



**ANÁLISIS RAZONADO  
DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA  
CONSOLIDADOS INTERMEDIOS**

**CORRESPONDIENTE AL PERÍODO  
TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014**

**ENAP REFINERÍAS S.A.**

**2014**

A continuación se presenta el Estado de Situación Financiera Clasificado de Enap Refinerías S.A. y Filiales, al 30 de septiembre de 2014 comparado con el ejercicio terminado al 31 de diciembre 2013, y los resultados consolidados intermedios de Enap Refinerías S.A. y Filiales, para el período comprendido entre el 01 de enero y el 30 de septiembre de los años 2014 y 2013. Todas las cifras están expresadas en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica y de acuerdo a las Normas Internacionales de Información Financiera NIIF (IFRS).

## **1.- RESUMEN EJECUTIVO**

Enap Refinerías S.A., tuvo una pérdida en el período de US\$ 15 millones, situación que se compara con la utilidad obtenida al 30 de septiembre de 2013 de US\$ 70 millones. Esta variación de US\$ 85 millones se explica por una variación en el Margen Bruto de US\$ 133 millones, desde US\$ 312 millones a septiembre de 2013 a US\$179 millones a septiembre de 2014. Por otra parte, el EBITDA generado al 30 de septiembre de 2014 alcanzó a US\$ 119 millones, menor al generado en el mismo período de 2013, que ascendió a US\$ 320 millones. El patrimonio de Enap Refinerías S.A., llegó a US\$ 359 millones al cierre de septiembre 2014, aumentando en US\$ 158 millones respecto diciembre 2013.

En términos de las variables operativas, a septiembre del presente año, Enap Refinerías S.A. evidenció un comportamiento similar al que presentó en el período 2013. A pesar de una leve baja en la tasa de utilización promedio de Refinerías desde 76,4% a 76,0%, Enap Refinerías S.A. a septiembre de 2014 logró una mayor producción propia. Destaca la mayor producción de Gasolinas y Diesel. Por otra parte, Enap Refinerías S.A. ha logrado reducir el nivel de inventario de crudos y productos en 7,4% respecto del promedio físico registrado en 2013 en similar periodo, mejorando de esta forma su requerimiento de capital de trabajo.

No obstante lo anterior, los ingresos disminuyeron debido a que el mercado internacional ha presentado un comportamiento marcadamente negativo durante el año, lo que se ha revertido solamente hacia finales del tercer trimestre. Como reflejo de esta situación, el margen para la gasolina regular en la costa del Golfo de USA (referencia para el precio de la gasolina 93) resultó ser de 9,5 US\$/bbl respecto del crudo Brent, vs 11,5 US\$/bbl observados en 2013. En el caso del diesel, la disminución del margen en la costa del Golfo con respecto al crudo Brent fue levemente menos severa, bajando de 17,9 US\$/bbl a septiembre de 2013 a 14,6 US\$/bbl en enero-septiembre de 2014. Por su lado, el margen por venta de gas natural fue significativamente menor a septiembre de 2014 respecto a igual período de 2013, debido a un mayor costo del gas natural licuado.

**ENAP REFINERÍAS S.A. Y FILIALES**  
**ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADOS**  
**POR EL PERÍODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2014**



**RESUMEN ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS**

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
<b>ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES</b>	<b>sep-14</b>	<b>sep-13</b>	<b>Var. US\$</b>	<b>Var.%</b>
Ingresos de actividades ordinarias	7.066	8.013	(947)	11,8%
Costos de ventas	(6.887)	(7.701)	814	10,6%
<b>Margen bruto</b>	<b>179</b>	<b>312</b>	<b>(133)</b>	<b>42,6%</b>
Otros ingresos, por función	15	26	(11)	42,3%
Costos de distribución	(112)	(125)	13	10,4%
Gasto de administración	(13)	(19)	6	31,6%
Otros gastos, por función	(11)	(4)	(7)	175,0%
Otras ganancias (pérdidas)	1	0	1	indet.
Ingresos financieros	1	1	0	0,0%
Costos financieros	(88)	(98)	10	10,2%
Participación en asociadas	1	12	(11)	91,7%
Diferencias de cambio	(7)	(20)	13	65,0%
<b>Pérdida, antes de impuestos</b>	<b>(34)</b>	<b>85</b>	<b>(119)</b>	<b>140,0%</b>
Beneficio (gasto) por impuestos a las ganancias	19	(15)	34	226,7%
<b>Utilidad (pérdida) del ejercicio</b>	<b>(15)</b>	<b>70</b>	<b>(85)</b>	<b>121,4%</b>
Utilidad atribuible a las participaciones no controladoras	4	2	2	60,8%
Utilidad (pérdida) atribuible a los propietarios de la controladora	(19)	68	(87)	128,1%

<b>ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA</b>	<b>sep-14</b>	<b>dic-13</b>	<b>Var. US\$</b>	<b>Var.%</b>
<b>ACTIVOS</b>	<b>4.143</b>	<b>4.244</b>	<b>(101)</b>	<b>2,4%</b>
Efectivo y equivalentes al efectivo	22	27	(5)	18,5%
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	615	766	(151)	19,7%
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	37	23	14	60,9%
Inventarios	1.142	1.226	(84)	6,9%
Activos por impuestos corrientes	46	13	33	253,8%
Otros activos corrientes	76	4	72	1800,0%
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	10	10	0	0,0%
Propiedades, planta y equipo, neto	1.656	1.747	(91)	5,2%
Activos por impuestos diferidos	471	358	113	31,6%
Otros activos no corrientes	68	70	(2)	2,9%
<b>PASIVOS</b>	<b>3.784</b>	<b>4.043</b>	<b>(259)</b>	<b>6,4%</b>
Otros pasivos financieros corrientes	48	79	(31)	39,2%
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	978	1.429	(451)	31,6%
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corriente	2.342	2.041	301	14,7%
Otros pasivos corrientes	85	103	(18)	17,5%
Otros pasivos financieros no corrientes	226	285	(59)	20,7%
Otros pasivos no corrientes	105	106	(1)	0,9%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>359</b>	<b>201</b>	<b>158</b>	<b>78,6%</b>

## 2.- ANÁLISIS DEL ESTADO DE RESULTADOS

### INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
	sep-14	sep-13	Var. US\$	Var. %
Ingresos por ventas productos propios	5.833	5.974	(141)	2,4%
Ingresos por ventas productos importados	800	1.741	(941)	54,0%
Ingresos por servicios	5		5	indet.
Ingresos ventas de crudo	102	0	102	indet.
Ingresos por ventas gas natural	326	298	28	9,4%
<b>TOTAL INGRESOS ORDINARIOS</b>	<b>7.066</b>	<b>8.013</b>	<b>(947)</b>	<b>11,8%</b>

Los ingresos de actividades ordinarias totales consolidados alcanzaron a US\$ 7.066 millones al 30 de septiembre de 2014, los cuales se comparan con US\$ 8.013 millones al 30 de septiembre de 2013.

Los ingresos por ventas de productos propios y productos importados disminuyó un 2,4%, por una caída de un 11,6% en el volumen de ventas medido en metros cúbicos, desde los 9.933,7 Mm<sup>3</sup> al 30 de septiembre de 2013 a 8.780,5 Mm<sup>3</sup> al 30 de septiembre de 2014, principalmente por una menor demanda de diesel importado por parte de las empresas termoeléctricas, complementado con una disminución de un 2,6% en el precio de venta promedio referida a la paridad de importación, de 124,7 US\$/Bbl a 121,5 US\$/Bbl.

Los ingresos por ventas de gas natural aumentaron respecto de igual período del año anterior por mayores ventas de un 9,4%.

El aumento en el volumen de venta de producción propia se explica por el incremento del 0,39% en el volumen de ventas de diesel, 6,03% en gasolinas y un 14,21% de LPG. Por su parte existe una baja en el volumen vendido de producción propia de petróleo combustible de un 7,17%.

El margen primo total que corresponde a los ingresos por ventas de productos propios menos el costo de materia prima, generó una variación negativa en el margen primo de 10,4% al 30 de septiembre de 2014 comparado con igual período de 2013, de acuerdo al siguiente detalle:

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
Productos propios	sep-14	sep-13	Var. US\$	Var. %
Ingresos por ventas	5.833	5.974	(141)	2,4%
Costo de venta primo	(5.046)	(5.096)	50	1,0%
Margen primo total	787	878	(91)	10,4%
<b>MARGEN PRIMO US\$ / Bbl</b>	<b>16,5</b>	<b>18,1</b>	<b>(1,6)</b>	<b>8,8%</b>

El margen para la gasolina regular en la costa del Golfo de USA resultó ser de 9,5 US\$/bbl respecto del crudo Brent, vs 11,5 US\$/bbl observados entre los meses enero y septiembre 2013 y un deterioro apenas levemente menos severo se observó en el caso del margen del diesel en la costa del Golfo con respecto al crudo Brent, que bajó de 17,9 US\$/bbl a septiembre de 2013 a 14,6 US\$/bbl en enero- septiembre de 2014.

Los ingresos por venta de productos propios alcanzaron a US\$ 5.833 millones, inferiores a los US\$ 5.974 millones (2,4%) de venta de producción propia al 30 de septiembre de 2013. La razón principal de esta disminución en el ingreso es consecuencia de una disminución en el precio de venta que baja desde 124,7 a 121,5 levemente compensado por una mayor colocación de volumen en el mercado, de venta de productos propios desde 7.580,8 Mm<sup>3</sup> vendidos al 30 de septiembre del 2013 a 7.639,3 Mm<sup>3</sup> al mismo período del presente año.

Al 30 de septiembre de 2014 y 2013 el comportamiento mensual de los precios menos el costo de materia prima de la producción propia vendida, medido en US\$/Bbl, disminuyó en 1,6 US\$/Bbl, equivalente a un 8,8%.

Margen Primo - Producción Propia 2014 (US\$/Bbl)										
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	Promedio
Precio de venta	121,5	120,9	124,2	122,5	122,0	123,4	125,5	118,5	114,3	121,4
Costo materia prima	105,4	103,6	105,6	105,5	107,2	108,9	108,7	103,1	96,7	105,0
<b>Margen US\$/Bbl</b>	<b>16,1</b>	<b>17,3</b>	<b>18,6</b>	<b>16,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,5</b>	<b>16,8</b>	<b>15,4</b>	<b>17,6</b>	<b>16,5</b>

Margen Primo - Producción Propia 2013 (US\$/Bbl)										
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	Promedio
Precio de venta	126,1	128,4	131,0	123,3	120,2	117,6	122,6	125,4	127,3	124,6
Costo materia prima	107,8	113,0	107,9	104,4	101,8	101,0	102,7	108,7	111,7	106,6
<b>Margen US\$/Bbl</b>	<b>18,4</b>	<b>15,4</b>	<b>23,1</b>	<b>18,9</b>	<b>18,4</b>	<b>16,6</b>	<b>19,8</b>	<b>16,7</b>	<b>15,6</b>	<b>18,1</b>

#### COSTOS DE VENTAS

Los Costos de ventas al 30 de septiembre de 2014 disminuyeron en US\$ 814 millones respecto al año anterior, representando un 97% del ingreso de venta por actividades ordinarias, lo que se compara negativamente con un 96% a igual período del año anterior:

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
Ratio Costo de venta a Ingresos de actividades	sep-14	%	sep-13	%
Ingresos de actividades ordinarias	7.066	100%	8.013	100%
Costos de ventas	(6.887)	-97%	(7.701)	-96%
<b>Margen bruto</b>	<b>179</b>	<b>3%</b>	<b>312</b>	<b>4%</b>

Tal como se observa en el cuadro adjunto, el costo de venta tuvo una reducción de US\$ 814 millones en los al 30 de septiembre de 2014 respecto igual período de 2013, que se explican principalmente por la disminución neta en los costos por compra de productos importados, diesel y productos refinados. Compensado con el aumento de los costos de compra de gas natural y por el costo de una venta de crudo off-shore realizada durante el semestre.

Con respecto a las importaciones de productos (diesel, LPG y Gasolinas), estas totalizaron 1.175 Mm<sup>3</sup> al 30 de septiembre de 2014, lo cual se compara con los 2.220 Mm<sup>3</sup> del período anterior, esta importante disminución de un 47% se explica por menor demanda de diesel por parte de las empresas termoeléctricas, y una baja en la disponibilidad de LPG proveniente de Argentina – Área Magallanes.

Por otra parte el costo de compra de crudo disminuyó US\$ 55 millones (1,1%) lo que se explica por una baja en el precio del costo promedio de la materia prima que pasó de 106,6 US\$/Bbl al 30 de septiembre de 2013 a 105,0 US\$/Bbl al 30 de septiembre de 2014 compensado levemente por un aumento en los metros cúbicos vendidos desde 7.747,4 Mm<sup>3</sup> al 30 de septiembre de 2013 a 7.762,8 Mm<sup>3</sup> al 30 de septiembre de 2014.

Esto implicó que los costos representen un 97% del ingreso de actividades ordinarias, superior al 96% de igual período del año 2013, esto se traduce en un menor margen bruto para el período 2014.

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
Costo de venta desagregados	sep-14	sep-13	Var. US\$	Var. %
Costos por compra de crudo	(5.046)	(5.096)	50	1,0%
Costos operacionales no crudo	(680)	(735)	55	7,4%
Costos de compra de productos	(774)	(1.664)	890	53,5%
Costo por venta de gas natural	(285)	(206)	(79)	38,3%
<b>Total Costo de venta</b>	<b>(6.887)</b>	<b>(7.701)</b>	<b>814</b>	<b>10,6%</b>

La diferencia de US\$ 55 millones en los costos operacionales no crudo, que al 30 de septiembre de 2014 alcanzaron a US\$ 680 millones de dólares, inferiores a los US\$ 735 millones acumulados al 30 de septiembre de 2013, se explica por menores costos unitarios de consumo de energía que disminuyen en torno al 6%. También afecta la depreciación del peso entre ambos períodos y su efecto en los salarios y otros costos no crudo.

#### **MARGEN BRUTO**

En términos de las variables operativas, a septiembre del presente año, la Enap Refinerías S.A. evidenció un comportamiento similar al que presentó en el período 2013. A pesar de una leve baja en la tasa de utilización promedio de Refinerías desde 76,4% a 76,0%, la línea R&C a septiembre de 2014 logró una mayor producción propia. Destaca la mayor producción de Gasolinas y Diesel. Por otra parte, Enap Refinerías S.A. ha logrado reducir el nivel de inventario de crudos y productos en 7,4% respecto del promedio físico registrado en 2013 en similar periodo, mejorando de esta forma su requerimiento de capital de trabajo.

No obstante lo anterior, los ingresos disminuyeron debido a que el mercado internacional ha presentado un comportamiento marcadamente negativo durante el año, lo que se ha revertido solamente hacia finales del tercer trimestre. Como reflejo de esta situación, el margen para la gasolina regular en la costa del Golfo de USA (referencia para el precio de la gasolina 93) resultó ser de 9,5 US\$/bbl respecto del crudo Brent, vs 11,5 US\$/bbl observados en 2013. En el caso del diesel, la disminución del margen en la costa del Golfo con respecto al crudo Brent fue levemente menos severa, bajando de 17,9 US\$/bbl a septiembre de 2013 a 14,6 US\$/bbl en enero-septiembre de 2014. Por su lado, el margen por venta de gas natural fue significativamente menor a septiembre de 2014 respecto a igual período de 2013, debido a un mayor costo del gas natural licuado.

#### **VARIACIONES OTROS RUBROS**

Los Costos de distribución corresponden a logística y área comercial destinada directamente a esta función, estos costos ascendieron a US\$ 112 millones lo que representa un 10,4% de disminución respecto al mismo período de 2013. Esta disminución se debe principalmente a menores costos asociados a fletes marítimos, principalmente.

Los Costos financieros, por su parte, tuvieron una disminución de US\$ 10 millones (10,2%) al pasar de US\$ 98 millones acumulado al 30 de septiembre de 2013 a US\$ 88 millones al 30 de septiembre de 2014. Debido a la disminución de US\$ 351 millones en cuenta corriente con la Matriz Enap y a menores saldos de capital de las obligaciones bancarias asociadas a los financiamientos de largo plazo.

La disminución de US\$ 6 millones en gastos de administración, que pasaron de US\$ 19 millones al 30 de septiembre de 2013 a US\$ 13 millones al 30 de septiembre de 2014, se explica por la devaluación del peso chileno respecto del dólar, lo cual afecta principalmente a los costos de personal y a costos el filial de Perú reconocidos durante 2013.

El concepto Diferencia de cambio reflejó una pérdida de US\$ 7 millones al 30 de septiembre de 2014 que se compara con la pérdida de US\$ 20 al 30 de septiembre de 2013 por este mismo concepto. Este valor refleja una compensación entre el costo de las coberturas de cuentas por cobrar y la depreciación del peso chileno que afectó los saldos acreedores del balance. Las coberturas de cuentas por cobrar consisten en contratos forward que permiten fijar el tipo de cambio a futuro, en previsión del riesgo de pérdida por las cuentas por cobrar a clientes, denominadas en pesos.

El rubro Impuesto a la renta reflejó un beneficio de US\$ 19 millones al 30 de septiembre de 2014, lo que se compara con el gasto de US\$ 15 millones a igual periodo de 2013, esta variación se origina principalmente en diferencias permanentes relacionados con la pérdida tributaria de la empresa, además de los efectos asociados a los resultados explicados anteriormente.

### **3.- ANÁLISIS DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CONSOLIDADO**

#### **ACTIVOS**

Al 30 de septiembre de 2014 el total de activos presenta una disminución de US\$ 101 millones (2,4%) con relación al existente al 31 de diciembre de 2013. Esta disminución se genera principalmente por las variaciones experimentadas en los saldos de los siguientes rubros:

- El rubro Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes refleja una disminución de US\$ 151 millones (19,7%) con respecto al 31 de diciembre de 2013 principalmente en el rubro Deudores por ventas que disminuyó desde US\$ 748 al 31 de diciembre de 2013 a US\$ 577 millones al 30 de septiembre de 2014. Esta disminución corresponde a una baja en el volumen de ventas físicas equivalentes de septiembre de 2014 respecto a diciembre del 2013 de un 14,9% y por menor precio promedio nominal, estimado a partir de los precios unitarios netos de venta de los meses de septiembre de 2014 y diciembre del 2013 de los productos propios y productos comprados, de un 3,4% (118,3 US\$/Bbl v/s 114,3 US\$/Bbl).

- El rubro Inventarios refleja una disminución de US\$ 84 millones (6,9%) con respecto al 31 de diciembre de 2013. Las principales variaciones son el efecto de:

- El menor valor del Inventario de Crudos para refinación, que disminuye desde US\$ 577,5 millones a US\$ 466,5 millones (19,2%) explicado principalmente por una disminución de los precios internacionales del crudo, que se refleja en el costo unitario, pasando de 107,5 US\$/Bbl en diciembre de 2013 a 94,0 US\$/Bbl (12,6%) al 30 de septiembre de 2014, complementado con el efecto de una disminución en el volumen de inventarios, que baja desde 854,1 Mm3 en diciembre de 2013 a 789,4 Mm3 (7,6%) al 30 de septiembre de 2014,
- Compensado por un mayor valor del Inventario de Productos, que aumenta de US\$ 595,2 millones a US\$ 627,5 millones explicado por un aumento en el volumen de inventario de productos, de 812,1 Mm3 a 869,8 Mm3 (7,1%) ello compensado por un menor precio en el costo unitario de las existencias que disminuye de 116,5 US\$/Bbl a 114,7 US\$/Bbl (1,2%).

El rubro Propiedades, plantas y equipos refleja una disminución de US\$ 91 millones (5,2%) producto menores depreciaciones y menores adiciones comparadas con el cierre al 31 de diciembre de 2013.

Lo anterior se ve compensado principalmente por:

Un aumento de US\$ 113 millones en el rubro Impuestos diferidos principalmente producto de la aplicación de la Reforma Tributaria que modifica el sistema de tributación de la renta e introduce diversos ajustes en el sistema tributario lo que generó un cargo por US\$ 101 millones, y por efecto del aumento del activo diferido asociado a la pérdida tributaria durante el período.

Otros activos corrientes que aumenta desde US\$ 4 millones al 31 de diciembre de 2013 a US\$ 76 millones al 30 de septiembre de 2014 debido principalmente a un aumento en los Otros activos financieros corrientes que aumenta en US\$ 66 millones. correspondientes a una posición activa de los derivados de coberturas y seguros anuales pagados por anticipado.

#### *PASIVOS*

Al 30 de septiembre de 2014 los pasivos en su conjunto disminuyeron en US\$ 259 millones (6,4%) con relación a los pasivos vigentes al 31 de diciembre de 2013. Las principales variaciones corresponden a:

La disminución de las Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por US\$ 451 millones (31,6%) principalmente debido a la disminución de las cuentas proveedores extranjeros y acreedores varios extranjeros por pago de crudo, de los cuales US\$294 millones fueron financiados a través de la cuenta corriente con la Empresa matriz ENAP.

El nivel de los pasivos financieros no corrientes disminuyó en US\$ 59 millones, se descompone de US\$ 44 millones por la amortización de capital de las obligaciones de largo plazo que mantienen las empresas filiales asociados al financiamiento de sus plantas, principalmente con BNP - Paribas, y por la disminución de la cobertura de flujo de caja asociada a las tasas de interés por US\$ 12 millones.



Lo anterior se ve compensado por:

Las cuentas por pagar a entidades relacionadas, corriente que aumenta US\$ 301 millones de US\$ 2.041 millones al 31 de diciembre de 2013 a US\$ 2.342 millones al 30 de septiembre de 2014 (14,7%), donde US\$ 294 millones son con ENAP (cuenta por pagar) a través de su financiamiento operacional entregado a ERSA, para el pago de cuentas por pagar por compras de crudo.

#### ***PATRIMONIO***

El Patrimonio de la Empresa aumentó en US\$ 158 millones (78,6%) al 30 de septiembre de 2014 respecto al 31 de diciembre de 2013, producto del resultado del ejercicio de US\$ -15 millones, más los efectos de la reforma tributaria por US\$ 101 millones los cuales de acuerdo con las disposiciones del Oficio Circular N° 856 de la SVS de fecha 17 de octubre de 2014, se contabilizaron con efecto en resultados acumulados y por US\$72 millones de cambios en otros resultados integrales, que corresponden principalmente al reconocimiento de la utilidad devengada por coberturas de crudo (TSS).

#### **4.- ANÁLISIS DE ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO**

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado al 30 de septiembre de 2014 y 2013, son los siguientes:

El saldo final de Efectivo y de Equivalentes al Efectivo alcanzó US\$ 22 millones al 30 de septiembre de 2014, que se compara con US\$ 34 millones al 30 de septiembre de 2013.

El flujo de efectivo procedente de actividades de operación, tuvo un saldo de US\$ 113 millones al 30 de septiembre de 2014, que se compara con los flujos de efectivo procedentes de actividades de operación de US\$ 134 millones al 30 de septiembre de 2013. Si bien principalmente disminuyeron los cobros procedentes de ventas de bienes y prestación de servicios en US\$ 921 millones, esto se vio compensado por el pago a proveedores por el suministro de bienes y servicios que aumentó en US\$ 779 millones.

El flujo utilizado en actividades de inversión alcanza US\$ 54 millones, que se compara con el flujo de efectivo utilizado de US\$ 62 millones al 30 de septiembre de 2013. El rubro que representó la mayor disminución fue el de compra de propiedades, planta y equipos que lo hizo en US\$ 8 millones respecto a igual período en 2013.

El flujo utilizado en actividades de financiación fue de US\$ 61 millones que se compara con los US\$ 63 millones de flujo de efectivo utilizado en actividades de financiación al 30 de septiembre de 2013.

El detalle de las principales partidas es el siguiente:

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
<b>Estado de Flujo de Efectivo</b>	<b>sep-14</b>	<b>sep-13</b>	<b>Var. US\$</b>	<b>Var. %</b>
Flujos de efectivo procedentes de actividades de operación	113	134	(21)	15,5%
Flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión	(54)	(62)	8	13,0%
Flujos de efectivo utilizados en actividades de financiación	(61)	(64)	3	4,0%
Variación de efectivo y equivalentes al efectivo, antes de los cambios en la tasa de cambio	(2)	8	(10)	127,4%
Variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(2)	1	(3)	343,9%
Variación de efectivo y equivalentes al efectivo	(5)	9	(14)	151,5%
Efectivo y equivalentes al efectivo al inicio del ejercicio	27	25	2	7,0%
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del ejercicio	22	34	(12)	34,9%

## 5.- EBITDA

El EBITDA generado al 30 de septiembre de 2014 alcanzó a US\$ 199 millones, lo que se compara con los US\$ 320 millones del período 2013. La conciliación del EBITDA a partir del margen bruto se presenta a continuación:

<b>EBITDA</b>	<b>sep-14</b>	<b>sep-13</b>	<b>Var. US\$</b>	<b>Var. %</b>
<b>Margen Bruto</b>	<b>179</b>	<b>312</b>	<b>(133)</b>	<b>42,7%</b>
Otros ingresos, por función	15	25	(10)	40,6%
Costos de distribución	(112)	(125)	13	10,7%
Gastos de administración	(14)	(20)	6	31,3%
Otros gastos, por función	(11)	(4)	(8)	201,1%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>57</b>	<b>189</b>	<b>(132)</b>	<b>69,8%</b>
Depreciación	142	131	11	8,4%
<b>EBITDA</b>	<b>199</b>	<b>320</b>	<b>(121)</b>	<b>37,7%</b>

## 6.- ÍNDICES DE RENTABILIDAD Y RESULTADO.

Los principales indicadores financieros de liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad de Enap Refinerías S.A. y filiales, se detallan a continuación:

<b>LIQUIDEZ</b>		<b>sep-14</b>	<b>dic-13</b>	<b>Var.</b>	<b>Var. %</b>
Liquidez Corriente <sup>(1)</sup>	(veces)	0,56	0,56	(0,00)	0,4%
Razón Ácida <sup>(2)</sup>	(veces)	0,23	0,23	0,00	1,1%

<sup>(1)</sup> Liquidez corriente = Activos corrientes / Pasivos corrientes

<sup>(2)</sup> Razón ácida = (Activos corrientes - Inventarios) / Pasivos corrientes

<b>ENDEUDAMIENTO</b>		sep-14	dic-13	Var.	Var. %
Razón de endeudamiento <sup>(1)</sup>	(veces)	10,54	20,09	(9,55)	47,5%
Razón de endeudamiento financiero neto <sup>(2)</sup>	(veces)	0,52	1,67	(1,15)	69,0%
Razón de endeudamiento, corriente <sup>(3)</sup>	(porcentaje)	17,45	21,64	(4,19)	19,4%
Razón de endeudamiento, no corriente <sup>(4)</sup>	(porcentaje)	82,55	78,36	4,19	5,3%
		sep-14	sep-13	Var.	Var. %
Cobertura gastos financieros <sup>(5)</sup>	(veces)	2,2	3,2	(0,97)	30,3%
R.A.I.I.D.A.I.E. <sup>(6)</sup>	(Millones US\$)	195	313	(118)	37,7%

<sup>(1)</sup> Razón de endeudamiento = (Total pasivos corrientes + Total pasivos no corrientes) / Patrimonio total

<sup>(2)</sup> Razón de endeudamiento financiero neto = (Pasivos Financieros - Activos financieros) / Patrimonio total

<sup>(3)</sup> Razón de endeudamiento, corriente = Pasivo financiero corriente / Total pasivos financieros

<sup>(4)</sup> Razón de endeudamiento, no corriente = Pasivo financiero no corriente / Total pasivos financieros

<sup>(5)</sup> Cobertura gastos financieros = R.A.I.I.D.A.I.E. / Costos financieros

<sup>(6)</sup> R.A.I.I.D.A.I.E. = Resultado antes de imptos, intereses, depreciación, amortización e items extraordinarios

<b>ACTIVIDAD</b>					
<b>Activos</b>					
		sep-14	dic-13	Var.	Var. %
Activos totales <sup>(1)</sup>	(Millones US\$)	4.143	4.244	(100)	2,4%
Activos promedio <sup>(2)</sup>	(Millones US\$)	4.193	4.465	(271)	6,1%
<b>Inventarios</b>					
		sep-14	dic-13	Var.	Var. %
Rotación de inventarios <sup>(3)</sup>	(veces)	7,39	7,72	(0,33)	4,3%
Permanencia de inventarios <sup>(4)</sup>	(meses)	1,62	1,55	0,07	4,5%

<sup>(1)</sup> Activos totales = Total activos corrientes y no corrientes

<sup>(2)</sup> Activos promedio = (Activos Totales del período actual + Activos totales año anterior) / 2

<sup>(3)</sup> Rotación de inventarios = Costo de venta últimos doce meses / Inventario promedio últimos doce meses

<sup>(4)</sup> Permanencia de inventarios = Inventario promedio últimos doce meses / Costo de venta últimos doce meses (promedio mensual)

<b>RENTABILIDAD</b>					
		sep-14	dic-13	Var.	Var. %
Rentabilidad de patrimonio promedio <sup>(1)</sup>	(porcentaje)	(1,55)	48,59	indeterminado	
Rentabilidad de activos <sup>(2)</sup>	(porcentaje)	(0,10)	1,81	indeterminado	
Utilidad (pérdida) por acción <sup>(3)</sup>	(US\$)	(0,02)	0,46	(0,49)	105,4%

<sup>(1)</sup> Rentabilidad de patrimonio promedio = Resultado últimos 12 meses / (Patrimonio período actual + Patrimonio período anterior) / 2

<sup>(2)</sup> Rentabilidad de activos = Resultado últimos 12 meses / (Activos Totales período actual + Activos totales período anterior) / 2

<sup>(3)</sup> Utilidad (pérdida) por acción = Resultado últimos 12 meses / Número de acciones

## **7.- DIFERENCIAS ENTRE VALORES ECONÓMICOS Y DE LIBROS DE LOS ACTIVOS.**

Respecto a los principales activos de la Empresa, cabe mencionar lo siguiente:

La Empresa evalúa anualmente el deterioro del valor de los activos, conforme a la metodología establecida, de acuerdo con lo establecido en la NIC 36.

Los activos sobre los cuales aplica la metodología son los siguientes:

- ❖ Activo Fijo
- ❖ Activos Intangibles
- ❖ Inversiones en sociedades Filiales y Asociadas
- ❖ Otros activos no corrientes

La evaluación de deterioro del valor de los activos se realiza a fin de verificar si existe algún indicio que el valor libro sea menor al importe recuperable. Si existe dicho indicio, el valor recuperable del activo se estima para determinar el alcance del deterioro (de haberlo). En caso que el activo no genere flujos de caja que sean independientes de otros activos, la Empresa determina el valor recuperable de la unidad generadora de efectivo a la cual pertenece el activo.

El valor recuperable es el más alto entre el valor justo menos los costos de vender y el valor en uso. Para determinar el valor en uso, se calcula el valor presente de los flujos de caja futuros descontados, a una tasa asociada al activo evaluado. Si el valor recuperable de un activo se estima que es menor que su valor libro, este último disminuye al valor recuperable.

En resumen, los activos se presentan valorizados de acuerdo a las NIIF según lo que se señala en la Nota 3 de los Estados Financieros.

De acuerdo con las normas de la Superintendencia de Valores y Seguros, las inversiones en empresas filiales y coligadas, se valorizan según el método de la participación de las respectivas empresas, según este método, la inversión se registra inicialmente al costo, y es ajustada posteriormente por los cambios posteriores a la adquisición en la parte del inversor, de los activos netos de la participada.

## 8.- SITUACIÓN DE MERCADO.

### Situación de Oferta y Demanda

De acuerdo a estimaciones preliminares del Departamento de Energía de los Estados Unidos (“*Short Term Energy Outlook*”, *Octubre 2014*) el consumo mundial de petróleo alcanzó los 91,2 millones de barriles por día (MM bpd) en el período enero-septiembre de 2014, aumentando 1,0 MM bpd con respecto a igual lapso de 2013. El crecimiento se debió al dinamismo del consumo en las naciones en desarrollo, que subió 1,3 MM bpd, contrastando con la disminución de 300.000 bpd del consumo en la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD), afectada aún por los efectos de la recesión en Europa.

**MERCADO MUNDIAL DE PETRÓLEO 2014 - 2013**  
 (Cifras en millones de barriles diarios)

	<b>Ene-Sep <u>2014</u></b>	<b>Ene-Sep <u>2013</u></b>	<b><u>Variación</u></b>
<b>DEMANDA</b>	<b>91,2</b>	<b>90,2</b>	<b>1,0</b>
OECD	45,6	45,9	-0,3
No-OECD	45,6	44,3	1,3
<b>OFERTA</b>	<b>91,6</b>	<b>89,9</b>	<b>1,7</b>
Norteamérica	20,9	19,1	1,8
Resto No-OPEP	34,9	34,6	0,3
LGN y Condensados OPEP	6,1	6,1	0,0
Crudo OPEP	29,7	30,1	-0,4
<b>VARIACIÓN INVENTARIOS</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	

***Fuente :** Departamento de Energía, EE.UU., "Short Term Energy Outlook October 2014"*

Según la misma fuente, la oferta mundial de petróleo fue de 91,6 MM bpd en enero-septiembre de 2014 creciendo en 1,7 MM bpd en relación al nivel observado en enero-septiembre de 2013. Destaca aquí el crecimiento de la oferta en Norteamérica (+1,8 MM bpd), gracias al desarrollo de la producción de petróleo no convencional (*tight oil*) en Estados Unidos, que compensó con creces la disminución de la producción de petróleo crudo de la OPEP (-400.000 bpd). Es esta última baja incidió principalmente la gran caída de la producción en Libia (-700.000 bpd), que no logró ser compensada por los aumentos de la producción de Arabia Saudita, Irak e Irán.

El exceso de producción sobre consumo en el primer semestre de 2014 se tradujo así en una acumulación de inventarios de 400.000 bpd a nivel mundial.

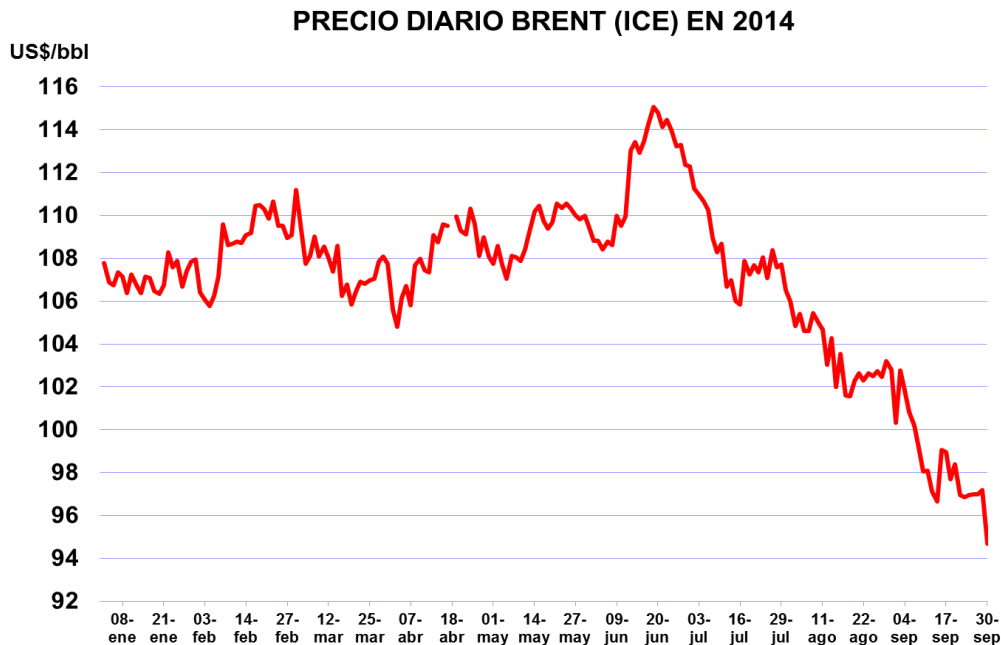
#### Precio del Petróleo Crudo

Durante el período enero-septiembre de 2014, el precio del petróleo crudo marcador mundial Brent registró un promedio de 107,0 dólares por barril (US\$/bbl) en la Bolsa Intercontinental de Londres, menor en 1,4% con respecto al promedio registrado en igual lapso de 2013 (108,5 US\$/bbl).

El menor precio del petróleo crudo en enero-septiembre de 2014, comparado con el nivel en 2013, se debió al vigoroso aumento de la producción mientras que el crecimiento de la demanda se fue debilitando a medida que se avanzaba en el año, con una economía china mostrando indicadores de una desaceleración más rápida de lo previsto mientras que en Europa la tónica era de estancamiento de la actividad económica, si bien se logró alejar el espectro de un colapso financiero de la eurozona.

Así, el aumento de la oferta de petróleo superó el crecimiento de la demanda en el periodo enero-septiembre de 2014, acumulándose inventarios al ritmo de 400.000 bpd, los que comenzaron a reponer los niveles muy

deprimidos de fines de 2013 luego del colapso de la producción de petróleo de Libia en el segundo semestre de ese año. El precio se movió en una banda 106-110 US\$/bbl hasta mediados de junio, cuando la irrupción desde Siria de una radical milicia armada islamista, el Estado Islámico, que logró rápidos avances conquistando parte importante del norte de Irak, hizo escalar el precio hasta superar los 115 US\$/bbl, ante la perspectiva de un colapso del gobierno de Irak.



Sin embargo hacia mediados de julio, contenido el avance arrollador del Estado Islámico, con inventarios creciendo sostenidamente y con las expectativas económicas más pesimistas debido a la desaceleración de China y el estancamiento de Europa, comenzó a debilitarse el precio, invirtiendo de ascendente a descendente su tendencia dominante. En agosto y septiembre, importantes aumentos de la producción en Nigeria, Libia y Angola agudizaron la tendencia declinante del precio del Brent, que terminó el periodo que se reseña a 94,7 US\$/bbl, 14,6% menos que al cierre de 2013.

#### Precio de los Productos en la Costa del Golfo

En el mercado internacional de la Costa estadounidense del Golfo de México (Costa del Golfo, en adelante), los precios de los distintos combustibles disminuyeron en el período enero-septiembre de 2014 en relación a igual período de 2013, siguiendo la pauta declinante del precio del crudo Brent, aunque las bajas de precios fueron proporcionalmente mayores lo que se tradujo en márgenes de refinación más bajos en relación a enero-septiembre del año pasado.

Durante el período que se reseña el precio de la gasolina promedió 116,6 US\$/bbl, bajando así en 1,7% con respecto a igual período de 2013. La prohibición de exportar la producción de crudo estadounidense les permitió a las refinerías de la Costa del Golfo contar con materia prima local a menor costo y operar a una

alta tasa de ocupación de su capacidad, incrementando substancialmente la oferta de gasolina a pesar de un menor margen con respecto al precio del Brent.

En el caso del precio del diesel, el promedio de enero-septiembre 2014 fue 121,4 US\$/bbl, esto es, 3,5% menor al promedio comparable del año pasado. Además de la alta producción de las refinerías de la Costa del Golfo, nuevas refinerías y ampliaciones en Rusia y el Asia Pacífico aumentaron la oferta de diesel a nivel mundial lo que hizo caer el precio de este producto, debilitado además por el feble desempeño de la economía europea, su mayor mercado.

Por su parte, el precio del fuel oil N° 6 registró un promedio de 89,6 US\$/bbl durante enero-septiembre de 2014, con una baja de 4,2% con respecto al mismo período de 2013. El precio cayó fuertemente, en relación al año pasado debido a una reducción del consumo en transporte marítimo, por menores importaciones de petróleo de Estados Unidos y por crecientes restricciones a su consumo en algunas zonas costeras en Norteamérica y Europa, mientras que las altas tasas de refinación en Estados Unidos incrementaron la oferta.

## **9.- ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO.**

ENAP Refinerías S.A. participa en la refinación, transporte, almacenamiento y comercialización de los productos derivados del petróleo. ENAP Refinerías S.A. lidera el abastecimiento del mercado nacional con una participación de mercado que históricamente ha fluctuado entre el 70-80%.

La Empresa accede al mercado internacional para el suministro de petróleo crudo y productos, situación que le permite asegurar el abastecimiento y el cumplimiento de sus compromisos comerciales. El abastecimiento de petróleo crudo de ENAP Refinerías se obtiene mayoritariamente de Sudamérica y el Mar del Norte, siendo los principales proveedores Brasil, Colombia, Ecuador, Argentina y el Reino Unido. Las refinerías de la compañía cuentan con las instalaciones necesarias para la recepción y el almacenamiento de esta materia prima. En cuanto al origen de las importaciones de productos refinados, durante el último año éstos provinieron principalmente de los Estados Unidos.

El negocio de ENAP Refinerías S.A. consiste principalmente en la compra de crudos en el mercado internacional para su refinación y posterior venta de los productos así elaborados en el mercado doméstico, de acuerdo a su política de precios de paridad de importación. El margen de refinación se encuentra afecto a la fluctuación de los precios internacionales del petróleo crudo, de los productos refinados y al diferencial entre ambos (margen internacional o “crack”). Considerando un nivel de refinación promedio de 72 millones de bbl al año, una variación de US\$ 1 / bbl en el crack tendría, ceteris paribus, un impacto en resultados de US\$ 72 millones en una dirección u otra.

Como estrategia central para enfrentar el riesgo de variación del margen de refinación, ENAP ha orientado sus inversiones al incremento de su flexibilidad productiva y de la calidad de sus productos. Hasta ahora no se han contratado derivados financieros para fijar el margen de refinación, pero se están monitoreando permanentemente los niveles de precio ofrecidos por el mercado.

Los riesgos relevantes para el negocio están esencialmente en el margen de refinación y en las fluctuaciones de precios en los mercados internacionales de crudo y productos, debido al tiempo que transcurre entre el

momento de la compra (embarque) de los crudos y la venta de los productos refinados a partir de éstos, para lo cual se efectúan coberturas del tipo Time Spread Swaps. Dichas estrategias de cobertura son complementadas con el uso de contratos de venta swap de productos refinados. Dada la alta volatilidad del precio del crudo, la administración ha continuado con la política de contratación de coberturas que permitieran minimizar el impacto de eventuales bajas repentinas y significativas en el precio del crudo, considerando el ciclo del negocio de refinación, por el desfase entre los precios de venta de los productos y el costo del crudo refinado. No obstante lo anterior es importante mencionar que estos instrumentos por su naturaleza y forma de operar, protegen de las variaciones de precios del crudo, pero no aseguran en un 100% la eliminación de efectos en resultados producto de la volatilidad en la compra de materia prima.

Adicionalmente, la compañía ha efectuado operaciones del tipo Swap de Diferencial, el cual tiene por objetivo fijar el precio de aquellos embarques indexados a los marcadores WTI ó DTD al marcador Brent. En cada licitación de compra de petróleo crudo, la decisión de comprar una u otra alternativa ofrecida se toma en base a un modelo de optimización que toma en cuenta, entre otras variables, un margen de refinación proyectado sobre el marcador Brent. Por lo anterior, al adjudicar una licitación de petróleo crudo a una oferta denominada en marcador WTI ó DTD es de relevancia asegurar que el diferencial entre el dicho marcador y el Brent en el momento que se tomó la decisión de compra no se deteriore en forma significativa, con el fin de mantener el criterio de optimización que primó al momento de adjudicar la compra de dicho crudo.

El tipo de cambio es otro de los factores de riesgo del negocio debido a que parte importante de los ingresos son en pesos y los pasivos en dólares. Este factor se ve minimizado por la política de cobertura de tipo de cambio de cuentas por cobrar y de precios de productos basada en la paridad de importación indexada en dólares, situación que se analiza en forma periódica para mantener una posición competitiva, considerando la libertad de precios y de importación que existe en Chile.

El valor razonable, de los contratos forward de moneda, es calculado tomando como referencia a los tipos de cambio forward actuales de contratos con similares perfiles de vencimiento. El valor razonable del swap de diferencial, es calculado utilizando las tablas de contratos de futuros de los marcadores relevantes (WTI Nymex, DTD Brent o ICE Brent).

## **10.- RIESGOS DEL NEGOCIO.**

ENAP Refinerías a través de su matriz ENAP, adoptó en diciembre de 2012 un Modelo de Gestión Integral de Riesgos, basado en estándares internacionales y las mejores prácticas en la materia. El modelo se sustenta en una política corporativa que apunta a fortalecer la gestión estratégica, y una metodología que asegura que los riesgos críticos sean identificados, evaluados y mitigados, en forma consistente y sistemática.

La gestión integral de riesgos se aplica en todas las líneas, unidades de negocio, áreas y procesos del grupo empresarial. Comienza en el primer nivel de la organización y se aplica en todos los ámbitos de gestión. Comprende todos los riesgos críticos, sean estos estratégicos, operacionales, de cumplimiento y de reportabilidad y financieros, que puedan afectar la visión, misión y el plan estratégico de negocios de ENAP y sus filiales.



---

Dentro de los principales riesgos financieros que se están gestionando, se mencionan: las pérdidas por variaciones significativas en la tasa de interés, el tipo de cambio, y los relacionados al inadecuado traspaso de riesgos en temas de seguros patrimoniales.

En los ámbitos de Cumplimiento, se están gestionando riesgos relacionados a la cultura ética de la empresa y las buenas prácticas, además de riesgos relacionados a la inexistencia y/o falta de actualización de normativa interna de la empresa.

En los ámbitos Legales, se mencionan riesgos asociados a la gestión de juicios y a conflictos relacionados a la redacción ambigua de cláusulas contractuales, como también aquellos riesgos asociados al incumplimiento de normativa legal y reglamentaria que pueda afectar las operaciones y contratos en curso.

En el ámbito operacional se están gestionando, entre otros, aquellos riesgos relacionados a escapes, vertidos y/o fugas de hidrocarburos, ya sean líquidos y/o gaseosos, tanto en tierra, como en mar o ríos; como también aquellos riesgos relacionados al daño y/o lesión a las personas, las inflamaciones, incendios y explosiones, por último los vinculados a ruidos y emisiones de material particulado.

Dentro de la metodología establecida, el Comité de Auditoría de la empresa matriz es la instancia encargada de hacer seguimiento periódico al cumplimiento de los compromisos asumidos por la administración, en relación a la implementación de las medidas tendientes a mitigar los riesgos detectados.