



## **ENAP Y FILIALES**

Análisis razonado al estado de situación financiera consolidado intermedio al 30 de septiembre de 2011 y 31 de diciembre de 2010



## **EMPRESA NACIONAL DEL PETROLEO Y FILIALES**

### **ANALISIS RAZONADO DEL ESTADO FINANCIERO CONSOLIDADO INTERMEDIO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2011.**

El presente análisis evalúa el Estado de Situación Financiera Clasificado intermedio al 30 de septiembre de 2011 y 31 de diciembre de 2010, y el Estado de Resultados Integrales por los ejercicios concluidos al 30 de septiembre de 2011 y 2010 de la Empresa Nacional del Petróleo (“ENAP”) a nivel consolidado.

A pesar de la crisis internacional y la caída de los márgenes de refinación, el resultado al tercer trimestre del año 2011 después de impuesto a la renta y diferido (tasa del 20%) e impuesto especial del 40%, fue una utilidad US\$ 29 millones, lo que demuestra el efecto de las medidas adoptadas por la compañía para hacer frente al escenario adverso de la industria.

El total de activos de ENAP, al 30 de septiembre del 2011, ascendió a US\$ 6.182 millones, cifra superior en un 7,8% a los US\$ 5.733 millones de activos al 31 de diciembre de 2010. Los pasivos corrientes y no corrientes aumentaron en un 13,2%, pasando de US\$ 5.277 millones al 31 de diciembre de 2010 a US\$ 5.659 millones al 30 de septiembre de 2011.

La rentabilidad del negocio para los nueve meses del ejercicio 2011, medida sobre los activos netos y sobre la base del resultado última línea es de 5,9%. Dicha rentabilidad, al 30 de septiembre de 2010, era de -2,4%. Esta variación refleja el escenario de manejo de costos con que viene operando la compañía desde el segundo semestre del 2010.

El patrimonio total de la Empresa aumentó en un 14,7% pasando de US\$ 456 millones al 31 de diciembre de 2010 a US\$ 523 millones al 30 de septiembre de 2011.

A continuación se analiza la información financiera y marcha del negocio del período indicado.

#### **1.- ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADO**

El Estado de Situación Financiera Clasificado intermedio de ENAP, que compara la posición patrimonial al 30 de septiembre de 2011 y 31 de diciembre de 2010, es la siguiente:

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADO  
(En miles de dólares)

	<u>30.09.2011</u>	<u>31.12.2010</u>
	MUS\$	MUS\$
<b>ACTIVOS</b>		
<b>Activos corrientes</b>		
Efectivo y equivalentes al efectivo	208.517	62.422
Otros activos financieros corrientes	95.642	-
Otros Activos no financieros, corriente	22.782	10.993
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	738.921	882.585
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	110.062	53.658
Inventarios	1.480.437	1.089.615
Activos por impuestos corrientes	134.046	184.017
	<hr/>	<hr/>
Activos no corrientes clasificados como mantenidos para la venta	50.771	23
	<hr/>	<hr/>
Total activos corrientes	<u>2.841.178</u>	<u>2.283.313</u>
<b>Activos no corrientes</b>		
Otros activos financieros no corrientes	18.157	81.341
Otros activos no financieros no corrientes	12.343	12.779
Derechos por cobrar no corrientes	20.099	24.905
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corriente	11.942	11.942
Inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación	137.865	183.727
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.084	3.084
Propiedades, planta y equipo	2.626.487	2.634.479
Propiedad de inversión	2.056	2.061
Activos por impuestos diferidos	508.904	495.757
	<hr/>	<hr/>
Total activos no corrientes	<u>3.340.937</u>	<u>3.450.075</u>
	<hr/>	<hr/>
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<u><u>6.182.115</u></u>	<u><u>5.733.388</u></u>



	<u>30.09.2011</u>	<u>31.12.2010</u>
	MUS\$	MUS\$
<b>PATRIMONIO Y PASIVOS</b>		
<b>PASIVOS</b>		
<b>Pasivos corrientes</b>		
Otros pasivos financieros corrientes	912.376	647.877
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.507.646	1.126.828
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corriente	22.931	17.664
Otras provisiones a corto plazo	29.460	13.346
Pasivos por impuestos corrientes	56.811	82.529
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	38.419	72.833
Otros pasivos no financieros corrientes	825	382
	<hr/>	<hr/>
Total Pasivos corrientes	2.568.468	1.961.459
	<hr/>	<hr/>
<b>Pasivos no corrientes</b>		
Otros pasivos financieros no corrientes	2.611.852	2.818.588
Pasivos no corrientes	7.425	5.850
Otras provisiones a largo plazo	98.281	79.444
Pasivos por impuestos diferidos	267.237	294.710
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	103.459	114.771
Otros pasivos no financieros no corrientes	1.978	2.114
	<hr/>	<hr/>
Total de Pasivos no corrientes	3.090.232	3.315.477
	<hr/>	<hr/>
<b>Total pasivos</b>	<b>5.658.700</b>	<b>5.276.936</b>
	<hr/>	<hr/>
<b>Patrimonio</b>		
Capital emitido	1.232.332	1.232.332
Ganancias (pérdidas) acumuladas	(625.980)	(651.972)
Otras reservas	(95.490)	(135.986)
	<hr/>	<hr/>
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	510.862	444.374
Participaciones no controladoras	12.553	12.078
	<hr/>	<hr/>
<b>Patrimonio total</b>	<b>523.415</b>	<b>456.452</b>
	<hr/>	<hr/>
<b>TOTAL PATRIMONIO Y PASIVOS</b>	<b>6.182.115</b>	<b>5.733.388</b>
	<hr/> <hr/>	<hr/> <hr/>

El incremento del total de activos de US\$ 449 millones (7,8%) con relación al existente al 31 de diciembre de 2010, se genera principalmente por las variaciones experimentadas en los saldos de los siguientes rubros:

<b>Activos corrientes y no corrientes</b> (En millones de dólares)	<b>30.09.2011</b>	<b>31.12.2010</b>	<b>Variación</b>
	<b>MMUS\$</b>	<b>MMUS\$</b>	<b>MMUS\$</b>
Inventarios	1.480	1.090	390
Efectivo y equivalentes al efectivo	209	62	146
Otros activos financieros corrientes	96	-	96
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	739	883	(144)
Otros activos financieros no corrientes	18	81	(63)
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	138	184	(46)

La cuenta de Inventarios, refleja un aumento de US\$ 390 millones respecto al 31 de diciembre de 2010, el cual se explica por un aumento de los Inventarios de Crudos, de US\$ 161,1 millones y por un incremento del Inventario de Productos, de US\$ 210,1 millones. Respecto de la variación de los inventarios de crudo, este se explica por un mayor volumen (18,5%) a consecuencia de una estimación de la actividad de las refinerías para el tercer trimestre mayor a la actividad real del período, situación que se normalizará en el cuarto trimestre. A lo anterior se adiciona un alza de los precios internacionales del crudo de un 26,5% (84,2 US\$/Bbl en diciembre de 2010 a 106,4 US\$/Bbl en septiembre de 2011). La variación del inventario de productos se explica por un alza en el costo unitario de las existencias de un 26,1% (100,0 US\$/Bbl en diciembre 2010 a 126,1 US\$/Bbl en septiembre de 2011), no existiendo variaciones significativas en el volumen de inventario de productos.

El aumento en efectivo y equivalentes de efectivo de US\$ 146 millones se explica por mayor saldo en caja para realizar el pago de cuotas de obligaciones con el público y otros vencimientos los primeros días del mes de Octubre.

Los instrumentos de cobertura, clasificados en el rubro Otros activos financieros corrientes y no corrientes, reflejan al 30 de septiembre de 2011 un incremento de US\$96 millones en la porción corriente, el cual corresponde al registro contable de los valores Mark to Market de las coberturas de crudo (ZCC y TSS) y una disminución en la porción no corriente de US\$ 63 millones correspondiente a la cobertura de moneda (forward de moneda) de los bonos en UF.

El aumento en cuentas por cobrar a entidades relacionadas por US\$ 56 millones, se explica por un aumento en los anticipos realizados a GNL Chile S.A. para la compra de GNL en el mercado exterior por US\$ 46 millones y por otra parte el aumento en la prestación de servicios a Petropower Energía S.A. por US\$10 millones.

La disminución experimentada en el rubro Deudores comerciales por US\$ 144 millones, entre septiembre 2011 y diciembre de 2010, se explica por la disminución de US\$ 119 millones de los deudores por venta, producto de la mejora en los procedimientos de cobranza lo cual se refleja en la disminución del periodo promedio de cobro que bajó de 18,5 días a diciembre 2010 a 17 días a septiembre de 2011, lo cual también estuvo influenciado por una disminución en el volumen de ventas físicas de septiembre del 2011, respecto a diciembre del 2010, que cae en 38,5%. Esto se ve compensado por el alza de precios nominales, estimados a partir de los precios unitarios netos de venta de los meses de septiembre del 2011 y diciembre del 2010, que en promedio suben en 26,6% (124,1 US\$/Bbl v/s 98,0 US\$/Bbl).

Respecto a los deudores varios, éstos experimentaron una disminución de US\$ 54 millones generada principalmente por la disminución de reclamos al seguro, producto de los pagos realizados durante el año.

La disminución en el rubro impuestos por recuperar por US\$ 50 millones, se debe principalmente a recuperación de remanente de IVA Crédito Fiscal por US\$ 29 millones y a la recuperación de impuestos en el extranjero por US\$ 10 millones.

La disminución de US\$ 46 millones del rubro Inversiones, corresponde a la reclasificación (de acuerdo a normas IFRS), al rubro Activos Mantenedos para la Venta de las participaciones en las sociedades Geotérmica del Norte S.A. y Empresa Nacional de Geotermia S.A.

El incremento del total de pasivos (excluido patrimonio) de US\$ 382 millones (7,2%) con relación al existente al 31 de diciembre de 2010, se genera principalmente por las variaciones experimentadas en los saldos de los siguientes rubros:

<b>Pasivos corrientes y no corrientes</b> (En millones de dólares)	<b>30.09.2011</b> <b>MMUS\$</b>	<b>31.12.2010</b> <b>MMUS\$</b>	<b>Variación</b> <b>MMUS\$</b>
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.508	1.127	381
Otros pasivos financieros corrientes	912	648	264
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	38	73	(35)
Otros pasivos financieros no corrientes	2.612	2.819	(207)

El aumento de las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por US\$381 millones, se explica principalmente por mayores compras y al aumento de los precios de los crudos.

El aumento de US\$ 265 millones se explica principalmente por el traspaso de deuda financiera de largo plazo: corto plazo de créditos con Santander por US\$150, HSBC US\$35 millones y BNP US\$50 millones y por un nuevo crédito de corto plazo con BBVA por US\$55 millones, para cubrir pagos a proveedores.

La disminución de US\$35 millones en provisiones corrientes por beneficios a los empleados se explica por menor provisión por US\$22 millones asociada a desvinculaciones realizadas en enero de 2011, y a una menor provisión por participación variable.

La disminución de US\$ 207 millones corresponde a traspasos al corto plazo por US\$321 millones y recepción de US\$ 113 millones de BNP y Societe Generale asociada al proyecto Planta de Alquilación en refinería Aconcagua.

El patrimonio de la empresa experimentó un aumento de US\$ 67 millones (14,7%) en relación al 31 de diciembre de 2010, generado principalmente por la utilidad del ejercicio a septiembre de 2011 por US\$ 29 millones, y adicionalmente por el incremento en rubro Otras reservas producto de los efectos de los instrumentos de cobertura por US\$ 26 millones.

Los principales indicadores financieros de liquidez, endeudamiento y actividad del Grupo ENAP se detallan a continuación:

## Liquidez

La razón de liquidez, disminuyó 0,05 veces entre diciembre de 2010 y septiembre de 2011. Lo anterior se explica principalmente por el aumento de los pasivos corrientes en un 30,9% en comparación al aumento de los activos corrientes de un 24,4%. La razón ácida disminuyó en 0,08 veces al pasar de 0,61 veces a diciembre de 2010 a 0,53 veces al 30 de septiembre de 2011.

			<u>30.09.2011</u>	<u>31.12.2010</u>
Liquidez corriente	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	Veces	1,11	1,16
Razón ácida	$\frac{\text{Fondos disponibles}}{\text{Pasivo corriente}}$	Veces	0,53	0,61

## Endeudamiento

Muestra una leve disminución al 30 septiembre de 2011 en comparación a diciembre de 2010, influenciado por un aumento del patrimonio en 14,7 % en comparación al aumento de los pasivos corrientes y no corrientes en 7,2%.

			<u>30.09.2011</u>	<u>31.12.2010</u>
Razon de Endeudamiento	$\frac{\text{Total Pasivo Exigible}}{\text{Patrimonio}}$	Veces	10,81	11,56
Razon de Endeudamiento Corriente	$\frac{\text{Pasivo financiero corriente}}{\text{Total Pasivos Financieros}}$	Veces	0,26	0,19
Razon de Endeudamiento No Corriente	$\frac{\text{Pasivo financiero no corriente}}{\text{Total Pasivos Financieros}}$	Veces	0,74	0,81

## Actividad

	<u>30.09.2011</u>	<u>31.12.2010</u>
	MUS\$	MUS\$
Activos	6.182.115	5.733.388
Activos Promedio	5.957.752	5.646.570

## Rotación de inventario

			<u>30.09.2011</u>	<u>31.12.2010</u>
Rotación de Invertarios	$\frac{\text{Costo de venta del periodo}}{\text{Inventario Promedio}}$	Veces	8,34	7,34
Permanencia de Inventarios	$\frac{\text{Inventario Promedio}}{\text{Costo de venta del periodo}}$	meses	1,44	1,63

## 2.- ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

La Empresa tuvo un resultado neto consolidado positivo de US\$ 29 millones después de impuesto a la renta e impuesto especial del 40%, en los primeros nueve meses de 2011, lo que se compara positivamente con el resultado acumulado por los nueve meses del 2010, que llegó a –US\$ 8 millones.

### ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

(En miles de dólares)

Estado de Resultados Ganancia (pérdida)	30.09.2011	30.09.2010
	MUS\$	MUS\$
Ingresos de actividades ordinarias	8.281.912	6.001.133
Costos de ventas	(8.034.392)	(5.918.934)
Ganancia bruta	<u>247.520</u>	<u>82.199</u>
Otros Ingresos, por función	25.371	27.687
Gasto de administración	(66.237)	(60.256)
Otros gastos, por función	(56.393)	(29.850)
Otras ganancias (pérdidas)	20.263	21.025
Ingresos financieros	3.243	3.319
Costos financieros	(139.176)	(127.917)
Participación en las ganancias y (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	28.040	16.272
Diferencias de cambio	(40.815)	51.609
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	<u>21.816</u>	<u>(15.912)</u>
Gasto por impuesto a las ganancias	<u>7.581</u>	<u>7.970</u>
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	<u>29.397</u>	<u>(7.942)</u>
Ganancia (pérdida) de operaciones discontinuadas	<u>-</u>	<u>-</u>
Ganancia (pérdida)	<u>29.397</u>	<u>(7.942)</u>
<b>Ganancia (pérdida), atribuible a</b>		
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	28.103	(14.962)
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	<u>1.294</u>	<u>7.020</u>
Ganancia (pérdida)	<u>29.397</u>	<u>(7.942)</u>

( 1 ) Total de impuestos (tasa del 20% para el 2011 y 17% en 2010 y tasa según DL 2398 del 40% para ambos periodos)



El resultado última línea, aplicados los impuestos a los cuales está afecta la empresa, se desglosa en el siguiente cuadro:

	30.09.2011		30.09.2010	
	MUS\$	MUS\$	MUS\$	MUS\$
<b>GANANCIA (PÉRDIDA)</b>				
<b>Resultados antes de impuestos</b>		<b>21.816</b>		<b>(15.912)</b>
Impuesto a la renta		<u>(10.828)</u>		<u>14.458</u>
Impuesto a la renta (20% en 2011 y 17% en 2010)	(9.906)		(1.110)	
Impuestos diferidos	13.396		26.494	
Impuestos pagados en el exterior	(14.318)		(10.926)	
Resultado después de impuesto a la renta		<u>10.988</u>		<u>(1.454)</u>
Impuesto especial, D.L. 2398 - Tasa 40%		<u>18.409</u>		<u>(6.488)</u>
Impuesto a la renta (40%)	(17.590)		(12.683)	
Impuestos diferidos (40%)	35.999		6.195	
<b>GANANCIA (PÉRDIDA)</b>		<b><u>29.397</u></b>		<b><u>(7.942)</u></b>

Las principales variaciones del estado de resultado son las siguientes:

(en millones de US\$)	30.09.2011	30.09.2010	Variación
	US\$	US\$	US\$
Ingresos de actividades ordinarias	8.282	6.001	2.281
Costos de Ventas	(8.034)	(5.919)	(2.115)
Ganancia Bruta	248	82	165
Otros Gastos, por función	(56)	(30)	(27)
Costos Financieros	(139)	(128)	(11)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	28	16	12
Otras ganancias (pérdidas)	20	21	(1)
Diferencia de cambio	(41)	52	(92)

### Ingresos de Actividades Ordinarias

Los ingresos ordinarios acumulados a septiembre de 2011 alcanzaron a US\$ 8.282 millones, superiores a los US\$ 6.001 millones a similar periodo del año 2010, lo que se explica fundamentalmente por el aumento en el precio de venta promedio del total de productos vendidos, que sube desde 88,1 US\$/Bbl a 122,6 US\$/Bbl (39,1%) compensado por una disminución en el volumen de ventas que baja desde 10.044,8 Mm<sup>3</sup> a 9.499,8 Mm<sup>3</sup> (-5,4%).

Los ingresos por venta de productos propios alcanzaron a 5.945,5 MMUS\$, superiores a los 3.588,3 MMUS\$ (65,7%) acumulados al tercer trimestre del año anterior, lo que se explica por el aumento en el precio de venta promedio, que sube desde 87,4 US\$/Bbl a 122,4 US\$/Bbl (40,1%) a lo que se agrega el aumento en el volumen de ventas que sube desde 6.530,5 Mm<sup>3</sup> a 7.721,3 Mm<sup>3</sup> (18,2%).

La mayor parte del aumento de venta de producción propia se explica por el crecimiento del 34,0% en el volumen de ventas de diesel, 16,4% en gasolinas, 19,2% en LPG, 13,9 % en kerosenes y 75,3% en productos industriales, compensado lo anterior con una disminución del 11,6% en petróleos combustibles. Cabe acotar que la base de comparación en el volumen de ventas de producción propia refleja los efectos de la paralización de las refinerías, como consecuencia de los daños en las plantas productivas, generado por el terremoto del 27 de febrero del 2010.

Sobre la base del menor valor de venta del Gas en la décima segunda región en comparación al resto del país, ENAP muestra en su estado de resultado al 30 de septiembre de 2011, un menor ingreso que la administración ha estimado en US\$90 millones aproximadamente.

### **Costos de ventas**

Los costos de ventas de la Empresa se muestran desagregados en el siguiente cuadro:

(en millones de US\$)	30.09.2011	30.09.2010	Variación
	US\$	US\$	US\$
Costo productos propios	(5.296)	(3.320)	(1.976)
Costos operacionales	(810)	(578)	(232)
Costos productos importados	(1.928)	(2.021)	93
Total Costo de venta	(8.034)	(5.919)	(2.115)

Los costos de la materia prima de los productos propios vendidos ascendieron a US\$ 5.296 millones, superiores a los US\$ 3.320 millones acumulados a septiembre de 2010. Lo anterior se explica por el alza en el costo promedio de la materia prima, que sube desde 77,8 US\$/Bbl a 106,1 US\$/Bbl (36,3%) a lo que se agrega el aumento de un 18,2% en el volumen de ventas.

El aumento de US\$ 232 millones en los costos operacionales, no crudo, entre septiembre de 2010 y 2011, se explica fundamentalmente por un aumento en los costos de energía.

El volumen total de venta disminuyó en el año 2011 un 5,4% respecto del año 2010, desde 10.044,8 Mm<sup>3</sup> a 9.499,8 Mm<sup>3</sup>. De estas, la venta de productos propios representó un 81,3% en el año 2011 comparado con un año 65,0% en el año 2010.

### **Ganancia Bruta**

Previo a comentar la ganancia bruta, definido como la diferencia entre el total de los ingresos de actividades ordinarias y el costo de ventas, es necesario mencionar que el periodo que transcurre entre la compra del crudo, su transporte hasta las refinerías, su transformación en productos refinados y su venta, toma entre 45 y 75 días, dependiendo del origen geográfico del crudo.

Dado que los precios de los productos refinados que vende ENAP (tanto en el mercado local como a través de sus exportaciones) reflejan la paridad de importación de la Costa del Golfo, es decir, precios de mercado, con un desfase de sólo 20 días, una tendencia a la baja en los precios internacionales, en un periodo de entre 45 y 75 días, puede representar pérdidas, ya que en dicha circunstancia, la Empresa compra crudos a precios altos y vende productos a precios más bajos. La situación inversa ocurre con tendencias al alza en los precios internacionales durante periodos similares.

El aumento del margen operacional de US\$ 165 millones entre septiembre de 2011 y septiembre de 2010, se explica, principalmente por el comportamiento de los márgenes internacionales durante el primer semestre del presente año en comparación con lo registrado a septiembre del año 2010. No obstante lo anterior, a partir del mes de julio 2011, se comienza a ver un deterioro sostenido de los márgenes internacionales de refinación, lo que generó que la empresa adoptara medidas urgentes de contención de costos para hacer frente a esta situación.

Lo anterior se refleja en el aumento experimentado en los márgenes de contribución del negocio que aumentaron de 2,3% al 30 de septiembre de 2010 a 4,3% al 30 de septiembre de 2011.

El comportamiento mensual de los precios, costos de materia prima y margen primo unitario (en US\$/Bbl) de los productos propios vendidos, para ambos periodos, es el siguiente:

	Ene-10	Feb-10	Mar-10	Abr-10	May-10	Jun-10	Jul-10	Ago-10	Sep-10	Promedio
US\$/Bbl										
Precio	85,0	86,8	88,0	88,3	91,1	85,7	87,6	88,2	87,1	87,5
Costo	73,5	79,0	82,5	80,7	76,4	70,2	81,2	79,3	79,5	78,0
Margen	11,5	7,8	5,5	7,6	14,7	15,5	6,4	8,8	7,6	8,3

	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Jul-11	Ago-11	Sep-11	Promedio
US\$/Bbl										
Precio	105,4	111,7	121,3	127,6	132,6	125,9	127,5	126,6	124,7	122,6
Costo	88,4	93,0	102,6	106,5	111,4	114,7	118,2	109,9	112,4	106,3
Margen	17,0	18,7	18,7	21,0	21,2	11,2	9,3	16,7	12,3	18,1

### **Variaciones otros rubros**

Los costos financieros tuvieron un incremento de US\$ 11,3 millones entre el al 30 de septiembre de 2011 y respecto el mismo período de 2010. Dicho incremento obedece al mayor nivel de pasivos promedio que debió enfrentar la compañía a consecuencia del incremento en los precios internacionales de crudos y productos refinados.

El aumento en las participaciones en ganancias de asociadas por US\$ 10 millones, se explica por el reconocimiento de las utilidades provenientes de las inversiones en las sociedades: GNL Quintero S.A., Petropower Energía Ltda. y Primax S.A.

La pérdida en la diferencia de cambio por US\$ 41 millones al 30 de septiembre de 2011, se explica por los activos cuya moneda de origen son pesos chilenos. El principal rubro, es impuestos por recuperar, que se vio afectado por la diferencia de cambio de la cuenta IVA crédito fiscal, generándose una

pérdida de US\$25 millones. Otro factor que influye, es que hasta septiembre, las coberturas se liquidaban contra el tipo de cambio de la fecha de vencimiento y no contra los niveles diarios o promedios de éste.

Los principales indicadores financieros relativos a rentabilidad y utilidad son los siguientes:

			<u>30.09.2011</u>	<u>30.09.2010</u>
Cobertura Gastos financieros	$\frac{\text{R.A.I.I.D.A.I.E.}}{\text{Gastos Financieros}}$	veces	2,8	1,7
EBITDA		MUS\$	391.100	220.200
			<u>30.09.2011</u>	<u>30.09.2010</u>
Rentabilidad de Patrimonio (1) promedio	$\frac{\text{Utilidad (pérdida) del ejercicio}}{\text{Patrimonio promedio}}$	%	5,9%	-1,8%
Rentabilidad de Activos promedio	$\frac{\text{Utilidad o pérdida del ejercicio}}{\text{Activos promedio}}$	%	0,5%	-0,1%

( 1 ) Las principales causas en la variación de este indicador, se explican por el resultado a septiembre de 2011 fue utilidad de US\$ 29 millones en comparación a septiembre de 2010 que fue una pérdida de US\$ 8 millones, esto sumado al aumento del patrimonio promedio a septiembre de 2011 en comparación a septiembre de 2010 como consecuencia de los resultados acumulados a dichas fechas y los efectos en patrimonio de los instrumentos de cobertura.

### 3.- FLUJO DE EFECTIVO.

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado al 30 de septiembre de 2011 y 2010, son los siguientes:

#### ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (En miles de dólares)

	30.09.2011 MUS\$	30.09.2010 MUS\$
<b>Estado de Flujos de Efectivo Directo</b>		
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación</b>		
Clases de cobros por actividades de operación		
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	12.300.466	7.989.235
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas	62.750	-
Otros cobros (pagos) por actividades de operación	150.811	7.539
Clases de pagos		
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(10.596.694)	(7.067.489)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(263.714)	(166.480)
Otros pagos por actividades de operación	(1.279.104)	(713.340)
Dividendos pagados	(990)	-
Dividendos recibidos	4.433	5.864
Intereses pagados	(12.456)	(32.521)
Intereses recibidos	2.223	102
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	10.682	24.237
Otras entradas (salidas) de efectivo	6.722	12.401
	<u>385.129</u>	<u>59.548</u>
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación		
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión</b>		
Flujos de efectivo utilizados en la compra de participaciones no controladoras		(22.549)
Préstamos a entidades relacionadas	(5.600)	(6.000)
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo		3.754
Compras de propiedades, planta y equipo	(298.171)	(298.098)
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	12.000	-
Cobros procedentes del reembolso de anticipos y préstamos concedidos a terceros	3.855	(2.070)
Cobros a entidades relacionadas		2.327
Intereses recibidos	197	156
	<u>(287.719)</u>	<u>(322.480)</u>
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión		
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación</b>		
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	102.364	496.325
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	405.689	1.205.717
Préstamos de entidades relacionadas	13.315	-
Pagos de préstamos	(347.658)	(1.381.147)
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	(913)	(2.710)
Dividendos pagados	-	(1.074)
Intereses pagados	(105.912)	(89.508)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(12.909)	33.396
	<u>53.976</u>	<u>260.999</u>
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación		
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	<u>151.386</u>	<u>(1.933)</u>
<b>Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo</b>		
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	(5.291)	(2.186)
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	<u>146.095</u>	<u>(4.119)</u>
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del periodo	<u>62.422</u>	<u>76.812</u>
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del periodo	<u>208.517</u>	<u>72.693</u>

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

Al cierre de los ejercicios terminados al 30 de septiembre de 2011 y 31 de diciembre de 2010, no se aprecian diferencias significativas entre los valores económicos y de libros de los principales activos realizables de la Empresa.

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 participación de las respectivas empresas.

#### **5.- SITUACIÓN DE MERCADO.**

En el período enero-septiembre de 2011, el precio del petróleo crudo marcador internacional West Texas Intermediate (WTI) en la Bolsa Mercantil de Nueva York registró un promedio de US\$ 95,5 por barril, con un alza de 22,9% con respecto al promedio de enero-septiembre de 2010 (US\$ 77,7 por barril).

A lo largo del período enero-septiembre se produjo una creciente desconexión del precio del crudo WTI con el nivel de precios del petróleo crudo en el mercado mundial. El crudo WTI se produce en Texas, se acopia en un gran centro de almacenamiento en Cushing (Oklahoma) y se comercializa en el Medio Oeste de los Estados Unidos, principalmente a los estados de Illinois y Kansas. En los últimos doce meses, se registraron importantes aumentos en la producción no convencional de petróleo en el Medio Oeste, el llamado petróleo de esquisto (“shale oil”), comercializado casi en su totalidad en la zona de Cushing, lo que generó un debilitamiento del precio del WTI debido a la mayor oferta en la zona. Pero a comienzos de este año, hubo otro gran aumento en la oferta de petróleo crudo en el Medio Oeste al entrar en servicios nuevos oleoductos que aumentaron sustancialmente las entregas de crudo canadiense a Cushing, compitiendo directamente con el WTI. Todo esto ha conducido a una depreciación creciente éste, al no contarse con infraestructura suficiente para llevar el exceso de crudo desde el Medio Oeste al gran centro de refinación de la Costa estadounidense del Golfo de México. Como resultado, el precio del WTI ha quedado así desalineado con los precios de los crudos del mercado internacional, los que se transportan, en general, por vía marítima y que no están sujetos a las restricciones logísticas que aquejan a aquél.

Así, aunque el precio del crudo WTI subió junto con el resto del mercado del petróleo, su alza fue mucho menor que la de los crudos en el mercado internacional debido a la situación de sobreoferta local antes detallada. El WTI, que históricamente se transaba con un leve premio con respecto al crudo Brent, el otro gran marcador del mercado de petróleo, ha pasado a ser transado con un descuento con respecto a éste, descuento que superó los 26 US\$/bbl en algunos días del período enero-septiembre. En promedio, durante dicho período, el precio del WTI fue inferior en 16,0 US\$/bbl al precio del crudo Brent.

En consideración a lo anterior es que el crudo Brent ha alcanzado preeminencia como referente mundial único, a medida que se ha agudizado la situación de sobreoferta en el Medio Oeste estadounidense. De acuerdo a este marcador, el aumento del precio mundial del petróleo fue aun más notable que si se considera el WTI: el precio del Brent promedió 111,5 US\$/bbl durante el período enero-septiembre de 2011 en la Bolsa Intercontinental de Londres, con un aumento de 43,1% respecto a igual periodo en 2010 (77,9 US\$/bbl).

El aumento del precio del petróleo se explica por el aumento de la demanda mundial y por dificultades de la oferta de petróleo para crecer al mismo ritmo.

La demanda mundial creció 2,0 millones de barriles por día (MMbpd), de 86,0 MMbpd en el período enero-septiembre 2010, a 88,0 MMbpd en el período enero-septiembre 2011, con el aumento concentrado en los primeros seis meses del año para sufrir un retroceso parcial en el tercer trimestre junto con la desaceleración de la economía mundial.

Del aumento, las naciones más desarrolladas agrupadas en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) representaron sólo 0,2 MMbpd, mientras que China, India, el Medio Oriente y Sudamérica concentraron la casi totalidad de los 1,9 MMbpd restantes.

La oferta global de petróleo creció menos que la demanda, 1,4 MMbpd entre los periodos de comparación, abasteciéndose la diferencia mediante una reducción de los inventarios globales de petróleo, de 0,6 MMbpd. La guerra civil libia y la consiguiente interrupción de la producción y exportaciones de su petróleo de alta calidad fue la principal causa del déficit de oferta. A septiembre, se estimaba en 310 millones de barriles la pérdida acumulada de crudo libio desde febrero pasado, pérdida que se suplió, prácticamente en partes iguales, con mayor producción del Medio Oriente y desacumulando inventarios.

Aunque la comparación interanual muestra un gran aumento de los precios del petróleo, a lo largo período enero-septiembre 2011 pueden distinguirse tres sub-períodos muy marcados: (i) El cuatrimestre enero-abril, en que predominó una tendencia alcista muy pronunciada, que llevó el precio del Brent de 94,8 a 125,9 US\$/bbl (el mayor valor del año, registrado el 29 de abril), con un promedio de 109,7 US\$/bbl. El alza reflejó una vigorosa recuperación económica en los Estados Unidos y un alto crecimiento de las economías emergentes del Asia, por el lado de la demanda, y la insuficiencia de oferta producida por la guerra civil en Libia; (ii) El trimestre mayo-julio, en que el precio cayó bruscamente, del máximo registrado en abril, a un nivel promedio de 115,3 US\$/bbl, debido a la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y el agravamiento de la crisis fiscal de Grecia que produjo una estancamiento en Europa, mientras que al mismo tiempo la falta de crudo libio no alcanzaba a ser compensada por mayor producción de otras fuentes; y (iii) El bimestre agosto-septiembre, en que el precio cayó a un promedio de 109,9 US\$/bbl aunque con grandes fluctuaciones diarias, a medida que la crisis financiera europea seguía sin solución y la economía estadounidense mostraba índices francamente recesivos, reduciendo la demanda.

Los precios de los productos en los mercados internacionales de los Estados Unidos siguieron, en general, las tendencias del precio del crudo Brent en el periodo enero-septiembre 2011, con respecto a igual periodo de 2010, aunque los aumentos fueron porcentualmente menores. En el caso de la gasolina, el precio subió 38,8%, de 86,5 a 120,1 dólares por barril; el precio del diesel subió 41,9%, de 88,3 a 125,3 dólares por barril; y en el caso del fuel oil N° 6, la variación del precio entre los períodos de nueve meses antes indicados, fue de 38,7%, de 68,5 a 95,0 dólares por barril..

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

ENAP participa en la exploración y producción de hidrocarburos y, más adelante en la cadena productiva, en la refinación, transporte, almacenamiento y comercialización de los productos derivados del petróleo. De estas actividades, una parte substancial de las operaciones de la compañía corresponde a la refinación y comercialización de sus productos en Chile, liderando el abastecimiento del mercado nacional con una participación de mercado que históricamente ha fluctuado entre el 70 y el 80%. Asimismo, desde hace algunos años la empresa ha expandido sus actividades a la exportación de estos productos, principalmente a países de América Latina.



ENAP 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 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 del mercado estadounidense de la costa del Golfo de México y Asia.

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, para lo cual se efectúan coberturas del tipo *Time Spread Swaps* con el fin de mitigar el riesgo de variación del valor del petróleo crudo importado entre las fechas de embarque de éste y la fecha estimada de fijación de precio de venta de los productos refinados. 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.

Adicionalmente, a partir de Enero 2011, la compañía ha efectuado operaciones del tipo Refining Crack Swap, los cuales tienen por objetivo fijar el precio relativo de referencia de la canasta de productos de la costa del Golfo de México que son utilizados para la determinación de los precios de venta de los productos refinados por ENAP, en relación al precio del petróleo crudo. Con este tipo de operación se está asegurando recibir un margen de refinación conocido como consecuencia de la venta de su producción de refinados, disminuyendo así el riesgo de variación del precio de los productos refinados de la costa del Golfo de México en relación al costo de los crudos, entre la fecha en que se cierra la compra de los crudos importados y la fecha estimada de fijación de los precios de venta de los productos refinados a partir de los mismos.

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.

En términos de riesgo de tasa de interés, la empresa mantiene una mezcla de deuda financiera a tasa fija (principalmente bonos de largo plazo) y tasa variable (principalmente créditos bilaterales, créditos sindicados, préstamos bancarios de corto plazo y forfaiting). Para mitigar este riesgo ENAP ha ejecutado diversos contratos de derivados de tasa de interés, llevando las obligaciones de largo plazo de tasa variable, principalmente LIBOR más un margen, a tasa fija. Del total de deuda financiera vigente al 30 de septiembre de 2011, considerando los instrumentos de cobertura vigentes a dicha fecha un 16,3% corresponde a deuda con tasa variable no cubierta, representada principalmente por deuda bancaria de corto plazo.

Asimismo, ENAP mantiene una posición en instrumentos derivados del tipo cross currency swap correspondiente a las emisiones de bonos en el mercado nacional realizadas en octubre de 2002 y enero de 2009, para llevar su denominación de UF a dólares de los Estados Unidos y con el fin de mitigar el riesgo a exposición a tipo de cambio. De igual manera en julio de 2005 se contrató un cross currency swap para llevar de UF a dólar el total de los flujos originados por un leasing hipotecario de las oficinas corporativas a un plazo de 13 años con vencimiento el año 2018.