246)**	**-1,2**
Deuda financiera cp	1.102	967	135	14,0
Otros pasivos corrientes	1.669	1.732	(63)	-3,6
Deuda financiera largo plazo	4.020	4.221	(201)	-4,8
Otros pasivos no corrientes	1.958	2.037	(79)	-3,9
TOTAL PASIVOS	**8.749**	**8.957**	**(208)**	**-2,3**
INTERES MINORITARIO	**4.804**	**4.819**	**(15)**	**-0,3**
PATRIMONIO	**6.334**	**6.357**	**(23)**	**-0,4**
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	**19.887**	**20.133**	**(246)**	

Al 30 de septiembre de 2011 los activos corrientes consolidados fueron menores en un 7,1% en relación a los existentes al 31 de diciembre de 2010. En esta variación destacan principalmente la caída en efectivo y equivalentes al efectivo, provenientes en su mayor parte de los sectores forestal, combustibles y otras inversiones, asociados a las actividades de inversión y al pago de dividendos registrados durante los nueve meses transcurridos del año.

Los activos no corrientes al 30 de septiembre de 2011 son superiores en 1,3% en comparación a los registrados al cierre del ejercicio de 2010. Se observan aumentos de las cuentas inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación e intangibles, y disminuciones en otros activos financieros no corrientes asociados a la valorización de inversiones disponibles para la venta.

Los pasivos corrientes aumentaron en un 2,6%, producto fundamentalmente de un alza en otros pasivos financieros corrientes, incremento asociado principalmente al capital de trabajo ligado al sector combustibles. En tanto, los pasivos no corrientes disminuyeron en 4,5% respecto del cierre del ejercicio anterior, debido principalmente a una reducción en pasivos financieros en el sector forestal.

El patrimonio de la Compañía disminuyó levemente en 0,4% respecto a diciembre 2010, destacando el aumento en las utilidades retenidas, generado por el resultado acumulado y una disminución en el reconocimiento de otras reservas.

Los principales indicadores financieros del balance consolidado relativos a liquidez, endeudamiento y actividad son los siguientes:

Indicadores		
	30-09-2011	**31-12-2010**
Liquidez		
Liquidez corriente	2,0	2,2
Razón ácida (1)	1,5	1,8
Endeudamiento		
Deuda corto plazo (corriente) / deuda total	31,7%	30,1%
Deuda largo plazo (no corriente) / deuda total	68,3%	69,9%
Razón de endeudamiento (2)	0,8	0,8
Cobertura gastos financieros (3)	5,0	6,0

(1) Corresponde al total de activos corriente, menos los inventarios, dividido por el pasivo corriente.
(2) Corresponde al total del pasivo exigible, dividido por la suma del patrimonio más el interés minoritario
(3) Corresponde al resultado antes de impuestos e intereses, dividido por los gastos financieros.

2.- ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS

Los principales indicadores financieros consolidados relativos a cuentas de resultado son los siguientes:

Indicadores		
	30-09-2011	**30-09-2010**
Resultados (MMUS$)		
Resultado Operacional (EBIT)	994	867
Gastos financieros	242	195
Resultado no operacional	(31)	(22)
Utilidad del período	434	405
Rentabilidad		
Rentabilidad del patrimonio	6,9%	6,4%
Rentabilidad del activo	2,2%	2,0%
Utilidad por acción (US$/acción)	0,95	0,89

La utilidad consolidada a septiembre de 2011, neta de participaciones minoritarias, alcanzó a MMUS$ 434, cifra superior en 7,2% al resultado registrado a septiembre de 2010(MMUS$ 405).

La ganancia bruta de la Sociedad aumentó un 32,5%, alcanzando los MMUS$2.261. Esta fue aportada principalmente por las afiliadas indirectas Celulosa Arauco y Constitución S.A., por MMUS$ 1.199; Compañía de Petróleos de Chile COPEC S.A. por MMUS$ 843; Abastecedora de Combustibles S.A. por MMUS$ 138; Sonacol S.A. por MMUS$ 42 e Igemar por MMUS$37.

El incremento en el margen bruto de la Sociedad es consecuencia, en parte importante, del mejor desempeño en el sector combustibles. Respecto a lo anterior,

influyen en el resultado la consolidación de los resultados de Terpel, mejores márgenes promedio durante el año, y el efecto positivo generado por el sistema de costeo FIFO durante los primeros meses del año, cuando se registró un alza importante en el precio de los combustibles. En tanto, las ventas físicas se mantuvieron relativamente estables, mostrando una caída de 0,5%, en la que destaca una disminución en el canal industrial, en particular en el tercer trimestre, lo que se compensa en gran parte por el aumento en el canal concesionario, producto de un mayor dinamismo de la actividad económica del país. Adicionalmente, los resultados medidos en dólares aumentan debido al menor tipo de cambio promedio registrado durante 2011, en comparación a nueve primeros meses de 2010.

En el sector pesca, también se registró una mejora operacional importante, consecuencia de mayores ventas físicas y de la consolidación de Orizon.

En el sector forestal, en tanto, también se registró un aumento en el margen bruto, producto de mayores ingresos en todas las líneas de negocio, consecuencia de mayores precios y volúmenes que en 2010. Destaca el alza en los volúmenes de venta, consecuencia de la recuperación en los niveles de producción, tras haber sido severamente afectados por la paralización de actividades productivas causada por el terremoto que afectó a la zona centro-sur de Chile el 27 de febrero de 2010. Cabe destacar que los costos de producción registraron un aumento durante los primeros nueve meses de 2011 en comparación con igual período de 2010.

Desde el punto de vista no operacional se observó un aumento de los costos financieros, principalmente debido a un mayor nivel de endeudamiento en el sector combustibles, en particular en la filial indirecta Copec, resultante de la consolidación de Terpel. A ello se agregan mayores otros gastos por función, provenientes de las filiales indirectas Copec y Arauco. Lo anterior es compensado en parte por un aumento en la cuenta de otros ingresos, asociado principalmente a una mayor valorización de activos biológicos, mayores otras ganancias, provenientes del pago de seguros destinados a cubrir los daños producidos por el terremoto en Igemar, y mayores ingresos financieros en la filial Empresas Copec, y en las filiales indirectas Arauco y Copec.

En el presente ejercicio se han comenzado a consolidar los resultados de la filial indirecta colombiana Proenergía, matriz indirecta de Organización Terpel. A la fecha, se reconocen en el estado de resultados ingresos provenientes de esta sociedad por MMUS$ 4.166; un EBITDA que asciende a MMUS$ 185 y un resultado final para la filial Empresas Copec de MMUS$ 23.

Resultados consolidados de las principales empresas afiliadas y asociadas

Sector forestal

Celulosa Arauco y Constitución

Durante el período, Arauco alcanzó una utilidad de MMUS$ 432, un 0,7% menos que en el período anterior. La diferencia se explica fundamentalmente por una caída de MMUS$ 43 en el resultado operacional - que alcanza los MMUS$ 551- consecuencia de mayores costos de producción. Esto fue compensado en por un alza de MMUS$ 33 en el resultado no operacional. Respecto a este último, se registraron mayores otros ingresos por función, asociados a una mayor valorización de activos biológicos, y menores costos financieros.

En términos operacionales, los ingresos aumentaron en todas las líneas de negocio. En el caso de la celulosa, se registró un alza de 23,5%, originada en precios y volúmenes mayores en 3,5% y 19,1%, respectivamente. Estos últimos se vieron afectados el año pasado por la paralización de actividades consecuencia del terremoto de febrero. Respecto a lo anterior, a fines de enero de 2011 la Línea II de Arauco entró en proceso de marcha blanca, por lo que actualmente todas las unidades productivas se encuentran operando.

Por otro lado, los ingresos asociados a paneles crecieron un 21,4%, producto de alzas de 11,6% en volúmenes y 8,8% en precios. En el caso de la madera aserrada, en tanto, los ingresos aumentaron un 23,9%, como consecuencia también de mayores volúmenes y precios, que registraron alzas de 10,9% y 11,8% respectivamente.

Sector combustibles

Copec

En el período, Copec registró una utilidad de MM$ 81.030, que se compara favorablemente con los MM$ 79.145 registrados el año 2010. Esto se explica básicamente por un mayor resultado operacional producto de la consolidación de los resultados de Proenergía(Terpel), mejores márgenes promedio durante el año, y al efecto positivo generado por el sistema de costeo FIFO durante los primeros meses del año, en un escenario de alzas en el precio de los combustibles.

El alza operacional fue compensada en parte por un menor resultado no operacional, debido principalmente a un aumento de los costos financieros, asociado a la consolidación de los resultados de Terpel, y a un aumento en la cuenta de otros gastos por función.

Las ventas físicas de combustibles en Chile se mantuvieron relativamente estables, mostrando una caída de 0,5%. Destaca una disminución en el canal industrial, en particular en el tercer trimestre, lo que se compensa en gran parte por un aumento en el canal concesionario, producto de un mayor dinamismo de la actividad

económica en el país. Con todo lo anterior, la participación de mercado descendió desde 61,0% a 58,6%.

Sonacol

A septiembre de 2011, el resultado de Sonacol alcanzó los MM$ 14.232, lo que representa un aumento de MM$ 812 respecto al año anterior. El aumento se debe fundamentalmente a un mejor resultado operacional, producto de mejores márgenes. Los volúmenes transportados por oleoductos se mantuvieron estables. A esto se suma un alza en el resultado no operacional producto en gran medida de una diferencia de cambio más favorable.

Abastible

Durante el período, Abastible alcanzó una utilidad de MM$ 26.256, lo que representa un aumento de 4,5%. Ello se debe a un alza en el resultado operacional, producto de mayores ventas físicas en los canales envasado y granel. El resultado no operacional, por su parte, disminuyó en MM$ 1.173.

En el período, la empresa vendió 309 mil toneladas de gas licuado, cifra superior en un 2,9% a la del año 2010, llevando su participación de mercado a 34,8%. Las ventas a granel crecen de manera importante, debido a un mayor dinamismo de la actividad económica y a la recuperación de algunas industrias relevantes para Abastible.

Metrogas

Durante los primeros nueves meses, Metrogas registró una utilidad de MM$ 48.144, que se compara favorablemente con los MM$ 26.243 anotados en el año 2010. En términos operacionales, se observa un alza de 42,6% en el margen bruto. Las ventas físicas muestran un aumento de 7,6%, asociado principalmente al alza en el abastecimiento a clientes industriales, consecuencia de la disponibilidad de GNL a partir de la entrada en operación del terminal en Quintero. A ello se agrega un mayor consumo residencial, así como la venta de gas para la generación eléctrica. El resultado no operacional, por su parte, registró una menor pérdida por MM$ 2.066, lo que se explica principalmente por un mayor resultado en las ganancias de asociadas y negocios conjuntos, asociado a la participación en GNL Quintero, y menores costos financieros. Ello es compensado por una diferencia de cambio desfavorable, consecuencia del efecto del alza del dólar sobre pasivos mantenidos en esta moneda.

Sector pesquero

Pesquera Iquique-Guanaye (consolidado)

Durante el período, Igemar registró una utilidad de MMUS$ 10,3, que se compara con la utilidad de MMUS$ 1,6 anotada a septiembre de 2010. Lo anterior se explica por un alza en el resultado operacional por MMUS$ 4,7, y un mayor resultado no

operacional, consecuencia de un incremento del resultado en asociadas, proveniente de Corpesca.

En términos operacionales, el resultado presenta una ganancia de MMUS$ 7,1, lo que representa un alza de 199,3% con respecto al ejercicio anterior. Las ventas físicas de harina alcanzaron las 40,6 mil toneladas, cantidad superior en un 140,1% a la del período anterior. En tanto, las ventas físicas de aceite de pescado alcanzaron las 13,2 mil toneladas, un 132,2% más que el año pasado, mientras que se comercializaron 1,5 millones cajas de conservas, un 337,3% más que en el período anterior. Por su parte, las ventas de congelados alcanzaron las 21,7 mil toneladas, 261,4% más que en el periodo anterior. La pesca procesada llegó a las 317 mil toneladas, lo que representa un alza de 152,5%.

En términos de precios, la harina presenta una disminución de 16%, el aceite, un alza de 34%, y las conservas y los congelados registran incrementos de 35% y 79%, respectivamente.

Corpesca

El resultado acumulado a septiembre de 2011 fue de MMUS$ 26,2, cifra que se compara con los MMUS$ 26,3 registrados en los primeros nueve meses de 2010. A nivel operacional, la empresa registró un alza de sus resultados de MMUS$ 8,4, como consecuencia de una disminución en los costos, unida a un incremento de 19,0% y 2,9% en los volúmenes vendidos de harina y aceite de pescado, a lo que se suma un aumento de 58,2% en el precio promedio de este último. Lo anterior se compensó en parte por una caída de 8,6% en el precio de la harina. En términos no operacionales, se registra un aumento en otros gastos por MMUS$ 7,3.

Otras inversiones

Eléctrica Guacolda

En el año, Guacolda registró una utilidad de MMUS$ 50,0, valor inferior a los MMUS$ 61,4 registrados en el año 2010. El margen bruto alcanza a MMUS$ 102,9, cifra inferior en MMUS$ 5,9 a la del periodo anterior, debido en parte a menores ventas en el mercado spot. Por otra parte, destaca un aumento de 10,6% en las ventas de energía, como consecuencia de la entrada en operación de la Unidad 4 a partir de marzo de 2010.

En el resultado no operacional, en tanto, se presentan resultados menos desfavorables en diferencia de cambio y mayores costos financieros, asociados a la puesta en marcha de las nuevas unidades.

3.- DIFERENCIA ENTRE VALORES ECONOMICOS Y DE LIBROS DE LOS ACTIVOS

A juicio de la administración, al 30 de septiembre de 2011 no se aprecian diferencias significativas entre los valores económicos y de libros de los principales activos consolidados.

4.- SITUACION DE MERCADO

a) Sector Forestal

Celulosa

El tercer trimestre del 2011 siguió la tendencia esperada respecto a menor demanda y actividad, debido a la estacionalidad provocada por el verano del hemisferio Norte. En los meses de julio y especialmente en agosto los precios sufrieron ajustes a la baja, sin embargo en septiembre el precio de la fibra larga experimentó una importante recuperación, específicamente en Asia, impulsada principalmente por la demanda china. La producción mundial de celulosa sigue prácticamente al 100% y los embarques a Asia han subido en forma significativa respecto al 2010.

China sigue siendo el motor en cuanto a demanda y a nuevas inversiones en papel, pero se comienza a notar una sobrecapacidad en ciertos tipos de papel commodity, como por ejemplo, en papeles para escritura e impresión, Coated Wood Free, papel de impresión utilizado en afiches publicitarios, folletos, entre otros. No así en otros tipos de papeles como tissue o especialidades. La sobrecapacidad ha deteriorado el precio de venta de los papeles, erosionando los márgenes de las fábricas papeleras. Las restricciones crediticias impuestas por el gobierno chino también han tenido un impacto en cuanto a la capacidad de clientes para abrir cartas de crédito, esto como herramienta para controlar la inflación. A pesar de todas estas restricciones, Arauco logró vender el volumen producido durante el trimestre, manteniendo los inventarios en niveles normales.

En el resto de Asia y Europa la situación fue bastante similar. Sin embargo, la incertidumbre financiera de esta última está afectando en forma significativa la demanda de papel. Este mercado no experimentó un alza en los precios de septiembre, en contraste con China, y continuaron los anuncios de cierre de capacidad de producción en ciertos tipos de papeles. Producto de los bajos márgenes, varias fábricas papeleras deben cerrar sus operaciones en forma permanente. En otros casos, y por falta de órdenes, se planificaron bajas de producción durante el tercer trimestre. Esto influye en el mercado asiático debido a que la sobreoferta de celulosa se reasigna en China. El stock de inventarios de celulosa en los puertos europeos aumentó durante el trimestre, lo que ha seguido ejerciendo presión sobre los productores de celulosa, que manejan pocas alternativas. Esto afecta especialmente a los productores europeos, que prefieren bajar precios en Europa antes de exportar a China, ya que los fletes y la logística en general son de más alto costo.

Latinoamérica ha seguido con buena actividad y los precios sólo han bajado en forma moderada debido a las tendencias de otros mercados, como Asia y Europa. En cuanto a Norteamérica, aún no se visualiza una recuperación y, por lo tanto, los volúmenes que se trasladaron a Asia no han vuelto a su destino natural en Norteamérica.

La producción de las plantas de Arauco ha sido normal, con la excepción de la Planta Nueva Aldea, que paró en forma planificada por un periodo de aproximadamente 5 semanas. Esta parada, más larga de lo normal, incluyó la mantención anual y la implementación final de una ampliación que se venía construyendo desde inicios del 2011.

Madera

El mercado inmobiliario y de la construcción en Estados Unidos se mantuvo en niveles bajos de actividad durante el tercer trimestre del año 2011. El inicio de construcción de casas llegó en septiembre a 658.000 unidades, nivel que sigue siendo bajo en comparación con el promedio de los últimos 10 años. Durante el tercer trimestre de este año continuó la recuperación en los precios de venta de molduras y madera al compararlo con el segundo trimestre. Esto es producto de la mayor demanda que se observa en el mercado.

Durante gran parte del tercer trimestre se mantuvo una buena demanda para los productos forestales en gran parte de los mercados, especialmente en Asia. Esto ha traído como consecuencia aumentos en los precios de venta en China, Corea, Japón y Taiwán. Sin embargo, a partir de septiembre se observaron señales de desaceleración en estos mismos mercados.

A partir de julio de este año se observó un aumento de los stocks de rollizos y madera en China, lo que debilitó los precios y la demanda de rollizos y madera en la última parte del tercer trimestre.

Paneles

Al cierre del tercer trimestre del año, las ventas acumuladas de toda la División Paneles a clientes finales muestran un alza de 20,2% en dólares frente a igual período del año anterior. Los volúmenes de venta, por su parte, aumentaron en este mismo período un 11,6%. Se puede ver que los precios mantienen una importante recuperación en los mercados, acompañada, en menor medida, de un incremento en los volúmenes de venta.

En el caso de Plywood las ventas a clientes finales aumentaron en volumen en un 34%, impulsados fuertemente por los mayores envíos a Europa y Asia, con importantes alzas en sus precios. En Estados Unidos, por su parte, también aumentaron fuertemente los volúmenes, pero los precios se mantuvieron relativamente estables.

En MDF tableros, los volúmenes experimentaron una leve alza de cerca de un 3%, explicado por una mayor demanda desde Estados Unidos, México y Japón. En cuanto a aglomerado, los volúmenes crecieron un 2% respecto del mismo periodo 2011, impulsados por un fuerte incremento de demanda en Perú y un crecimiento sostenido del mercado local en Argentina.

Las ventas de molduras de MDF experimentaron una caída de volumen cercana al 12% en el período, mientras que los precios tuvieron un incremento de cerca de un 3%. El mercado se mantiene muy lento dada la alicaída demanda de la construcción en Norteamérica.

En HB se registró una caída en volumen de un 11%, producto fundamentalmente de una menor oferta, pero se experimentaron alzas de precios de cerca de un 17% respecto al año anterior. En términos relativos, la demanda por este producto sigue en aumento, mientras que la oferta mundial de HB cae.

La construcción de la Planta de MDP ubicada en la localidad de Teno avanza de acuerdo a lo planificado y entraría en funcionamiento dentro del primer trimestre 2012.

b) Sector Combustibles

Los despachos de combustibles líquidos del mercado en el período alcanzaron a 11,8 millones de m3, cifra superior en 3,0% a la del ejercicio anterior.

Por su parte, las ventas físicas de Copec disminuyeron en 0,5% con respecto al ejercicio anterior, situando su participación de mercado en un 58,6% en lo que va del año 2011 (61,0% en 2010).

Los volúmenes de venta de Abastible, en tanto, aumentaron en 2,9%, dando lugar a una participación de mercado de 34,8% para la empresa, cifra superior al 34,1% del año anterior.

En septiembre de 2009 entró en funcionamiento el terminal de GNL Quintero, que ha permitido incrementar las ventas de gas natural a clientes industriales, disminuyendo en consecuencia las de gas licuado y combustibles líquidos. Sin embargo, estas han registrado después una tendencia al alza, de la mano con una actividad económica más dinámica. Respecto a los generadores eléctricos, que también habían disminuido gradualmente su demanda, han mostrado también un repunte importante. Por otro lado, la menor actividad industrial durante el mes de marzo de 2010, como consecuencia de la paralización de actividades producto del terremoto de febrero de 2010, incidió en la caída en la demanda industrial en ese período. Los volúmenes de combustibles líquidos asociados a estaciones de servicio, por su parte, han exhibido un aumento importante con respecto al año anterior.

c) Sector Pesquero

En el período acumulado a septiembre de 2011 el desembarque pesquero extractivo total en la XV, I y II Región del país alcanzó a 893,3 miles de toneladas, lo que representa un aumento de 348,8 miles de toneladas, equivalente a un alza de 64,1% respecto de 544,5 miles de toneladas registradas en el mismo período del año 2010. Por su parte, el desembarque pesquero en la Zona Centro-Sur del país alcanzó las 1.042 mil toneladas, lo que representa un aumento de un 5,2% con respecto al año 2010.

El mercado de harina de pescado durante el primer trimestre de 2011 se caracterizó por un importante aumento en los precios de venta al compararlos con los del último trimestre del año 2010. Lo anterior tuvo su explicación en una disminución de la oferta de este producto, como consecuencia del término anticipado de la temporada de pesca en Perú, a raíz de la alta presencia de pesca juvenil. Esta situación generó una crisis de oferta, motivando especialmente al mercado asiático a cubrir anticipadamente posiciones, con la consecuente presión sobre un mercado desabastecido y elevando rápidamente los precios.

Una situación opuesta experimentó el mercado durante el segundo y tercer trimestre de este año, cuando se normalizaron las capturas en el Pacifico Sur, además de constatarse un aumento en las cuotas de pesca en Perú en relación a lo esperado por el mercado, todo lo cual presionó los precios a la baja. Adicionalmente, el mercado tuvo que internalizar un menor dinamismo en la demanda por este producto como consecuencia de la importante sustitución que materializaron los consumidores finales, al no estar en condiciones de asimilar los altos niveles de precios históricos que alcanzó la harina de pescado. En estos últimos meses, esta situación de menor demanda fue superada como consecuencia de una disminución de los precios de la harina de pescado, llegando a niveles que le otorgaron una condición de mejor competitividad en relación a otras fuentes de proteínas.

El comportamiento de los precios de la harina de pescado para los próximos meses dependerá principalmente de la evolución de las capturas en Perú, principal país productor de harina de pescado a nivel mundial, ya que el comportamiento del mercado se observa extremadamente sensible al volumen de oferta disponible. En cualquier caso, los niveles de precios, aunque siguen presentándose altos en relación al promedio histórico de los últimos años, se estima que serán inferiores a los obtenidos el año pasado.

Por su parte, el mercado de aceite de pescado se ha mostrado inestable, comenzando el año con una tendencia clara al alza, y cayendo en los meses siguientes, como consecuencia de la normalización de la producción, para luego estabilizarse. Corpesca escapa en alguna medida a esta situación de inestabilidad en el mercado del aceite de pescado, dada su condición de productor de aceites con alto contenido de ácidos grasos Omega 3, producto que recibe un importante sobreprecio en relación a los aceites sin esta cualidad.

5.- FLUJOS DE EFECTIVO

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado en cada período son los siguientes:

	30-09-2011 (MMUS$)	30-09-2010 (MMUS$)	Variación (MMUS$)	
Flujos de Efectivo de Actividades de Operación	**705**	**783**	**(78)**	**(10,0%)**
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	**(1.113)**	**(742)**	**(371)**	**50,0%**
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	**(352)**	**127**	**(479)**	**(377,2%)**
Incremento(disminución) Neto en Efectivo y Equivalentes	**(760)**	**168**	**(928)**	

El flujo operacional a septiembre de 2011 presenta una disminución de 10% respecto al año anterior, originado básicamente en mayores pagos de impuestos a las ganancias, en particular en la filial Arauco y la filial indirecta Copec. A esto se suman mayores pagos a y por cuenta de los empleados. Lo anterior es parcialmente compensado por otros cobros netos procedentes de la operación.

En relación al flujo de inversión, el ejercicio actual presenta un aumento en el desembolso de 50% en comparación a septiembre de 2010. Destaca un incremento de MMUS$ 279 en incorporación de propiedad, planta y equipo, principalmente en los sectores forestal y combustible. A esto se suma un alza de MMUS$ 140 en préstamos a entidades relacionadas, principalmente destinados a los proyectos Montes del Plata e Isla Riesco, y un desembolso importante por compras de activos intangibles, asociado en gran medida a la adquisición de pertenencias mineras por parte de la filial indirecta Can-Can. Destaca, así mismo, el desembolso de MMUS$ 77 asociado a la adquisición del 51% de Inversiones del Nordeste en Colombia.

El flujo por actividades de financiamiento, en tanto, asciende a un egreso de MMUS$352, lo que se compara con un ingreso de MMUS$ 127 en el período 2010. La diferencia se explica por un mayor pago neto de préstamos y un mayor pago de dividendos durante este año.

6.- ANALISIS DE RIESGO DE MERCADO

a) Sector Forestal

En relación a los riesgos económicos derivados de variaciones en la tasa de interés, la filial indirecta Celulosa Arauco y Constitución S.A. mantiene al 30 de septiembre de 2011 una relación entre deudas con tasas fijas y deudas totales consolidadas de aproximadamente 92%, política consistente con la industria en la cual participa. Con respecto a variaciones en los precios de venta de celulosa y productos forestales, Arauco no realiza operaciones de futuros ni otros mercados de cobertura, ya que, al mantener una de las estructuras de costos más bajas de la industria, los riesgos por fluctuaciones de precios son acotados.

Por otro lado, la mayoría de las filiales del sector forestal manejan su contabilidad en dólares estadounidenses y tanto sus cuentas por cobrar como sus pasivos financieros y la mayor parte de sus ingresos están denominados en esa moneda. Debido a lo anterior, la exposición a variaciones en el tipo de cambio se ve significativamente disminuida.

b) Sector Combustibles

En la distribución de combustibles líquidos y gas licuado, para uso automotor, para el consumo de diversos sectores productivos y de servicios y para consumo residencial, la Sociedad ocupa, a través de sus filiales indirectas Copec y Abastible, una posición de liderazgo en el mercado. El abastecimiento se obtiene mayoritariamente de la Empresa Nacional de Petróleo, ENAP. No obstante lo anterior, Copec está en condiciones de acceder a mercados alternativos de suministro de combustibles, situación que le permite asegurar el abastecimiento y distribución de productos al público, recurriendo a mercados internacionales cada vez que las condiciones de abastecimiento locales lo hagan conveniente.

El riesgo relevante para el negocio de distribución de combustibles, y también para el de gas licuado, está esencialmente en el margen de distribución, más que en el nivel de precios del petróleo y sus derivados. El margen de distribución depende principalmente de los factores de competencia que se producen diariamente en el mercado chileno. Además, al tratarse de productos de baja elasticidad precio, eventuales alzas o bajas en el precio del crudo o en el tipo de cambio, tienen relativamente poco efecto en los volúmenes transados en el mercado.

Las sociedades distribuidoras de combustibles registran su contabilidad en pesos chilenos. En la filial Empresas Copec, las variaciones en el tipo de cambio afectan la valorización en dólares tanto de las inversiones en este sector, como de los resultados que obtengan.

c) Sector Pesquero

Para este sector, la disponibilidad de especies pelágicas en las distintas zonas de pesca es un factor determinante en sus resultados.

Un segundo factor de riesgo lo constituyen los precios de mercado de la harina y el aceite de pescado, los que se obtienen del balance entre su oferta y demanda, siendo muy determinante la producción peruana a nivel de oferta, y los consumos de Asia en general y China en particular, respecto de su demanda.

Al ser un sector exportador de gran parte de su producción, el resultado de sus operaciones es sensible a variaciones de tipo cambiario, a políticas de retornos determinadas por el Banco Central de Chile y a las políticas de fomento a exportadores de países competidores con nuestra producción.

La harina y aceite de pescado se transan fundamentalmente en dólares, por lo que prácticamente el 100% de los ingresos de las compañías de este sector están indexados a esta moneda. Dada la característica anterior, la deuda bancaria que en general mantienen las empresas corresponde a anticipos de embarque en dólares. No obstante lo anterior, la necesaria conversión a pesos chilenos de una parte importante de los retornos está expuesta a las variaciones de tipo de cambio, riesgo que puede ser acotado con el uso de forwards u otros instrumentos financieros.

Aquellas ventas pactadas en moneda distinta al dólar norteamericano por lo general son convertidas a dicha moneda mediante el uso de contratos de venta forward que dolarizan tales ingresos. Lo anterior elimina el riesgo asociado a la volatilidad de esas monedas respecto del dólar norteamericano.

A nivel de costos, el sector pesquero es altamente sensible a las fluctuaciones en los precios de los combustibles, específicamente del diesel y el bunker oil.

En el aspecto regulatorio, la aplicación de cuotas de pesca, vedas y restricciones impuestas por la autoridad, pueden afectar significativamente la producción de las filiales y coligadas de este sector.