

## ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS

Al 31 de diciembre de 2015  
(Valeores en millones de dólares)

### 1.-BALANCE GENERAL CONSOLIDADO

Los principales rubros de activos y pasivos al 31 de diciembre de 2015 y 31 de diciembre de 2014 son los siguientes, en MMUS\$:

	31-12-2015	31-12-2014	Variación	
	MMUS\$	MMUS\$	MMUS\$	%
Activos corrientes	5.220	6.234	(1.014)	-16,3
Activos no corrientes	15.253	16.289	(1.036)	-6,4
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>20.473</b>	<b>22.523</b>	<b>(2.050)</b>	<b>-9,1</b>
Deuda financiera cp	464	1.195	(731)	-61,2
Otros pasivos corrientes	1.561	1.918	(357)	-18,6
Deuda financiera largo plazo	5.910	6.167	(257)	-4,2
Otros pasivos no corrientes	2.411	2.586	(175)	-6,8
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>10.346</b>	<b>11.866</b>	<b>(1.520)</b>	<b>-12,8</b>
<b>INTERES MINORITARIO</b>	<b>4.120</b>	<b>4.364</b>	<b>(244)</b>	<b>-5,6</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>6.007</b>	<b>6.293</b>	<b>(286)</b>	<b>-4,5</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS</b>	<b>20.473</b>	<b>22.523</b>	<b>(2.050)</b>	

Al 31 de diciembre de 2015, los activos corrientes consolidados disminuyeron en un 16,3% en relación a los existentes al 31 de diciembre de 2014. En esta variación destacan una baja en efectivo y equivalentes al efectivo, principalmente originado en la afiliada indirecta Arauco, que rebajó parte de su deuda financiera. Además, se aprecia una disminución en deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes, principalmente en la afiliada indirecta Copec, asociada a la caída de los precios del petróleo. Se presenta una disminución en las cuentas por cobrar a entidades relacionadas en la filial indirecta Camino Nevado (que fueron parcialmente capitalizadas), asociada principalmente al deterioro reconocido en el presente ejercicio.

Los activos no corrientes al 31 de diciembre de 2015 disminuyeron 6,4% en comparación con los registrados en 2014. Se aprecia una disminución en la cuenta propiedades, planta y equipos, en los sectores forestal, combustibles y pesca. En el sector pesca la disminución está explicada por la desconsolidación de la asociada Golden Omega. Por otra parte, se registra una caída en activos intangibles distintos a la plusvalía, que corresponden mayormente a la filial indirecta Copec, además de una baja en inversiones contabilizadas mediante el método de participación y en cuentas por cobrar a entidades relacionadas. Todas estas disminuciones se originan fundamentalmente en la apreciación del dólar respecto de otras monedas funcionales utilizadas por dichas filiales indirectas.

Por su parte, los pasivos corrientes bajaron 35% debido a la caída registrada en otros pasivos financieros corrientes, que proviene principalmente de las afiliadas

indirectas Arauco y Copec. Se produce también una disminución en cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar, principalmente en la afiliada indirecta Copec, que se debe fundamentalmente a la caída de precios del petróleo.

En tanto, los pasivos no corrientes muestran una caída de 6,8% con respecto al cierre del ejercicio anterior. Se observó una baja en otros pasivos financieros no corrientes, mayormente en la filial indirecta Arauco, por el pago de deuda de esta última; e Igemar, producto de la desconsolidación de la asociada Golden Omega. Además, se registra una disminución en pasivos por impuestos diferidos, principalmente en el sector combustibles, asociada a la apreciación del dólar respecto de otras monedas funcionales utilizadas por estas filiales.

El patrimonio de la Sociedad cerró con una disminución neta de 4,5% respecto de diciembre 2014, derivada de una variación negativa en otras reservas, explicada principalmente por el efecto del alza en el tipo de cambio sobre las afiliadas indirectas que registran en moneda peso chileno, esto es compensado parcialmente por un aumento en las ganancias acumuladas.

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

<b>Indicadores</b>	<b>31-12-2015</b>	<b>31-12-2014</b>
<b>Liquidez</b>		
Liquidez corriente	2,6	2,0
Razón ácida (1)	1,9	1,5
<b>Endeudamiento</b>		
Deuda corto plazo (corriente) / deuda total	19,6%	26,2%
Deuda largo plazo (no corriente) / deuda total	80,4%	73,8%
Razón de endeudamiento (2)	1,0	1,1
Cobertura gastos financieros (3)	5,6	5,7

- (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 EBITDA dividido por los gastos financieros.

## 2.- ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS

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

<b><u>Indicadores</u></b>	<b>31-12-2015</b>	<b>31-12-2014</b>
<b>Resultados (MMUS\$)</b>		
Resultado Operacional	1.077	1.109
Gastos financieros	356	355
Resultado no operacional	(328)	102
Utilidad del período	317	509
<b>Rentabilidad</b>		
Rentabilidad del patrimonio	5,3%	8,1%
Rentabilidad del activo	1,5%	2,3%
Utilidad por acción (US\$/acción)	0,69	1,12

La utilidad acumulada a diciembre 2015, neta de participaciones minoritarias, fue de MMUS\$ 317, cifra inferior en 37,7% respecto del resultado registrado en igual periodo del año anterior (MMUS\$ 509 a diciembre 2014). Esto se explica principalmente por un menor resultado no operacional, MMUS\$(328) a diciembre 2015 (MMUS\$ 102 a diciembre 2014), donde influyeron factores como la utilidad por la venta de Guacolda el 2014 y el deterioro de Laguna Blanca el 2015, entre otros. El resultado operacional, en tanto, disminuyó MMUS\$ 32. Lo anterior fue compensado parcialmente por menores impuestos a las ganancias, que disminuyeron MMUS\$ 136, básicamente como consecuencia de simplificaciones a la estructura societaria en la afiliada indirecta Copec.

La ganancia bruta de la Sociedad disminuyó 4%, alcanzando los MMUS\$ 3.062. Esta fue aportada principalmente por las filiales indirectas Arauco, con MMUS\$ 1.635; Copec, con MMUS\$ 1.100; Abastible, con MMUS\$ 242; Sonacol con MMUS\$ 49; e Igemar con MMUS\$ 39. El EBITDA, en tanto, alcanzó los MMUS\$ 1.987, lo que representa una disminución de 2,5% respecto al año anterior.

Se anotó una caída de 2,9% en el resultado operacional, principalmente por un menor desempeño del sector forestal, donde se registraron menores ingresos en los negocios de madera aserrada, paneles y forestal, compensados por mayores ingresos en el negocio de celulosa, producto de mayores volúmenes provenientes de Montes del Plata, que compensaron la caída en los precios promedio de venta.

Por su parte, en el sector combustibles, Copec mantuvo estable su resultado operacional medido en dólares, a pesar que la apreciación de esta moneda tuvo un efecto negativo al reconocer los resultados de este sector en dólares. En su moneda funcional, que es el peso chileno, el resultado operacional aumentó, consecuencia de mayores volúmenes en Chile, tanto en el canal industrial como concesionario, y

también en Colombia, República Dominicana, Panamá y Ecuador. A esto se suman mayores márgenes de ventas alcanzados durante el 2015. Cabe destacar que en el acumulado del año, el efecto por la revalorización de inventarios bajo sistema de costo FIFO fue más negativo que el año anterior, dada la evolución del precio internacional de los combustibles. En el negocio de GLP, también se registró un alza en el resultado operacional, producto de mayores márgenes tanto en Chile como en Colombia, además de mayores volúmenes en Chile.

El resultado no operacional, por su parte, disminuyó principalmente por un menor resultado en asociadas y negocios conjuntos, producto del deterioro registrado en la afiliada indirecta Laguna Blanca por MMUS\$145, relacionado con la profundización del escenario de bajos precios internacionales del carbón durante 2015. A esto se suman menores resultados tanto en Metrogas como en Corpesca, debido a menores tarifas y aspectos no operacionales respectivamente. Por otra parte se registraron menores otras ganancias asociadas a la venta de Guacolda el año anterior, y caídas en otros ingresos producto de una menor revalorización de activos biológicos. Lo anterior fue compensado por menores otros gastos por función.

## **Resultados consolidados de las principales empresas afiliadas y asociadas**

### **Sector forestal**

#### **Celulosa Arauco y Constitución**

Durante el ejercicio la utilidad alcanzó los MMUS\$ 363, 16% menor al ejercicio anterior. Esto se explica por un resultado no operacional que disminuyó MMUS\$ 69, principalmente por una caída en otros ingresos, asociada a una menor revalorización de activos biológicos; un resultado en diferencias de cambio más desfavorable; y mayores costos financieros. El resultado operacional, por su parte, presentó una caída de MMUS\$ 26 producto de menores ingresos en los negocios de madera aserrada, paneles y forestal, compensada parcialmente por mayores ingresos en el negocio de celulosa asociada a mayor volumen producido.

En términos operacionales, los ingresos consolidados disminuyeron 3,7%. En el negocio de celulosa las ventas, incluyendo ventas de energía, crecieron 0,9%, explicado principalmente por un alza en volúmenes de 7,9%, correspondientes a la producción en Montes del Plata, y compensados, en parte, por caídas en precios de 5,3%.

En el caso de la madera aserrada, en tanto, los ingresos disminuyeron 10%, como consecuencia de una caída en volúmenes de 10,5%. Los precios, en tanto, se mantuvieron estables.

Los ingresos asociados a paneles, incluyendo ventas de energía, cayeron 5,0%, explicado por menores precios de venta, que registraron una disminución de 8,3%, compensados por volúmenes que crecieron 4,3%.

## Sector combustibles

### Copec

El resultado acumulado aumentó en MM\$ 80.914 con respecto al año anterior. La diferencia se explica, en parte, por el efecto impositivo favorable asociado a la reestructuración de sus inversiones en el extranjero, además de un alza de 15,4% en el resultado operacional, consecuencia de mayores volúmenes en Chile, tanto en el canal industrial como concesionario; y también en Colombia, Panamá, República Dominicana y Ecuador. A esto se suman mayores márgenes, a pesar de que el efecto por la revalorización de inventarios bajo el sistema de costeo FIFO fue negativo. El EBITDA, en tanto, aumentó 12,1%.

El resultado no operacional fue menos desfavorable que el año anterior como consecuencia de un mayor resultado, tanto en diferencias de cambio como en asociadas y negocios conjuntos, además de mayores ingresos financieros. Compensan, en parte, mayores costos financieros y menores otros ingresos.

Las ventas físicas de combustibles en Chile aumentaron 6,1%, asociado a mayores volúmenes en ambos canales. El canal industrial aumentó 3,4%, mientras que el canal concesionario creció 9,2%. En tanto, las ventas físicas de Terpel en Colombia, Panamá, Ecuador y República Dominicana aumentaron 7,2%, 4,1%, 3,3% y 2,1%, respectivamente.

### Abastible

La utilidad fue de MM\$ 34.645, lo que representa un alza de 38,4% con respecto al año anterior. El resultado operacional creció en 54,8% producto de mayores márgenes tanto en Chile como en Colombia, además de mayores volúmenes de venta en Chile en ambos canales. El EBITDA, en tanto, aumentó 37,2%, alcanzando los MM\$ 80.835.

El resultado no operacional, por su parte, fue más desfavorable en MM\$ 2.709, producto de mayores otras pérdidas; un resultado por diferencias de cambio desfavorable y mayores costos financieros. En el período, la empresa vendió en Chile 434 mil toneladas de gas licuado, cifra superior en 1,6% a la del mismo periodo de 2014. En Colombia, en tanto, las entregas se mantuvieron estables.

### Sonacol

En términos acumulados, la utilidad alcanzó los MM\$ 21.019, lo que se compara positivamente con los MM\$ 20.067 registrados el 2014. Esto se explica por un mayor resultado operacional debido a mayores ventas. El resultado no operacional, por su parte cayó, asociado principalmente a diferencias de cambio desfavorables, menores otros ingresos y mayores otros gastos por función, compensado parcialmente por mayores ingresos financieros y menores costos financieros. Los volúmenes transportados fueron 4,5% mayores que los del ~~ejercicio periodo~~ anterior.

## **Metrogas**

La compañía registró una utilidad de MM\$ 54.236, un 34,4% inferior a la del año anterior, principalmente asociado a un menor resultado operacional por MM\$36.667, producto de menores márgenes y mayores gastos de administración. Por otra parte, se registró un resultado no operacional más desfavorable.

Las ventas físicas muestran un alza de 14,6%, asociada a mayores despachos a generadoras eléctricas, que aumentan un 38,5%, y a mayores ventas industriales por 5,8%. Las ventas residenciales, en tanto, aumentaron 1,6%.

## **Sector pesquero**

### **Pesquera Iquique-Guanaye (consolidado)**

Igemar registró una utilidad menor en MMUS\$ 22,3 a la del ~~ejercicio~~ período anterior, anotando una pérdida por MMUS\$ 17,6. Esto se explica principalmente por un menor resultado operacional, además de un resultado no operacional más desfavorable, proveniente principalmente de pérdidas de asociadas y negocios conjuntos, relacionadas a la depreciación del real brasileño sobre la operación de Selecta, compensado en parte por menores otros gastos por función.

En términos operacionales, el resultado fue de MMUS\$ 3,2, que se compara con los MMUS\$ 24,2 registrados durante el ejercicio anterior.

Las ventas físicas de harina alcanzaron las 24,2 mil toneladas, cantidad inferior en 28,5% a la del periodo anterior. En tanto, las ventas físicas de aceite de pescado alcanzaron las 5,4 mil toneladas, 57,0% menos que el año pasado. Asimismo, se comercializaron 2,1 millones de cajas de conservas, 9,6% menos que en el ejercicio anterior. Por su parte, las ventas de congelados alcanzaron las 13,5 mil toneladas, 35,2% menor que en el periodo anterior. La pesca procesada llegó a las 173,5 mil toneladas, lo que representa una caída de 17,5%.

En términos de precios, las conservas muestran un aumento de 3,9% mientras que el aceite de pescado muestra alzas de 3,1%. La harina de pescado, por su parte, se mantuvo estable. Los precios de los congelados, en tanto, cayeron 10,8%.

Es importante destacar que a partir de este periodo, la sociedad Golden Omega dejó de ser consolidada por Igemar.

### **Corpesca**

En el periodo la compañía registró una pérdida de MMUS\$ 17,1, resultado inferior a la utilidad de MMUS\$ 16,6 registrada en el año anterior. Este descenso se explica principalmente por una caída de MMUS\$ 77,8 en el resultado no operacional, resultante de diferencias de cambio desfavorables y pérdidas de asociadas y negocios conjuntos, principalmente relacionadas a los efectos de la depreciación del real sobre la deuda de la afiliada Selecta.

A nivel operacional, se registró un aumento en sus resultados de MMUS\$ 10,4, como consecuencia de mayores precios de harina y aceite de pescado, que registran alzas

de 17,1% y 6,6%, respectivamente. Lo anterior es compensado, en parte, por menores volúmenes de venta para la harina de pescado, que baja 28,6%. Los volúmenes de venta de aceite de pescado, en tanto, cayeron 5,4%. La pesca procesada, por su parte, llegó a 416 mil toneladas, lo que significa una disminución de 33,7%.

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

A juicio de la administración, al 31 de diciembre de 2015 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**

Durante el último trimestre del 2015 los precios registraron una tendencia a la baja. Se comenzó a ver la sobreoferta producto de nuevas plantas de celulosa en los mercados y una demanda menos activa producto de la incertidumbre e inestabilidad económica en países como China, motor importante en el mercado de celulosa. Estos efectos se vieron en todos los tipos de celulosa y la menor demanda afectó a gran parte de los mercados y tipos de papel. A pesar de todo lo anterior, los inventarios se mantuvieron estables durante el trimestre. En relación al trimestre anterior, en fibra larga bajaron en 1 día (a 29 días) y en fibra corta se mantuvieron en 39. Respecto al mismo periodo del 2014, los inventarios bajaron 2 días en fibra larga y subieron 3 días en fibra corta.

En Asia los precios bajaron en forma gradual durante todo el trimestre, registrando caídas de aproximadamente US\$50 en fibra larga y US\$65 en fibra corta, las que equivalen a disminuciones de alrededor de un 8% y 10%, respectivamente. La incertidumbre, menor crecimiento y volatilidad de sectores de la economía china han impactado el mercado de papeles en general y la demanda por celulosa. Los inventarios en papel han aumentado incluso con tasas de producción reducidas. Un factor bastante nuevo que está alterando el mercado chino es la devaluación del Yuan. Esto agrega incertidumbre principalmente considerando que desde que un comprador toma su decisión de compra fijando el precio, pueden pasar entre 90 y 120 días hasta que el producto es importado, periodo en el cual el tipo de cambio US\$/Yuan puede experimentar cambios. En el resto de Asia se siguen las tendencias de precio de China.

Los mercados europeos también experimentan ajustes de precio, pero más moderados que Asia. Ambas fibras bajan aproximadamente US\$35, lo cual equivale a un 6% en fibra larga y un 4% en fibra corta. La demanda está bastante activa y

en general la baja en precios se produce por sobreoferta de celulosa. El mercado de papeles se ha recuperado y en general los productores están con buen nivel de órdenes, de varias semanas e incluso meses. Con este escenario habría posibilidades de alza en precio de algunos papeles, pero no se visualiza alza en el precio de la celulosa, dado que los inventarios están altos y la producción de celulosa sigue aumentando. Hay nuevas producciones de fibra larga, lo que ha agregado competencia con productores europeos que tienen una logística más conveniente y competitiva que la fibra larga importada.

Los mercados de Medio Oriente siguen activos, pero aprovechan la situación de sobreoferta de Europa, de incertidumbre y menor demanda en China, para presionar por precios más bajos.

La demanda en Latinoamérica sigue estable, con la excepción de Brasil, donde ha disminuido fuertemente la demanda por papeles. Brasil no es un mercado de celulosa de fibra corta para Arauco, pero sí de fibra larga, la cual abastece desde la planta que la compañía tiene en Argentina, la que cuenta con una ventaja logística importante debido a que compite principalmente con fibra larga de Norteamérica.

Por último, es importante mencionar que el mercado de fletes marítimos experimentó bajas importantes durante el último trimestre, especialmente en embarque en contenedores. Aunque estas bajas no se reflejan de forma inmediata debido a que existen contratos de mediano plazo, sí tiene un efecto positivo permitiendo aumentar destinos y ser más competitivos en mercados donde hasta ahora desde Chile ha sido de alto costo.

### **Paneles**

Continúa el aumento en la producción de *plywood* dado el funcionamiento de la nueva planta de Nueva Aldea. También se destacan los buenos niveles de ventas de MDP de la planta de Teno, tanto en volumen como en mix de productos de valor agregado.

En Norteamérica se ha mantenido una buena demanda por tableros de partículas y continúan los buenos resultados consecuencia de mayores ventas de productos de valor agregado con melamina. Sin embargo, el mercado de MDF estuvo más débil durante el periodo, dada una leve baja en demanda y mayor competencia desde Canadá y Brasil, productores que se han visto beneficiados por la depreciación de sus monedas, lo que favorece la exportación.

En Brasil, la devaluación del real, una menor demanda del mercado local y el alto nivel de oferta ha puesto presión sobre los precios, lo que ha obligado a aumentar los volúmenes de exportación. Por su parte, la capacidad de exportar MDF y tableros de partículas desde Argentina sigue disminuida, por tanto todo lo que se produce se comercializa en ese mismo país, forzando a operar a un menor ritmo productivo.

### **Madera**

Las ventas totales fueron inferiores a las del trimestre inmediatamente anterior y a las del cuarto trimestre del año 2014, debido principalmente a la continua baja en



precios que se ha experimentado durante todo el año 2015. Esta ha sido consecuencia de una mayor oferta de distintos productores para los principales mercados. Esto ha implicado que en Asia y Medio Oriente, aun cuando se han logrado estabilizar los volúmenes, ha sido a costa de precios más bajos.

El mercado norteamericano mantiene su dinamismo en materia de nuevas construcciones y remodelaciones, por lo que los negocios de molduras continúan mostrando un buen nivel de demanda. Sin embargo, un aumento de volúmenes exportados desde Brasil ha puesto presión sobre los precios.

Chile, Argentina y el resto de Latinoamérica continúan mostrando buena demanda, lo cual ha permitido durante el año aumentar participación de mercado y comercializar el mix deseado de ventas.

## **b) Sector Combustibles**

Los despachos de combustibles líquidos del mercado chileno alcanzaron en el periodo a 16,3 millones de mts<sup>3</sup>, cifra superior en 4,1% a la del ejercicio anterior.

Por su parte, las ventas físicas de Copec en Chile aumentaron 6,1% con respecto al ejercicio anterior, situando su participación de mercado en un 60,6% a diciembre de 2015 (58,8% a diciembre de 2014). Tanto los volúmenes de combustibles líquidos asociados a estaciones de servicio como los asociados al canal industrial exhibieron un aumento con respecto al año anterior. Por su parte, Terpel registró aumento en sus volúmenes de 7,2%, 4,1%, 3,3% y 2,1% en sus operaciones de Colombia, Panamá, Ecuador y República Dominicana, respectivamente. Los volúmenes de venta de Abastible en Chile, crecieron en 1,6%, y en Colombia disminuyeron un 0,1%.

## **c) Sector Pesquero**

Durante el año 2015 el desembarque total de la industria pesquera en la zona centro sur del país alcanzó a 690 mil toneladas, lo que representa una disminución de 12,5% respecto a igual período del año anterior. Este descenso se explica principalmente por una menor disponibilidad de sardina común producto de las condiciones oceanográficas asociadas al fenómeno de "El Niño" en 2015.

Por el lado de la oferta de harina de pescado, este 2015 estuvo marcado por un aumento de la producción de harinas a nivel mundial. En Chile la producción de harina de pescado fue menor, disminución que fue compensada por mayores producciones en Perú, Dinamarca, Noruega, Islandia y países del Atlántico Norte.

Por otro lado, durante este período se observó una menor demanda de harina de pescado en China, principal destino de la exportación de harina de pescado peruana y chilena. Los precios, si bien comenzaron el año en máximos históricos, fueron normalizándose al internalizar mayores niveles de producción respecto al año anterior.

Con respecto al aceite de pescado, se observó una disminución en la producción en Chile y Perú, que fue compensada con los volúmenes provenientes de países como Dinamarca, Noruega e Islandia. Por otro lado, si bien los precios comenzaron el año con niveles altos, luego de conocerse volúmenes de producción en Europa mayores a lo esperado, tendieron a la baja.

## 5.- FLUJOS DE EFECTIVO

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

	31-12-2015	31-12-2014	Variación	
	(MMUS\$)	(MMUS\$)	(MMUS\$)	
Flujos de Efectivo de Actividades de Operación	1.527	1.426	101	7,1%
Flujos de Efectivo de Actividades de Inversión	(823)	(603)	(220)	36,5%
Flujos de Efectivo de Actividades de Financiación	(1.054)	(203)	(851)	419,2%
Incremento(disminución) Neto en Efectivo y Equivalentes	(350)	620	(970)	

El flujo operacional a diciembre de 2015 presenta un aumento de 7,1% con respecto al año anterior, originado básicamente en menores pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios, ligados principalmente a las afiliadas indirectas Copec y Abastible, asociados a menores precios del petróleo. Lo anterior es compensado, en parte, por menores cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios, principalmente en las afiliadas indirectas Copec y Abastible, también asociados a menores precios del petróleo, además de mayores impuestos a las ganancias, principalmente a nivel de la afiliada Empresas Copec, por los impuestos correspondientes a la utilidad generada en la venta de Guacolda en el 2014.

En relación al flujo de inversión, el ejercicio actual presenta un alza en el desembolso de 36,5% en comparación al 2014. Destacan menores otros cobros por la venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades, asociado a la venta de la participación en Guacolda en el ejercicio anterior, además de menores importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo y menores dividendos recibidos. Lo anterior es compensado, en parte, por menores compras de propiedades, planta y equipos, especialmente en Arauco y Abastible, y por menores préstamos a entidades relacionadas en la afiliada Empresas Copec, los que aumentaron el período anterior a raíz de un bono emitido en el 2014, cuyo fin fue realizar un préstamo a la filial indirecta Copec. Los préstamos a relacionadas también disminuyeron en el sector forestal.

El flujo por actividades de financiamiento, en tanto, registra un aumento en el desembolso de MMUS\$ 851 en comparación con el año anterior, originado principalmente en menores importes procedentes de préstamos, principalmente en

Arauco, además de mayores pagos de préstamos en las afiliadas indirectas Arauco y Copec.

## **6.- ANALISIS DE RIESGO DE MERCADO**

### **a) Sector Forestal**

Las variaciones en los precios de venta de celulosa y productos forestales están dadas por factores de oferta y demanda mundial, y afectan los ingresos de las compañías del sector. Arauco no realiza operaciones de futuros ni otras actividades 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. Con todas las demás variables constantes, una variación de +/- 10% en el precio promedio de celulosa significaría una variación en el EBITDA de un +/- 15,72% (equivalente a MMUS\$ 215), la utilidad del ejercicio después de impuesto en +/- 32,21% (equivalente a MMUS\$ 170) y el patrimonio en +/- 1,47 % (equivalente a MMUS\$ 102).

Por otro lado, la mayoría de las afiliadas indirectas del sector forestal manejan su contabilidad en dólares estadounidenses. Sin embargo, están afectas al riesgo de sufrir pérdidas por fluctuaciones en los tipos de cambio en los casos donde los activos y pasivos están denominados en moneda distinta a la moneda funcional. Con todas las demás variables constante, una variación de +/- 10% en el tipo de cambio del dólar estadounidense sobre el peso chileno significaría una variación en la utilidad del ejercicio después de impuesto de +/- 4,09% (equivalente a MMUS\$ 15,3) y un +/- 0,13% sobre el patrimonio (equivalente a MMUS\$ 9,2).

De la misma forma, con todas las demás variables constantes, una variación de +/- 10% en el tipo de cambio del dólar estadounidense sobre el real brasileño significaría una variación sobre la utilidad del ejercicio después de impuesto de +/- 0,43% (equivalente a MMUS\$ 2,1) y un cambio sobre el patrimonio de +/- 0,02% (equivalente a MMUS\$ 1,3).

En relación a los riesgos económicos derivados de variaciones en la tasa de interés, la afiliada indirecta Celulosa Arauco y Constitución S.A. mantiene a diciembre de 2015 una relación entre deudas con tasas fijas y deudas totales consolidadas de aproximadamente 85,7%, política consistente con la industria en la cual participa.

### **b) Sector Combustibles**

En la distribución de combustibles líquidos y gas licuado, la Sociedad ocupa, a través de sus afiliadas indirectas Copec y Abastible, una posición de liderazgo en el mercado. Participa también en Colombia, a través de sus afiliadas indirectas Terpel e Inversiones del Nordeste. En ambos países, el abastecimiento se obtiene en parte importante de compañías locales. No obstante lo anterior, se está en condiciones de acceder a mercados alternativos de suministro de combustibles, situación que le permite asegurar y optimizar el abastecimiento y distribución de productos al público.

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 los mercados. 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.

Sin perjuicio de lo anterior, actualmente el valor del inventario de la compañía sí se ve impactado por las variaciones de los precios internacionales de los combustibles. La política de la compañía es no cubrir el stock permanente, ya que las alzas y bajas que se producen se ven compensadas en el largo plazo. No ocurre lo mismo con los sobre stocks puntuales, en que dada la metodología de fijación de precios de mercado, no se ha encontrado un instrumento de cobertura que mitigue totalmente este riesgo.

Las afiliadas indirectas del sector combustibles, que representan aproximadamente un 23% del total de los activos de la Sociedad, manejan su contabilidad en pesos chilenos y pesos colombianos, y tanto sus cuentas por cobrar como sus pasivos financieros y la mayor parte de sus ingresos están denominados en esta moneda, por lo que la exposición a variaciones en el tipo de cambio se ve significativamente disminuida. Sin embargo, en la afiliada Empresas Copec las variaciones en el tipo de cambio afectan la valorización en dólares, tanto de las inversiones en dicho sector, como de los resultados que obtengan.

### **c) Sector Pesquero**

Para este sector, en tanto, 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. La harina y aceite de pescado se transan fundamentalmente en dólares, por lo que un porcentaje relevante de los ingresos de las compañías de este sector están indexados a esta moneda. Dada dicha característica, 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 estadounidense.

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 tanto que en el aspecto regulatorio, la aplicación de cuotas de pesca, vedas y restricciones impuestas por la autoridad pueden afectar significativamente la producción de las afiliadas y asociadas de este sector.

## 7.- APERTURA POR SEGMENTOS DE OPERACIÓN

Segmentos 2015	Arauco	Copec	Abastible	Sonacol	Igemar	Otros	Subtotal	Eliminación	Total
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Ingresos ordinarios clientes externos	5.146.740	12.247.980	564.206	48.826	147.938	4.452	18.160.142	-	18.160.142
Ingresos ordinarios entre segmentos	-	67.978	7.972	23.384	-	1.879	101.213	(101.213)	-
Resultado operacional	554.868	407.781	85.775	48.875	3.190	(23.852)	1.076.637	-	1.076.637
<b>Ebitda</b>	<b>1.261.686</b>	<b>532.972</b>	<b>128.231</b>	<b>57.443</b>	<b>27.905</b>	<b>(21.525)</b>	<b>1.986.712</b>	-	<b>1.986.712</b>
Depreciación	388.192	62.062	37.544	8.568	24.715	1.150	522.231	-	522.231
Amortización	11.953	63.129	-	-	-	1.183	76.265	-	76.265
Valor justo costo madera cosechada	306.673	-	-	-	-	-	306.673	-	306.673
<b>Ganancia (pérdida) del segmento sobre el que se informa</b>	<b>367.711</b>	<b>313.169</b>	<b>60.463</b>	<b>32.239</b>	<b>(22.425)</b>	<b>(188.266)</b>	<b>562.891</b>	-	<b>562.891</b>
Participación resultados asociadas	6.748	15.046	13.318	-	(7.964)	(155.755)	(128.607)	-	(128.607)
Ingreso (Gasto) Impuesto a la renta	(129.694)	(37.623)	(19.456)	(9.521)	4.103	6.796	(185.395)	-	(185.395)
<b>Inversiones por segmento</b>									
Incorporación de propiedad, planta y equipo	321.385	209.066	46.561	14.467	12.324	293	604.096	-	604.096
Compras de otros activos a largo plazo	126.132	-	-	-	-	234	126.366	-	126.366
Pagos para adquirir, afiliadas y asociadas	10.904	-	21.388	-	-	3.331	35.623	-	35.623
Compras de activos intangibles	10.395	26.044	190	-	374	6.688	43.691	-	43.691
Pagos para adquirir otras inversiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total inversiones</b>	<b>468.816</b>	<b>235.110</b>	<b>68.139</b>	<b>14.467</b>	<b>12.698</b>	<b>10.546</b>	<b>809.776</b>	-	<b>809.776</b>
<b>Activos de los segmentos</b>	<b>13.806.907</b>	<b>3.554.645</b>	<b>684.692</b>	<b>268.689</b>	<b>538.119</b>	<b>1.619.681</b>	<b>20.472.733</b>	-	<b>20.472.733</b>

Segmentos 2014	Arauco	Copec	Abastible	Sonacol	Igemar	Otros	Subtotal	Eliminación	Total
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
Ingresos ordinarios clientes externos	5.342.643	17.455.315	772.240	48.292	223.606	4.371	23.846.467	-	23.846.467
Ingresos ordinarios entre segmentos	-	113.959	9.605	26.873	-	2.718	153.155	(101.213)	51.942
Resultado operacional	580.851	408.396	64.262	51.683	24.154	(20.622)	1.108.724	-	1.108.724
<b>Ebitda</b>	<b>1.287.558</b>	<b>548.000</b>	<b>104.073</b>	<b>60.670</b>	<b>53.182</b>	<b>(16.656)</b>	<b>2.036.827</b>	-	<b>2.036.827</b>
Depreciación	340.959	64.298	39.811	8.987	29.028	1.009	484.092	-	484.092
Amortización	12.475	75.306	-	-	-	2.968	90.749	-	90.749
Valor justo costo madera cosechada	353.273	-	-	-	-	-	353.273	-	353.273
<b>Ganancia (pérdida) del segmento sobre el que se informa</b>	<b>436.890</b>	<b>231.188</b>	<b>46.294</b>	<b>35.274</b>	<b>1.561</b>	<b>137.827</b>	<b>889.034</b>	-	<b>889.034</b>
Participación resultados asociadas	7.481	13.612	16.243	-	5.098	32.506	74.940	-	74.940
Ingreso (gasto) Impuesto a la renta	(155.935)	(95.991)	(15.743)	(9.300)	6.767	(51.077)	(321.279)	-	(321.279)
<b>Inversiones por segmento</b>									
Incorporación de propiedad, planta y equipo	459.796	184.052	64.958	7.956	13.945	810	731.517	-	731.517
Compras de otros activos a largo plazo	142.138	-	-	-	-	-	142.138	-	142.138
Pagos para adquirir, afiliadas y asociadas	1.882	26.469	-	-	-	1.787	30.138	(26.469)	3.669
Compras de activos intangibles	10.101	35.635	6	-	1.083	13.898	60.723	-	60.723
Pagos para adquirir otras inversiones	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total inversiones</b>	<b>613.917</b>	<b>246.156</b>	<b>64.964</b>	<b>7.956</b>	<b>15.028</b>	<b>16.495</b>	<b>964.516</b>	<b>(26.469)</b>	<b>938.047</b>
<b>Activos de los segmentos</b>	<b>14.747.897</b>	<b>3.977.837</b>	<b>768.696</b>	<b>325.052</b>	<b>767.090</b>	<b>1.937.174</b>	<b>22.523.746</b>	-	<b>22.523.746</b>

### DEFINICIONES

**Resultado Operacional** = Ganancia Bruta – Costos de Distribución – Gastos de Administración

**EBITDA** = Resultado Operacional + Depreciación y Amortización + Stumpage