



## **ENAP Y FILIALES**

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



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

### **ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS INTERMEDIOS AL 31 DE MARZO DE 2011.**

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

El resultado del primer trimestre del año 2011 después de impuesto a la renta y diferido (tasa del 20%), fue una utilidad US\$ 25 millones, lo que reafirma la tendencia de recuperación de los resultados del negocio mostrado en los último trimestre del 2010. En comparación con marzo de 2011, el resultado muestra una variación positiva de US 106 millones (US\$ 25 millones utilidad versus US\$ 81 millones de pérdida

El total de activos de ENAP, al 31 de marzo del 2011, ascendió a US\$ 6.139 millones, cifra superior en un 7,1% a los US\$ 5.733 millones de activos al 31 de diciembre de 2010. Los pasivos corrientes y no corrientes aumentaron en un 7,3%, pasando de US\$ 5.277 millones al 31 de diciembre de 2010 a US\$ 5.663 millones al 31 de marzo de 2011.

La rentabilidad del negocio medida sobre los activos promedios y sobre la base del resultado después de impuesto a la renta es de 0,4% para el 2011 y de un -1,5% para el 2010 (0,3% y -1,6% para los mismo años, medida la rentabilidad sobre resultado última línea)

El patrimonio total de la compañía aumentó en un 4,5% pasando de US\$ 444 millones al 31 de diciembre de 2010 a US\$ 464 millones al 31 de marzo 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 31 de marzo de 2011 y 31 de diciembre de 2010, es la siguiente:

### ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADO (En miles de dólares)

ACTIVOS	31-03-11	31-12-10
	MUS\$	MUS\$
Activos corrientes:		
Efectivo y equivalentes al efectivo	101.045	62.422
Otros activos financieros corrientes	-	-
Otros activos no financieros corrientes	14.153	10.993
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	938.194	882.585
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas corrientes	67.691	53.658
Inventarios	1.407.672	1.089.615
Cuentas por cobrar por impuestos	194.246	184.017
	-	-
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	5.116	23
Total activos corrientes	2.728.117	2.283.313
Activos no corrientes:		
Otros activos financieros no corrientes	64.511	81.341
Otros activos no financieros no corrientes	13.557	12.779
Derechos por cobrar no corrientes	23.186	24.905
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas no corrientes	11.942	11.942
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	189.208	183.727
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.084	3.084
Propiedades, planta y equipo, neto	2.637.943	2.634.479
Propiedades de inversión	2.059	2.061
Activos por impuestos diferidos	465.529	495.757
Total activos no corrientes	3.411.019	3.450.075
TOTAL ACTIVOS	6.139.136	5.733.388

PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	31-03-11	31-12-10
	MUS\$	MUS\$
Pasivos corrientes:		
Otros pasivos financieros	463.120	647.877
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.792.532	1.126.828
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	16.703	17.664
Otras provisiones	24.577	13.346
Pasivos por impuestos	48.312	82.529
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	49.280	72.833
Otros pasivos no financieros	677	382
Total pasivos corrientes en operación	2.395.201	1.961.459
Pasivos no corrientes:		
Otros pasivos financieros	2.780.709	2.818.588
Pasivos	5.696	5.850
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	-	-
Otras provisiones	84.163	79.444
Pasivos por impuestos diferidos	279.330	294.710
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	115.543	114.771
Otros pasivos no financieros	2.120	2.114
Total pasivos no corrientes	3.267.561	3.315.477
Total Pasivos	5.662.762	5.276.936
Patrimonio		
Capital emitido	1.232.332	1.232.332
Ganancias (pérdidas) acumuladas	(636.341)	(651.972)
Otras reservas	(131.574)	(135.986)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	464.417	444.374
Participaciones no controladora	11.957	12.078
Total patrimonio neto	476.374	456.452
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	6.139.136	5.733.388

El incremento del total de activos de US\$ 406 millones (7,1%) con relación al existente al 31 de diciembre de 2010, se genera, principalmente, por las variaciones experimentadas en los saldos de las siguientes cuentas:

	31-03-11	31-12-10	Var
	US\$ Mill		
Efectivo y equivalentes al efectivo	101	62	39
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corriente:	938	883	55
Inventarios	1.408	1.090	318
Otros activos financieros no corrientes	65	81	(17)
Activos por impuestos diferidos	466	496	(30)

El aumento del efectivo y equivalente del efectivo por US\$ 39 millones, se explica por mayor saldo en cuenta corriente, producto de pagos de clientes de última hora.

Conceptos	31-03-2011	31-12-2010	Diferencia
Deudores por venta	869.393	775.901	93.492
Deudores varios	70.083	107.966	(37.883)
Total			55.609

El aumento experimentado en el rubro Deudores comerciales por US\$ 55 millones, entre marzo 2011 y diciembre de 2010, se explica por un aumento de US\$ 93 millones de los deudores por venta, producto de el alza de precios nominales, estimados a partir de los precios unitarios netos de venta de los meses de marzo del 2011 y diciembre del 2010, que en promedio suben en 23,8% (121,4 US\$/Bbl v/s 98,0 US\$/Bbl) lo que se ve compensado por la disminución en el volumen de ventas físicas equivalentes de marzo del 2011, respecto a diciembre del 2010.

Esto fue compensado con una disminución de los deudores varios por US\$ 38 millones generado principalmente por la disminución de reclamos al seguro por US\$ 38 millones producto de los pagos realizados.

La cuenta de Inventarios, refleja un aumento de US\$ 318 millones respecto al 31 de diciembre de 2010, el cual se explica por un aumento de los Inventario de Crudos, de US\$ 185 millones, producto del aumento del volumen de inventarios, que subió de 610,4 Mm<sup>3</sup> al cierre de 2010 a 798,2 Mm<sup>3</sup> al 31 de marzo 2011 (30,8%), a lo que se agrega el efecto del 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 102,2 US\$/Bbl en marzo de 2011 (21,4%). Por otra parte el Inventario de Productos, aumentó US\$ 132 millones en comparación a diciembre de 2010, explicado principalmente por un aumento la evolución en el volumen de inventario de productos, que sube de 994,9 Mm<sup>3</sup> a 1.087,7 Mm<sup>3</sup> (2,4) , mas un aumento en el costo unitario de las existencias que sube desde 100,0 US\$/Bbl a 117,7 US\$/Bbl (17,7%)

La disminución de los Otros activos financieros no corrientes por US\$ 17 millones entre marzo 2011 y diciembre 2010, se explica por la disminución de los mark to market de la parte activa de los instrumentos de cobertura.

La disminución de los activos por impuestos diferidos por US\$ 30 millones se explica principalmente por la disminución de los activos por impuestos diferidos asociados a los instrumentos de coberturas por US\$ 21 millones y pérdidas fiscales por US\$ 8 millones.

Al 31 de marzo de 2011 el total de los pasivos corrientes y no corrientes (excluido el patrimonio) aumentaron en US\$ 385 millones (7,3%) en comparación al 31 de diciembre de 2010. Las principales variaciones, se muestran en el siguiente cuadro:

	<b>31-03-11</b>	<b>31-12-10</b>	<b>Var</b>
	<b>US\$ Mill</b>		
Otros pasivos financieros	463	648	(185)
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.793	1.127	666
Pasivos por impuestos	48	83	(34)
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	49	73	(24)
Otros pasivos financieros no corriente	2.781	2.819	(38)

La disminución de los otros pasivos financieros por US\$ 185 millones entre marzo 2011 y diciembre 2010, se explica principalmente por pagos parciales y totales por US\$ 150 millones..

El aumento de las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por US\$ 666 millones, se explica principalmente por el aumento de las deudas con proveedores extranjeros producto de un aumento en los precios de compra de crudo y productos derivados.

La disminución de los pasivos por impuestos de US\$ 34 millones entre marzo 2011 y diciembre 2010, se explica por la disminución de impuestos específicos por US\$ 42 millones, compensado con un aumento de los impuestos renta de las filiales en el exterior (Ecuador y Argentina).

La disminución de las provisiones corrientes por beneficios a los empleados por US\$ 24 millones, entre marzo 2011 y diciembre de 2010, se explica por la disminución de la indemnización por años de servicios e incentivos de los funcionarios acogidos al plan de desvinculación por lo pagos realizados durante el trimestre en curso por US\$18 millones, mas la disminución las provisiones asociadas a pago de bonos y vacaciones otros por US\$5 millones.

La disminución de los otros pasivos financieros no corrientes por US\$ 38 millones, se explica por la disminución de las deuda financiera de largo plazo asociada a bonos y créditos bancarios por US\$ 11 y US\$18 millones respectivamente producto de pagos, más la disminución del mark to market de la parte pasiva de la cobertura de tasa de interés por US\$ 9 millones.

El patrimonio de la empresa experimentó un aumento de US\$ 20 millones (4,5%) en relación al 31 de diciembre de 2010, generado principalmente por la utilidad del ejercicio a marzo 2011 por US\$18 millones, mas una disminución de los mark to market de los instrumentos de coberturas por US\$ 2 millones.

Los principales indicadores financieros de liquidez, endeudamiento y actividad de 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 31 de marzo de 2011. Lo anterior se explica principalmente por el aumento de los pasivos corrientes en un (22,1%) en comparación al aumento de los activos corrientes de un (19,5%). La razón ácida se mantuvo en 0,6 veces al igual que en diciembre 2010.

		Unidad	31-03-11	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	0,6	0,6

## Endeudamiento<sup>1</sup>

Muestra un leve incremento al 31 marzo de 2011 de 0,3 veces, en comparación a diciembre 2010, influenciado por un aumento del patrimonio en 4,5% en comparación al aumento de los pasivos corrientes y no corrientes en 7,3%.

		Unidad	31-03-11	31-12-10
Razón de Endeudamiento	$\frac{\text{Total Pasivo Exigible}}{\text{Patrimonio}}$	veces	11,9	11,6
Razón de Endeudamiento C/P	$\frac{\text{Pasivo financiero Corriente}}{\text{Total Pasivos Financieros}}$	veces	0,1	0,2
Razón de Endeudamiento L/P	$\frac{\text{Pasivo financieros No corriente}}{\text{Total Pasivos}}$	veces	0,9	0,8

## Actividad<sup>2</sup>

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

	<b>31-03-11</b>	<b>31-12-10</b>
	<b>MUS\$</b>	<b>MUS\$</b>
Activos finales	6.139.136	5.733.388
Activos Promedio	5.936.262	5.646.570

### Rotación de inventario<sup>3</sup>

		<b>Unidad</b>	<b>31-03-11</b>	<b>31-12-10</b>
Rotación de Inventarios	$\frac{\text{Costo de venta del periodo}}{\text{Inventario Promedio}}$	veces	7,7	7,1
Permanencia de Inventarios	$\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo de venta del periodo}}$	días	0,1	0,1

<sup>2</sup> 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

<sup>3</sup> 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	
	31-03-11	31-03-10
	US\$ millones	
Ventas	2.528	1.937
Margen bruto	125	28
EBITDA	168	60
Resultado después impuestos del 20% y 17%	25	(81)
Resultado neto después del impuesto del 40% (DL	18	(86)

La Empresa tuvo un resultado neto consolidado positivo de US\$ 25 millones en el primer trimestre de 2011, lo cual reafirma la tendencia del año 2010, en cuanto a la recuperación de los resultados del negocio. Esta cifra resulta después de aplicado el impuesto a la renta del 20% y de los impuestos provenientes del exterior. En tanto, la utilidad neta, medida como resultado final después del impuesto especial adicional que se aplica a las empresas públicas (DL 2.398), fue positiva y ascendió a US\$ 18 millones. Medido como resultado ultima línea.

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES  
(En miles de dólares)

	31-03-11 MUS\$	31-03-10 MUS\$
Ingresos de actividades ordinarias	2.528.371	1.937.440
Costos de Ventas	<u>(2.403.215)</u>	<u>(1.909.807)</u>
Ganancia Bruta	<u>125.156</u>	<u>27.633</u>
Otros Ingresos, por función	3.453	4.307
Gastos de Administración	(19.507)	(22.643)
Otros Gastos, por función	(18.657)	(20.138)
Otras Ganancias (Pérdidas)	441	(64.368)
Ingresos Financieros	690	324
Costos Financieros	(40.698)	(34.933)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	9.781	9.025
Diferencias de Cambio	(12.568)	9.623
Ganancia (Pérdida) antes de Impuesto	<u>48.091</u>	<u>(91.170)</u>
(Gasto) Ingreso por Impuesto a las Ganancias ( 1 )	<u>(29.828)</u>	<u>4.829</u>
Ganancia (Pérdida) de Actividades Continuas después de Impuesto	<u>18.263</u>	<u>(86.341)</u>
Ganancia (Pérdida) de Operaciones Discontinuas, Neta de Impuesto	-	-
Ganancia (Pérdida)	<u>18.263</u>	<u>(86.341)</u>
<b>Ganancia (Pérdida) Atribuible a Tenedores de Instrumentos de Participación en el Patrimonio Neto de la Controladora e Interes no controlables (Presentación)</b>		
Ganancia (Pérdida) Atribuible a los propietarios de la controladora	17.742	(89.620)
Ganancia (Pérdida) atribuible a participaciones no controladoras	<u>521</u>	<u>3.279</u>
Ganancia (Pérdida)	<u>18.263</u>	<u>(86.341)</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 de ENAP al 31 de marzo de 2011 después de aplicar la tasa de impuesto del 20% arroja un resultado neto de US\$ 25 millones, tal como se detalla en el siguiente cuadro:

	<b>31-03-11</b>	<b>31-03-10</b>
	<b>MUS</b>	<b>MUS</b>
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>48.091</b>	<b>(91.170)</b>
<b>GASTOS POR IMPUESTOS A LAS GANANCIAS</b>	<b>(23.028)</b>	<b>9.998</b>
Impuesto ( 20% en 2011 y 17% en 2010)	(5.632)	(1.118)
Impuesto Diferido	(12.177)	#####
Impuesto en el exterior	(5.219)	(3.682)
<b>RESULTADO DESPUÉS DE IMPUESTO A LAS GANANCIAS</b>	<b>25.063</b>	<b>(81.172)</b>
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO DE 40%</b>	<b>25.063</b>	<b>(81.172)</b>
<b>GASTOS POR IMPUESTOS DL 2398</b>	<b>(6.801)</b>	<b>(5.169)</b>
Impuesto Renta 40%	(5.320)	(3.345)
Impuesto Diferido	(1.481)	(1.824)
<b>GANANCIA (PÉRDIDA)</b>	<b>18.262</b>	<b>(86.341)</b>
INTERES MINORITARIO	521	3.279
<b>RESULTADO FINAL</b>	<b>17.741</b>	<b>(89.620)</b>

Las principales variaciones del estado de resultado son las siguientes:

	<b>31-03-11</b>	<b>31-03-10</b>	<b>Var</b>
	<b>US\$ Mill</b>		
Ingresos de actividades ordinarias	2.528	1.937	591
Costos de Ventas	(2.403)	(1.910)	(493)
Ganancia Bruta	125	28	98
Gastos de Administración	(20)	(23)	3
Costos Financieros	(41)	(35)	(6)
Otras ganancias (pérdidas)	0	(64)	65

## **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 marzo de 2011 alcanzaron a US\$ 2.528 millones, superiores a los US\$ 1.937 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 87,0 US\$/Bbl a 113,4 US\$/Bbl (27%) compensado por una disminución en el volumen de ventas que baja desde 3.334,8 Mm<sup>3</sup> a 3.279,7 Mm<sup>3</sup> (-1,7%).

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

<b>Productos Propios</b>	<b>31-03-11</b>	<b>31-03-10</b>	<b>Var</b>
		<b>US\$ Mill</b>	
Ingresos por venta	1.904	1.267	637
Costo venta	(1.598)	(1.139)	(459)
Margen	306	128	178

Los ingresos por venta de productos propios alcanzaron a US\$ 1.904 millones, superiores a los US\$ 1.267 millones, acumulados a marzo del año anterior, lo que se explica por el aumento en el precio de venta promedio, que sube desde 86,5 US\$/Bbl a 112,9 US\$/Bbl, mas el aumento del volumen de ventas que sube desde 2.330,0 Mm<sup>3</sup> a 2.681,9 Mm<sup>3</sup>.

La mayor parte del aumento de venta de producción propia se explica por el crecimiento del 81,1% en el volumen de ventas de diesel, 13,4% en gasolinas, 10,7% en productos industriales y 8,3 % en kerosenes, compensado lo anterior con una disminución del 17,6% 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 en el mes de marzo del año anterior, 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 31 de marzo de 2011, un menor ingreso que la administración ha estimado en MUS\$8 millones aproximadamente.

### **Costos de venta**

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

	<b>31-03-11</b>	<b>31-03-10</b>	<b>Var</b>
	<b>US\$ Mill</b>		
Costo productos propios	(1.598)	(1.138)	(460)
Costos operacionales	(262)	(193)	(69)
Costos productos importados	(543)	(579)	36
<b>Total Costo de venta</b>	<b>(2.403)</b>	<b>(1.910)</b>	<b>(493)</b>

Los costos de la materia prima de los productos propios vendidos ascendieron a US\$ 1.598 millones, superiores a los US\$ 1.138 millones acumulados a marzo de 2010. Lo anterior se explica por efecto al alza en el costo promedio de la materia prima, que sube desde 77,7 US\$/Bbl a 94,7 US\$/Bbl, mas un aumento del volumen de ventas de un 15,1% como consecuencia del terreno del año 2010 que afecto el volumen de venta de a marzo de 2010.

Los costos operacionales, no crudo, alcanzaron a US\$ 262 millones, superior a los US\$ 193 millones acumulados a marzo de 2010. Este aumento de US\$ 69 millones, 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\$ 98 millones entre 2011 y marzo 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 trimestre del año 2010.

Lo anterior se refleja en el aumento experimentado en los márgenes de contribución del negocio que aumentaron de 1,4% al 31 de marzo de 2010 a 5,0% al 31 de marzo de 2011.

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

	Ene-11	Feb-11	Mar-11	Promedio
US\$/Bbl				
Precio	105,4	111,7	121,3	112,8
Costo	88,4	93,0	102,6	94,7
Margen	17,0	18,7	18,7	18,1

	Ene-10	Feb-10	Mar-10	Promedio
US\$/Bbl				
Precio	85,0	86,8	88,0	86,6
Costo	73,5	79,0	82,5	78,3
Margen	11,5	7,8	5,5	8,3

Los gastos de administración mostraron una disminución de US\$ 3 millones al pasar de US\$ 23 millones a marzo de 2010 a US\$ 20 millones a igual período de 2011, se explica por el plan de reducción de costos gestionado por la administración a partir del año 2010

La disminución de las otras ganancias (pérdidas) por US\$ 64 millones entre marzo 2011 y 2010, se explica por el reconocimiento durante el año 2010 de US\$ 64 millones, por concepto de deterioro de activos producto del terremoto del pasado 27 de febrero de 2010.

Los costos financieros, por su parte, aumentaron en US\$ 6 millones entre marzo 2011 y 2010, se explica principalmente por el primer pago de intereses del bono internacional que la compañía colocado el año 2010.

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

			<u>31-03-11</u>	<u>31-12-10</u>
Cobertura Gastos financieros	<u>R.A.I.I.D.A.I.E.</u> Gastos Financieros	MUS\$	3,7	0,3
EBITDA		MUS\$	168.400	60.200
R.A.I.I.D.A.I.E.	Resultado antes de imptos, intereses, depreciación, amortización e intems extraordinarios	MUS\$	152.334	11.459
			<u>31-03-11</u>	<u>31-03-10</u>
Rentabilidad de Patrimonio ( 1 ) promedio	<u>Utilidad (pérdida) del ejercicio</u> Patrimonio promedio ( 4 )		3,9%	-19,2%
Rentabilidad de Activos promedio	<u>Utilidad o pérdida del ejercicio</u> Activos promedio ( 4 )		0,3%	-1,5%

( 1 ) Las principales causas en la variación de este indicador, se explican por el resultado a marzo de 2011 fue de MUS\$ 18 millones (utilidad) en comparación a marzo de 2010 que fue de US\$ 86 millones (pérdida), esto sumado al aumento del patrimonio promedio de marzo de 2011 en comparación a marzo de 2010 como consecuencia del de los resultado trimestrales mas los efectos en patrimonio de los instrumentos de cobertura

<sup>4</sup> 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 31 de marzo de 2011 y 2010, son los siguientes:

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

	<b>31.03.11</b>	<b>31.03.10</b>
	MUSS	MUSS
<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	4.401.150	2.670.767
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas	36.637	-
Otros cobros (pagos) por actividades de operación	40.413	115
Clases de pagos		
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(3.518.370)	(2.353.239)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(79.270)	(72.492)
Otros pagos por actividades de operación	(474.117)	(387.104)
Dividendos pagados	-	(356)
Intereses pagados	(21.070)	(16.085)
Intereses recibidos	(3.078)	27
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	(9.914)	(228)
Otras entradas (salidas) de efectivo	8.349	42.798
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación	<u>380.730</u>	<u>(115.797)</u>
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión</b>		
Otros cobros por la venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras entidades	39	-
Préstamos a entidades relacionadas	(5.600)	(20.337)
Compras de propiedades, planta y equipo	(119.519)	(48.541)
Anticipos de efectivo y préstamos concedidos a terceros	-	2.980
Cobros procedentes del reembolso de anticipos y préstamos concedidos a terceros	1.235	-
Cobros a entidades relacionadas	-	3.896
Intereses recibidos	41	3
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	<u>(123.804)</u>	<u>(61.999)</u>
<b>Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación</b>		
Importes procedentes de préstamos de largo plazo	7.786	-
Importes procedentes de préstamos de corto plazo	-	1.141.222
Total importes procedentes de préstamos	<u>7.786</u>	<u>1.141.222</u>
Préstamos de entidades relacionadas	3.635	5.641
Pagos de préstamos	(175.625)	(454.859)
Pagos de pasivos por arrendamientos financieros	(300)	(517)
Pagos de préstamos a entidades relacionadas	-	(1.875)
Intereses pagados	(51.858)	(44.857)
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	<u>(216.362)</u>	<u>644.755</u>
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios	<u>40.564</u>	<u>466.959</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	(1.941)	(3.747)
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	<u>38.623</u>	<u>463.212</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>101.045</u>	<u>540.024</u>



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

Al cierre de los ejercicios al 31 de marzo 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 trimestre de 2011, el precio del petróleo crudo marcador West Texas Intermediate (WTI) alcanzó un promedio de 94,6 dólares por barril (US\$/bbl) en la Bolsa Mercantil de Nueva York, aumentando así 11,0% con respecto al promedio del cuarto trimestre de 2010 (85,2 US\$/bbl).

Sin embargo, en el primer trimestre del año se produjo una grave desconexión del precio del crudo WTI con el nivel de precios mundial del petróleo crudo. El crudo WTI se produce en Texas y se comercializa desde un gran centro de almacenamiento en Cushing (Oklahoma) hacia el Medio Oeste de los Estados Unidos, principalmente a los estados de Illinois y Kansas. Durante el primer trimestre, nuevos oleoductos desde Canadá aumentaron sustancialmente el flujo de crudo canadiense al Medio Oeste, compitiendo con el WTI y produciendo una situación de sobreoferta en ese mercado. Esto deprimió el precio del WTI al no contarse con infraestructura para llevar el exceso de crudo del 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, que se transportan en general por vía marítima y que no están sujetos a las restricciones logísticas que aquejan a aquél.

Así, el crudo WTI, que normalmente 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 a alcanzar los 19,5 US\$/bbl en algunos días del trimestre. En promedio el precio del WTI fue inferior en 11,3 US\$/bbl al precio del Brent.

En consideración a lo anterior es que el crudo Brent fue alcanzando preeminencia como marcador mundial a medida que transcurría el trimestre y la situación de sobreoferta en el Medio Oeste estadounidense, lejos de normalizarse, se volvía aun más crítica. El precio del Brent promedió 105,9 US\$/bbl, con un aumento de 20,5% con respecto al nivel del 4º trimestre de 2010 (87,9 US\$/bbl).

El gran alza del precio del Brent da cuenta de una demanda vigorosa, aunque también la crisis política en Egipto, primero, y luego la guerra civil en Libia, se constituyeron en

factores que potenciaron el alza del precio al interrumpir por algunos días el tránsito por el Canal de Suez y al reducir drásticamente la producción en Libia. La producción de crudo libio cayó de 1,59 millones de barriles por día (MMbpd) en enero, a solo 390.000 barriles por día (bpd) en marzo.

Según estimaciones preliminares del Departamento de Energía de los Estados Unidos (*Short Term Energy Outlook, April 2011*) el consumo mundial de petróleo alcanzó los 88,0 MMbpd en el primer trimestre de 2010, creciendo 300.000 bpd con respecto al cuarto trimestre de 2010, a pesar de la baja estacional del consumo entre dichos trimestres. El aumento resultó de una caída de 200.000 bpd del consumo de las naciones más desarrolladas agrupadas en la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD), contrarrestado por un aumento de 500.000 bpd del consumo en el resto del mundo. En comparación con el primer trimestre de 2010, el consumo mundial de petróleo creció 2,6 MMbpd, una de las tasas de crecimiento anual más altas de la historia.

Aunque la producción mundial de petróleo creció para adecuarse a la mayor demanda y la crisis libia no se tradujo en un desabastecimiento global, la percepción de que suplir el crudo libio faltante se haría a costa de reducir la capacidad de producción ociosa de los países exportadores del Golfo Pérsico se constituyó en un factor alcista importante a fines del trimestre.

Por su parte, en el mercado internacional de la Costa estadounidense del Golfo de México, durante el primer trimestre de 2011 los precios de los distintos combustibles crecieron aproximadamente en línea con el alza proporcional del precio del crudo Brent, en relación a los niveles registrados en el 4º trimestre de 2010. Una firme demanda en el mercado Asia Pacífico, liderada por China, y la recuperación de la demanda en los Estados Unidos se constituyeron en los principales soportes de los precios de los combustibles que les permitió mantener sus niveles con respecto al precio del crudo, a pesar del gran aumento de éste.

El precio de la gasolina promedió 110,3 US\$/bbl, aumentando así en 20,2% con respecto al promedio del 4º trimestre de 2010. En el caso del precio del diesel, el promedio del primer trimestre de 2011 fue 119,5 US\$/bbl, esto es, 21,3% superior al promedio del 4º trimestre de 2010. Por su parte, el precio del fuel oil N° 6 registró un promedio de 87,9 US\$/bbl en el primer trimestre de 2011, con un alza de 19,9% con respecto al 4º trimestre 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 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 70-80%. 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, Corea y Japón.

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.

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 31 de marzo 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.

