



ENAP Y FILIALES

Análisis Razonado de los estados financieros consolidados
intermedios al 30 de junio de 2011 y 31 de diciembre de 2010



EMPRESA NACIONAL DEL PETROLEO Y FILIALES

ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS AL 30 DE JUNIO DE 2011.

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

El resultado del primer semestre del año 2011 después de impuesto a la renta y diferido (tasa del 20%), fue una utilidad US\$ 65 millones, lo que reafirma la tendencia de recuperación de los resultados del negocio mostrados en los últimos trimestres del 2010 y primer trimestre de 2011, el resultado muestra una variación positiva de US\$ 128 millones respecto de junio de 2010.

El total de activos de ENAP, al 30 de junio del 2011, ascendió a US\$ 6.498 millones, cifra superior en un 13,3% 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\$ 5.974 millones al 30 de junio de 2011.

La rentabilidad del negocio para los primeros seis meses de cada año, medida sobre los activos promedios y sobre la base del resultado después de impuesto a la renta es de 1,1% al 30 de junio de 2011 y de un -1,1% al 30 de junio de 2010 (1,3% y -1,3% para los mismo periodos, medida la rentabilidad sobre resultado última línea)

El patrimonio total de la Empresa aumentó en un 15,2% pasando de US\$ 444 millones al 31 de diciembre de 2010 a US\$ 512 millones al 30 de junio 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 intermedios de ENAP, que compara la posición patrimonial al 30 de junio de 2011 y 31 de diciembre de 2010, es la siguiente:

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADO (En miles de dólares)

ACTIVOS	30-06-11	31-12-10
	MUS\$	MUS\$
Activos corrientes:		
Efectivo y equivalentes al efectivo	288.538	62.422
Otros activos financieros corrientes	8.457	-
Otros activos no financieros corrientes	35.750	10.993
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	811.020	882.585
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	88.174	53.658
Inventarios	1.646.911	1.089.615
Cuentas por cobrar por impuestos	163.703	184.017
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	51.990	23
Total activos corrientes	3.094.543	2.283.313
Activos no corrientes:		
Otros activos financieros no corrientes	84.522	81.341
Otros activos no financieros no corrientes	12.634	12.779
Derechos por cobrar no corrientes	22.530	24.905
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas no corrientes	11.942	11.942
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	142.464	183.727
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.084	3.084
Propiedades, planta y equipo, neto	2.621.326	2.634.479
Propiedades de inversión	2.058	2.061
Activos por impuestos diferidos	503.355	495.757
Total activos no corrientes	3.403.915	3.450.075
TOTAL ACTIVOS	6.498.458	5.733.388

PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	30-06-11	31-12-10
	MUS\$	MUS\$
Pasivos corrientes:		
Otros pasivos financieros	658.181	647.877
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2.047.820	1.126.828
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	20.749	17.664
Otras provisiones	24.951	13.346
Pasivos por impuestos	94.286	82.529
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	36.727	72.833
Otros pasivos no financieros	474	382
Total pasivos corrientes en operación	2.883.188	1.961.459
Pasivos no corrientes:		
Otros pasivos financieros	2.592.729	2.818.588
Pasivos	9.817	5.850
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	-
Otras provisiones	94.693	79.444
Pasivos por impuestos diferidos	278.190	294.710
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	113.260	114.771
Otros pasivos no financieros	1.916	2.114
Total pasivos no corrientes	3.090.605	3.315.477
Total Pasivos	5.973.793	5.276.936
Patrimonio		
Capital emitido	1.232.332	1.232.332
Ganancias (pérdidas) acumuladas	(574.830)	(651.972)
Otras reservas	(145.504)	(135.986)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	511.998	444.374
Participaciones no controladora	12.667	12.078
Total patrimonio neto	524.665	456.452
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	6.498.458	5.733.388

El incremento del total de activos de US\$ 765 millones (13,3%) con relación al existente al 31 de diciembre de 2010, se genera, principalmente, por las variaciones experimentadas en los saldos de las siguientes cuentas:

	30-06-11	31-12-10	Var
	US\$ Mill		
Efectivo y equivalentes al efectivo	289	62	226
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corriente	811	883	(72)
Inventarios	1.647	1.090	557
Inversiones contabilizadas por el metodo de la participaci	142	184	(41)

El aumento del efectivo y equivalente del efectivo por US\$ 226 millones, se explica por mayor saldo en cuenta corriente, producto de pagos de clientes próximo al cierre del mes y por la realización de inversiones financieras de corta maduración por US\$ 97 millones.

Conceptos	30-06-11	31-12-10	Diferencia
Deudores por venta	758.387	775.901	(17.514)
Deudores varios	53.915	107.966	(54.051)
Total			(71.565)

La disminución experimentado en el rubro Deudores comerciales por US\$ 72 millones, entre junio 2011 y diciembre de 2010, se explica por la disminución de US\$ 17 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 bajo de 18,5 días a diciembre 2010 a 17 días a junio de 2011, lo cual también estuvo influenciado por una disminución en el volumen de ventas físicas de junio del 2011, respecto a diciembre del 2010, que cae en 32,5%, lo que se ve compensado por el alza de precios nominales, estimados a partir de los precios unitarios netos de venta de los meses de junio del 2011 y diciembre del 2010, que en promedio suben en 28,4% (125,9 US\$/Bbl v/s 98,0 US\$/Bbl), Respecto a los deudores varios, estos experimentaron una disminución de US\$ 54 millones generado principalmente por la disminución de reclamos al seguro, producto de los pagos realizados durante el año.

La cuenta de Inventarios, refleja un aumento de US\$ 557 millones respecto al 31 de diciembre de 2010, el cual se explica por un aumento de los Inventario de Crudos, de US\$ 387 millones, producto del mayor volumen en un 68%, para cubrir la demanda energética propia del período (Generación Eléctrica) y el alza de los precios internacionales del crudo, que se refleja en la subida del costo unitario, que pasa desde 84,2 US\$/Bbl en diciembre de 2010 a 110,4 US\$/Bbl (31,1%) en junio de 2011. Por otra parte el Inventario de Productos, aumentó US\$ 172 millones en comparación a diciembre de 2010, explicado por el efecto del alza en el costo unitario de las existencias que sube desde 100,0 US\$/Bbl a 135,3 US\$/Bbl, lo anterior compensado por la evolución en el volumen de inventario de productos, que baja desde 994,9 Mm³ a diciembre de 2010 a 906,3 Mm³ junio 2011. Adicionalmente a junio de 2011 producto de la aplicación del criterio contable de valorizar las existencias al menor valor entre el costo de adquisición y/o de producción versus el valor neto de realización, se reconoció un menor valor de US\$4,6 millones con cargo a los resultados operacionales.

La disminución de US\$ 42 millones de los inversiones contabilizadas bajo el método de la participación se explica por el traspaso de las inversiones en Geotermia del Norte y Empresa Nacional de Geotermia S.A., al rubro activo disponible de la venta por US\$ 53 millones, esto debido a la intención de venta que tiene la compañía sobres estos activos, esto fue compensado con la disminución de otras inversiones por US\$ 9 millones.

	30-06-11	31-12-10	Var
	US\$ Mill		
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	2.048	1.127	921
Otros pasivos financieros no corriente	2.593	2.819	(226)

El aumento de las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por US\$921 millones, se explica principalmente mayores compras y al aumento de los precios de los crudos en el presente mes de junio.

La disminución de los otros pasivos financieros no corrientes por US\$ 226 millones, se explica por el traspaso de la deuda financiera (créditos bancarios) del largo al corto plazo por US\$192 millones, los cuales a su vez han sido cancelados, adicionalmente los mark to market de la parte pasiva de la cobertura de tasa de interés disminuyeron en US\$ 10 millones respecto a diciembre de 2010.

El patrimonio de la empresa experimentó un aumento de US\$ 68 millones (14,9%) en relación al 31 de diciembre de 2010, generado principalmente por la utilidad del ejercicio a junio 2011 por US\$ 80 millones, compensado con la pérdida en rubro Otras reservas producto de los efectos de los instrumentos de cobertura por US\$ 9 millones y otros efectos por US\$ 3 millones.

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

Liquidez

La razón de liquidez, disminuyó desde 1,2 veces al 31 de diciembre de 2010 a 1,1 veces al 30 de junio de 2011. Lo anterior se explica principalmente por el aumento de los pasivos corrientes en un (47,0%) en comparación al aumento de los activos corrientes de un (35,5%). La razón ácida disminuyó en 0,1 veces al pasar de 0,6 veces a diciembre de 2010 a 0,5 veces al 30 de junio de 2011.

		Unidad	30-06-11	31-12-10
Liquidez corriente	$\frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$	veces	1,1	1,2
Razón ácida	$\frac{\text{Fondos disponibles}}{\text{Pasivo circulante}}$	veces	0,5	0,6

Endeudamiento¹

Muestra una leve disminución al 30 junio de 2011 de 0,2 veces, en comparación a diciembre 2010, influenciado por un aumento del patrimonio en 14,9 % en comparación al aumento de los pasivos corrientes y no corrientes en 13,2%.

		Unidad	30-06-11	31-12-10
Razón de Endeudamiento	$\frac{\text{Total Pasivo Exigible}}{\text{Patrimonio}}$	veces	11,4	11,6
Razón de Endeudamiento C/P	$\frac{\text{Pasivo financiero Corriente}}{\text{Total Pasivos Financieros}}$	veces	0,2	0,2
Razón de Endeudamiento L/P	$\frac{\text{Pasivo financieros No corriente}}{\text{Total Pasivos}}$	veces	0,8	0,8

Actividad²

	30-06-11	31-12-10
	MUS\$	MUS\$
Activos finales	6.498.458	5.733.388
Activos Promedio	6.115.923	5.646.570

Rotación de inventario³

		Unidad	30-06-11	31-12-10
Rotación de Inventarios	$\frac{\text{Costo de venta del periodo}}{\text{Inventario Promedio}}$	veces	7,6	7,1
Permanencia de Inventarios	$\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de venta del periodo}}$	días	0,1	0,1

¹ La razón de endeudamiento, que representa el compromiso de los recursos propios (patrimonio) con las deudas tanto corrientes como no corrientes

² Para los efectos del presente análisis el nivel de actividad de la empresa se mide por el monto de los activos que administra, así como por la rotación de los inventarios de productos para la venta

³ Con el objeto de comparar periodos equivalentes, para los efectos de estimar la rotación de inventarios y permanencia, se consideró los volúmenes físicos de los ejercicios 2011 y 2010

2.- ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

RESULTADOS DE ENAP 2011/2010

	Acumulado al	
	30-06-11	30-06-10
	US\$ millones	
Ventas	5.433	3.932
Margen bruto	235	92
EBITDA	321	167
Resultado después impuestos del 20% y 17%	65	(63)
Resultado neto después del impuesto del 40% (DL	80	(75)

La Empresa tuvo un resultado neto consolidado positivo de US\$ 80 millones después de impuesto a la renta e impuestos especial del 40%, en el primer semestre de 2011, lo cual reafirma la tendencia del año 2010 y del primer trimestre de este año, en cuanto a la recuperación de los resultados del negocio.

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES
(En miles de dólares)

	30-06-11 MUS\$	30-06-10 MUS\$
Ingresos de actividades ordinarias	5.432.634	3.932.230
Costos de Ventas	<u>(5.197.855)</u>	<u>(3.839.972)</u>
Ganancia Bruta	<u>234.779</u>	<u>92.258</u>
Otros Ingresos, por función	8.386	15.145
Gastos de Administración	(42.374)	(47.278)
Otros Gastos, por función	(37.098)	(37.313)
Otras Ganancias (Pérdidas)	18.808	3.689
Ingresos Financieros	2.532	1.589
Costos Financieros	(96.843)	(82.220)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	20.742	12.665
Diferencias de Cambio	<u>(9.570)</u>	<u>(20.310)</u>
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	<u>99.362</u>	<u>(61.775)</u>
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias (1)	<u>(19.086)</u>	<u>(13.090)</u>
Ganancia (Pérdida) de Actividades Continuas después de Impuesto	<u>80.276</u>	<u>(74.865)</u>
Ganancia (Pérdida) de Operaciones Discontinuas, Neta de Impuesto	-	-
Ganancia (Pérdida)	<u>80.276</u>	<u>(74.865)</u>
Ganancia (Pérdida) Atribuible a Tenedores de Instrumentos de Participación en el Patrimonio Neto de la Controladora e Interes no controlables (Presentación)		
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los propietarios de la controladora	79.242	(78.458)
Ganancia (Pérdida) atribuible a participaciones no controladoras	<u>1.034</u>	<u>3.593</u>
Ganancia (Pérdida)	<u>80.276</u>	<u>(74.865)</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 del Grupo ENAP al 30 de junio de 2011 después de aplicar la tasa de impuesto del 20% arroja un resultado neto de US\$ 65 millones, tal como se detalla en el siguiente cuadro:

	30-06-11	30-06-10
	MUS	MUS
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	99.362	(61.775)
GASTOS POR IMPUESTOS A LAS GANANCIAS	(34.427)	(1.635)
Impuesto (20% en 2011 y 17% en 2010)	(9.775)	7.170
Impuesto Diferido	(11.195)	(1.893)
Impuesto en el exterior	(13.457)	(6.912)
RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTO A LAS GANANCIAS	64.935	(63.410)
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE 40%	64.935	(63.410)
GASTOS POR IMPUESTOS DL 2398	15.341	(11.455)
Impuesto Renta 40%	(12.415)	(6.980)
Impuesto Diferido	27.756	(4.475)
GANANCIA (PÉRDIDA)	80.276	(74.865)
INTERES MINORITARIO	1.034	3.593
RESULTADO FINAL	79.242	(78.458)

Las principales variaciones del estado de resultado son las siguientes:

	30-06-11	30-06-10	Var
	US\$ Mill		
Ingresos de actividades ordinarias	5.433	3.932	1.500
Costos de Ventas	(5.198)	(3.840)	(1.358)
Ganancia Bruta	235	92	143
Costos Financieros	(97)	(82)	(15)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas	21	13	8
Otras ganancias (pérdidas)	19	4	15
Diferencia de cambio	(10)	(20)	11

Ingresos de Explotación

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.

Los ingresos ordinarios acumulados a junio de 2011 alcanzaron a US\$ 5.433 millones, superiores a los US\$ 3.932 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 88,6 US\$/Bbl a 121,4 US\$/Bbl (37,1%) compensado por una disminución en el volumen de ventas que baja desde 6.581,7 Mm³ a 6.523,0 Mm³ (-1,7%).

Los ingresos ordinarios generados por la venta de productos propios tienen el siguiente comportamiento:

Productos Propios	30-06-11	30-06-10	Var
		US\$ Mill	
Ingresos por venta	3.975	2.147	1.828
Costo venta	(3.377)	(1.891)	(1.486)
Margen	598	256	342

Los ingresos por venta de productos propios alcanzaron a US\$ 3.975 millones, superiores a los US\$ 2.147 millones, acumulados a junio del año anterior, lo que se explica por el aumento en el precio de venta promedio, que sube desde 87,2 US\$/Bbl a 120,6 US\$/Bbl, más el aumento del volumen de ventas que sube desde 3.915 Mm³ a 5.241 Mm³.

La mayor parte del aumento de venta de producción propia se explica por el crecimiento del 60,0% en el volumen de ventas de diesel, 29,4% en gasolinas, 26,3% en LPG, 25,1% en kerosenes y 139,1% en productos industriales, compensado lo anterior con una leve disminución del 2,5% 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 generados 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 junio de 2011, un menor ingreso que la administración ha estimado en US\$22 millones aproximadamente.

Costos de venta

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

	30-06-11	30-06-10	Var
	US\$ Mill		
Costo productos propios	(3.379)	(1.891)	(1.488)
Costos operacionales	(542)	(377)	(165)
Costos productos importados	(1.277)	(1.572)	295
Total Costo de venta	(5.198)	(3.840)	(1.358)

Los costos de la materia prima de los productos propios vendidos ascendieron a US\$ 3.379 millones, superiores a los US\$ 1.891 millones acumulados a junio de 2010. Lo anterior se explica por efecto al alza en el costo promedio de la materia prima, que sube desde 76,8 US\$/Bbl a 102,5 US\$/Bbl, mas un aumento del volumen de ventas de un 33,9% como consecuencia del terremoto del año 2010 que afectó el volumen de venta a junio de 2010.

El aumento de US\$ 165 millones en los costos operacionales, no crudo, entre junio 2010 y 2011, se explica fundamentalmente por un aumento en los costos de energía.

La disminución de los productos importados, se explica por la disminución de los volúmenes de compra.

Margen Bruto

El aumento del margen operacional de US\$ 235 millones entre junio 2011 y junio 2010, se explica, principalmente por la amplitud de margen registrada en el mercado internacional, medida por el diferencial entre precios de venta de productos refinados y costo del crudo o materia prima, lo que impacta directamente en el margen de la venta, tanto de productos propios como de importados, que mejoró en comparación con lo registrado el primer semestre del año 2010.

Lo anterior se refleja en el aumento experimentado en los márgenes de contribución del negocio que aumentaron de 2,3% al 30 de junio de 2010 a 4,3% al 30 de junio 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 períodos, es el siguiente:

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

	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Abr-11	May-11	Jun-11	Promedio
US\$/Bbl							
Precio	105,4	111,7	121,3	127,6	132,6	125,9	112,8
Costo	88,4	93,0	102,6	106,5	111,4	114,7	94,7
Margen	17,0	18,7	18,7	21,0	21,2	11,2	18,1

Variaciones otros rubros

Los costos financieros tuvieron un incremento de US\$ 14,6 millones entre el primer semestre de 2011 y el mismo período de 2010. Dicho incremento obedece al mayor nivel de pasivos 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\$ 8 millones, se explica por el reconocimiento de las utilidades provenientes de las inversiones de GNL Quintero S.A., Petropower Energía Ltda y Primax S.A.

El rubro otras ganancias y pérdidas muestra una variación positiva entre el primer semestre de 2011 y el mismo período de 2010, ascendente a US\$ 15 millones, explicado básicamente por el resultado en la venta de parte del negocio de geotermia (US\$ 6,6 millones) y la recuperación de seguros por siniestro de plataforma en Argentina por US\$ 9,7 millones, los que fueron reconocidos durante el presente año, en línea con el proceso de liquidación del siniestro.

La disminución de la diferencia de cambio por US\$ 10 millones, se explica por una disminución del tipo de cambio entre junio 2010 a junio 2011.

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

			30-06-11	30-06-10
Cobertura Gastos financieros	$\frac{\text{R.A.I.I.D.A.I.E.}}{\text{Gastos Financieros}}$	MUS\$	3,3	2,0
EBITDA		MUS\$	321.300	167.400
			30-06-11	30-06-10
Rentabilidad de Patrimonio (1) promedio	$\frac{\text{Utilidad (pérdida) del ejercicio}}{\text{Patrimonio promedio (4)}}$		16,4%	-16,6%
Rentabilidad de Activos promedio	$\frac{\text{Utilidad o pérdida del ejercicio}}{\text{Activos promedio (4)}}$		1,3%	-1,3%

(1) Las principales causas en la variación de este indicador, se explican por el resultado a junio de 2011 fue de US\$ 80 millones (utilidad) en comparación a junio de 2010 que fue de US\$ 75 millones (pérdida), esto sumado al aumento del patrimonio promedio a junio de 2011 en comparación a junio de 2010 como consecuencia de los resultados semestrales y los efectos en patrimonio de los instrumentos de cobertura.

⁴ Los patrimonio y activos promedios fueron calculados sumando el periodo actual y anterior dividido por dos.

3.- FLUJO DE EFECTIVO.

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

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO (En miles de dólares)

	30.06.11	30.06.10
	MUSS	MUSS
Estado de Flujos de Efectivo Directo		
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación		
Clases de cobros por actividades de operación		
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	8.969.875	5.486.582
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas	62.561	-
Otros cobros (pagos) por actividades de operación	96.923	5.887
Clases de pagos		
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(7.455.118)	(4.623.865)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(163.424)	(137.792)
Otros pagos por actividades de operación	(793.711)	(681.580)
Dividendos pagados	(990)	(1.112)
Dividendos recibidos	1.793	3.041
Intereses pagados	(21.866)	(20.531)
Intereses recibidos	483	102
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	(18.035)	(8.305)
Otras entradas (salidas) de efectivo	2.575	1.755
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación	<u>681.066</u>	<u>24.182</u>
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión		
Préstamos a entidades relacionadas	(5.600)	(16.140)
Importes procedentes de la venta de propiedades, planta y equipo	-	19
Compras de propiedades, planta y equipo	(181.422)	(175.944)
Importes procedentes de otros activos a largo plazo	12.000	-
Cobros procedentes del reembolso de anticipos y préstamos concedidos a terceros	1.906	-
Cobros a entidades relacionadas	-	1.022
Intereses recibidos	1.327	109
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	<u>(171.789)</u>	<u>(190.934)</u>
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación		
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	12.585	-
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	-	1.141.222
Total importes procedentes de préstamos	<u>12.585</u>	<u>1.141.222</u>
Préstamos de entidades relacionadas	14.687	-
Pagos de préstamos	(240.773)	(902.906)
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	(975)	(2.259)
Intereses pagados	(64.364)	(55.351)
Otras entradas (salidas) de efectivo	(4.905)	51.053
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	<u>(283.745)</u>	<u>231.759</u>
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	<u>225.532</u>	<u>65.007</u>
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo		
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	584	(7.159)
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	<u>226.116</u>	<u>57.848</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>288.538</u>	<u>134.660</u>

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

Al cierre de los ejercicios al 30 de junio 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 Primer Semestre de 2011, el precio del petróleo crudo marcador de los Estados Unidos, el West Texas Intermediate (WTI), alcanzó un promedio de 98,5 dólares por barril (US\$/bbl) en la Bolsa Mercantil de Nueva York, aumentando así 25,5% con respecto al promedio del Primer Semestre de 2010 (78,5 US\$/bbl).

Durante el semestre se produjo una grave 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 el último año, 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 del Primer Semestre de 2011, la situación de sobre-oferta se agravó al comenzar sus operaciones nuevos oleoductos que aumentaron sustancialmente el flujo de crudo canadiense a Cushing, compitiendo directamente con el WTI. Todo esto deprimió el precio del WTI, 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 quedó así desalineado con la gran mayoría 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, si bien 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 sobreoferta en el Medio Oeste estadounidense. El WTI, que históricamente se transaba con un leve premio con respecto al crudo Brent, el otro gran marcador del mercado de petróleo, empezó a sufrir un descuento con respecto a éste que llegó superar los 20 US\$/bbl en algunos días del semestre. En promedio, durante el semestre el precio del WTI fue inferior en 13,3 US\$/bbl al precio del crudo Brent.

En consideración a lo anterior, es que el crudo Brent fue alcanzando preeminencia como referente mundial único a medida que transcurría el semestre y la situación de sobreoferta en el Medio Oeste estadounidense, lejos de normalizarse, se volvía aun más crítica. De acuerdo a este marcador, el aumento del precio del petróleo fue aun más notable que si se considera el WTI: el precio del Brent promedió 111,8 US\$/bbl durante el Primer Semestre de 2011, con un aumento de 43,5% con respecto al nivel del Primer Semestre de 2010 (77,9 US\$/bbl).

La razón de este fuerte aumento del precio del petróleo fue el vigoroso crecimiento del consumo mundial, que superó durante el semestre el alto nivel alcanzado antes del colapso de la demanda en el cuarto trimestre de 2008, al impactar de lleno la Gran Recesión a la economía estadounidense.

De acuerdo a cifras del Departamento de Energía de los Estados Unidos, comparando el consumo mundial de petróleo del Primer Semestre de 2011 con el de igual período de 2010 se observa un gran crecimiento, de 85,1 a 87,9 millones de barriles por día (MMBPD). Este crecimiento de 2,8 MMBPD estuvo compuesto por un aumento de 0,5 MMBPD en el consumo de los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OECD) y por un aumento de 2,3 MMBPD del resto del mundo, liderados por China, India y América Latina.

La producción mundial, por otra parte, aumentó en 2,1 MMBPD entre el Primer Semestre de 2010 y el Primer Semestre de 2011, de 85,7 a 87,8 MMBPD, abasteciéndose la diferencia mediante desacumulación de inventarios.

Aunque la comparación interanual muestra un gran aumento de los precios del petróleo, a lo largo del Primer Semestre de 2011 pueden distinguirse dos períodos muy marcados: el cuatrimestre enero-abril, en que predominó una tendencia alcista muy pronunciada, seguida del bimestre mayo-junio, en que el precio cayó a un nivel 10 US\$/bbl inferior al de finales del período alcista.

En el cuatrimestre enero-abril el precio se mantuvo en una fuerte pendiente alcista que llevó el precio del Brent desde 98,1 US\$/bbl en enero a 123,5 US\$/bbl en abril. Los factores que impulsaron esta aguda alza fueron la vigorosa demanda mundial, que se mencionó antes, a la vez que las crisis políticas en el norte de África y Medio Oriente impactaron la producción de petróleo. Aunque hubo un primer impacto en enero, con la crisis en Egipto, el efecto mayor se produjo a partir de febrero cuando la oposición civil al régimen del Coronel Gadaffi devino en una guerra civil que redujo la producción de petróleo de Libia de 1,6 a 0,3 millones de barriles diarios. Hasta junio, la pérdida acumulada de producción Libia se estimaba en 190 millones de barriles de petróleo de alta calidad y muy cercano al mercado europeo, los que no lograron ser reemplazados por mayor producción de otros productores integrantes de la OPEP, abasteciéndose el déficit mediante la desacumulación de inventarios en Europa y el Asia-Pacífico.

En el bimestre mayo-junio, se produjo una fuerte corrección a la baja en el nivel de precios del petróleo, promediando 113,6 y 113,8 US\$/bbl el precio del Brent en mayo y junio, respectivamente. A pesar de que persistían los efectos de la guerra civil Libia en

cuanto limitaban el suministro al mercado, a partir de mayo una desaceleración de la recuperación de la economía de los Estados Unidos y el agravamiento de la crisis fiscal de Grecia con su posible contagio sobre otros países mayores de la Eurozona, cambiaron las expectativas del mercado, temiéndose una recaída recesiva mundial. Arabia Saudita y sus aliados en el Consejo de Cooperación del Golfo anunciaron su intención de poner más crudo en el mercado para impedir que el precio del petróleo descarrilara la recuperación económica global.

Aunque Arabia Saudita no logró un acuerdo de la OPEP para aumentar la producción del grupo en la reunión interministerial del 8 de junio, reafirmó su decisión de aumentar los suministros en 1,5 millones de barriles diarios unilateralmente, en conjunto con sus aliados.

Por su parte, en el mercado internacional de la Costa estadounidense del Golfo de México, durante el Primer Semestre de 2011 los precios de los distintos combustibles crecieron en general proporcionalmente menos que el precio del crudo Brent, en relación a los niveles registrados en el Primer Semestre de 2010. Aunque hubo una firme demanda por combustibles en el mercado Asia-Pacífico, liderada por China, la desaceleración en el crecimiento económico de los Estados Unidos en el segundo trimestre, afectando especialmente a la demanda por gasolina, impidieron que los precios internacionales de los combustibles pudieran subir en línea con el precio de los crudos, habida cuenta de que la capacidad de refinación mundial no sufrió las limitaciones que afectaron la producción de petróleo crudo durante el Primer Semestre de 2011.

El precio de la gasolina promedió 119,6 US\$/bbl, aumentando así en 36,2% con respecto al promedio del Primer Semestre de 2010. En el caso del precio del diesel, el promedio del Primer semestre de 2011 fue 124,6 US\$/bbl, esto es, 41,0% superior al promedio del Primer Semestre de 2010. Por su parte, el precio del fuel oil N° 6 registró un promedio de 93,2 US\$/bbl en el Primer Semestre de 2011, con un alza de 34,3% con respecto al Primer Semestre de 2010.

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 Empresa 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 70-80%. 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 refinерías de la Empresa 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 Zero Cost Collar y Three Way Zero Cost Collar 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 junio de 2011, considerando los instrumentos de cobertura vigentes a dicha fecha un 7,2% 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.