

## Análisis Razonado de Estados Financieros Consolidados

### I. Análisis razonado de los estados financieros intermedios

A continuación se analizan los estados financieros consolidados de Enap Sipetrol S.A. correspondientes al período terminado el 31 de marzo de 2012, para explicar las principales variaciones ocurridas en el Estado de Situación Financiera, respecto del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2011 y de las variaciones en el Estado de Resultados Integrales y Flujos de Efectivo al 31 de marzo de 2012, respecto de igual período en el año anterior.

Los principales rubros al 31 de marzo de 2012 y 31 de diciembre de 2011 son los siguientes:

	31.03.2012 MUS\$	31.12.2011 MUS\$
Activos corrientes	207.649	164.654
Activos no corrientes	509.518	519.272
Total activos	717.167	683.926
Pasivos corrientes	287.194	260.041
Pasivos no corrientes	179.668	173.505
Patrimonio total	250.305	250.380
Total pasivo y patrimonio	717.167	683.926

#### Activos

Los activos al 31 de marzo de 2012, respecto de los saldos al 31 de diciembre de 2011, aumentan en MUS\$ 33.241, lo que representa un 4,9%, correspondiente a un incremento de MUS\$42.995 en activos corrientes compensado por una disminución MUS\$ 9.754 en activos no corrientes. El incremento de los activos corrientes se explica, principalmente por incrementos de efectivo y equivalentes al efectivo por MUS\$38.419 (296,0%), inventarios por MUS\$ 3.389 (33,9%) y activos por impuestos corrientes por MUS\$ 6.915 (75,6%) y una disminución de deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes por MUS\$6.548 (5,0%). La disminución del activo no corriente se explica, principalmente, por una disminución del rubro propiedades, plantas y equipos por MUS\$14.948 (2,9%) y un incremento de activos por impuestos diferidos por MUS\$ 5.117 (3.533,2%).

El efectivo y equivalentes al efectivo revela un aumento de 296,0% debido principalmente a que el saldo al 31 de marzo de 2012 presenta los depósitos a plazo mantenidos en la Filial argentina por MUS\$ 23.012, reservados para pagar derechos de exportación, y la Sucursal en Ecuador por MUS\$20.500 reservados para el pago de impuesta renta a realizar en abril.

El inventario aumenta en 33,9% pasando de MUS\$ 9.987 al 31 de diciembre de 2011 a MUS\$13.376 al 31 de marzo de 2012, debido a que al cierre del año 2011 la Filial en Argentina quedó con un mayor stock de crudo almacenado que el año anterior, éste alcanzó a 31.455,54 M3 de crudo, vendidos en el mes de abril de 2012. Al cierre del año anterior el stock almacenado fue de 13.582 M3 de crudo, vendido también durante los primeros días del mes siguiente.

El incremento del activo por impuestos corrientes de 75,6% corresponde principalmente a un aumento en Chile de MUS\$ 101, Argentina MUS\$ 7.307 debido a un aumento de IVA Crédito Fiscal, compensado con una disminución en Ecuador por MUS\$ 494.

La disminución de los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes de 5,0% se presenta principalmente en Argentina por MUS\$ 21.878, Ecuador por MUS\$ 4.233, Chile MUS\$ 220 compensado con el aumento en Egipto por MUS\$ 19.783.

La disminución de propiedades, plantas y equipos de un 2,9% se produce un compensación entre las inversiones por MUS\$ 12.140, de las cuales el 100,0% corresponde a inversiones en exploración y producción, la cuota de agotamiento y depreciación lineal de los activos por MUS\$25.134, la pérdida por abandono de pozos exploratorios por MUS\$ 1.951 y otras disminuciones menores por MUS\$ 3.

Los activos por impuestos diferidos aumentan en 3.533,2% pasando de MUS\$ 202 al 31 de diciembre de 2011 a MUS\$ 5.319 al 31 de marzo de 2012 principalmente en la Filial argentina por pérdidas tributarias.

## Pasivos

El pasivo al 31 de marzo de 2012, aumenta en MUS\$ 33.241 respecto de los saldos al 31 de diciembre de 2011. Esto se debe a un incremento de MUS\$ 27.153 en pasivos corriente y MUS\$6.163 en pasivos no corrientes. El incremento de los pasivos corrientes se explica, principalmente, por el aumento en otros pasivos financieros corrientes por MUS\$ 32.470 (56,3%), cuentas por pagar a entidades relacionadas por MUS\$ 5.335 (5,3%), pasivos por impuesto corrientes por MUS\$ 2.881 (46,7%), provisiones corrientes por beneficios a los empleados por MUS\$ 1.074 (11,4%), compensado con una disminución en cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por MUS\$ 14.573 (16,9%). El pasivo no corriente aumenta básicamente por cuentas por pagar a entidades relacionadas por MUS\$ 6.386 (5,5%).

Los otros pasivos financieros corrientes aumentan en 11,9% principalmente debido al uso de la línea de crédito en Sipetrol Argentina S.A., al 31 de marzo de 2012 por MUS\$ 32.629.

El incremento de 107,3% de las cuentas por pagar a entidades relacionadas corresponde principalmente al incremento de la deuda de corto plazo por la provisión de la totalidad de los resultados del ejercicio 2012 como dividendos por pagar a ENAP por MUS\$5.102 y Enap Refinerías S.A. por MUS\$ 20 y un incremento de la deuda comercial con la Matriz ENAP por MUS\$ 213. El pasivo no corriente aumenta en 5,5%, principalmente por el incremento de la línea de crédito con la Matriz, ENAP. Durante el año 2012 se ha recibido préstamos de la Matriz por MUS\$ 12.476 y se ha pagado préstamos a la Matriz por MUS\$ 4.820.

El pasivo por impuestos corrientes aumentó en 46,7% pasando de MUS\$ 6.164 al 31 de diciembre de 2011 a MUS\$ 9.045 al 31 de marzo de 2012, debido al incremento en Chile por MUS\$30, Ecuador por MUS\$ 1.942 y Argentina por MUS\$ 910.

La provisión corriente por beneficios a los empleados disminuye en 11,4% debido al devengo de la provisión por participación en utilidades de 2012 por MUS\$ 1.734 y la provisión utilizada en el período por MUS\$ 395. La indemnización por años de servicio disminuye por la provisión utilizada por MUS\$ 265.

El aumento en cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar de 16,9% es originado por un incremento en Egipto por MUS\$ 1.204, Chile MUS\$ 240 y en Argentina por MUS\$ 14.582. Este incremento es compensado por una disminución en Ecuador por MUS\$ 1.452.

#### Patrimonio neto

El Patrimonio al 31 de marzo de 2012 respecto de los saldos al 31 de diciembre de 2011, presenta las siguientes variaciones; 1) La utilidad del período 2012 por MUS\$ 5.102 de la controladora y pérdida MUS\$ 85 de participaciones no controladoras 2) Incremento (disminución) por diferencia de cambios de conversión por MUS\$ 10 y 3) La provisión de dividendos por pagar a ENAP por MUS\$ 5.102 y Enap Refinerías por MUS\$20, todo ello sobre la base de la política de distribución de un 100% de los dividendos.

## II. Principales tendencias:

### INDICADORES DE LIQUIDEZ, ENDEUDAMIENTO Y ACTIVIDAD

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

	31.03.2012	31.12.2011
<b>Liquidez</b>		
Liquidez corriente (veces)	0,72	0,63
Razón ácida (1)(veces)	0,67	0,59
<b>Endeudamiento</b>		
Deuda corto plazo /Deuda total (%)	61,50	60,00
Deuda largo plazo/ Deuda total (%)	32,50	40,00
Razón de endeudamiento (%)	1,87	1,73
Cobertura de gastos financieros (2)(%)	57,25	74,49
<b>Actividad</b>		
Total activos (MUS\$)	683.926	586.001
Rotación de inventarios (veces)	11,10	7,37
Permanencia de inventarios (veces)	1,08	1,63

(1) Corresponde al total de activos circulantes, menos las existencias y menos los gastos pagados por anticipado, dividido por el pasivo circulante.

(2) La cobertura de gastos financieros se calcula como R.A.I.I.D.A.I.E sobre el total de gastos financieros.

El índice de liquidez corriente aumenta de 0,63 en diciembre de 2011 a 0,72 en marzo de 2012, reflejando el incremento de los activos de mayor liquidez (MUS\$42.995) por sobre el incremento de los pasivos corrientes de mayor liquidez (MUS\$ 27.153). Los principales efectos de la variación de este índice son el incremento del efectivo y equivalentes al efectivo, inventarios y activos por impuestos corrientes y una disminución de las cuentas por pagar empresas relacionadas por sobre el incremento de los otros pasivos financieros corrientes, cuentas por pagar empresas relacionadas influenciadas por la provisión de dividendos por pagar, pasivos por impuestos corrientes y la disminución de las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar.

La razón ácida aumenta de 0,59 en diciembre de 2011 a 0,67 al 31 de marzo de 2012, reflejando el incremento de los activos de mayor liquidez (MUS\$38.786) por sobre el incremento de los pasivos de mayor liquidez (MUS\$ 27.153) reflejando igual tendencia al índice de liquidez.

El índice de endeudamiento es de 1,73 en diciembre de 2011, inferior al 1,87 de marzo de 2012, debido al incremento del pasivo exigible por MUS\$ 33.316 por sobre la disminución del patrimonio en el período 2012 de MUS\$ 75.

## ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES CONSOLIDADOS

	31.03.2012	31.03.2011
	MUS\$	MUS\$
Ingresos ordinarios	139.172	87.400
<b>América Latina:</b>		
Crudo	84.577	52.000
Gas	4.474	1.132
Servicios	23.054	20.081
Otros	294	548
<b>Medio Oriente y Norte de África</b>		
Crudo	26.144	12.920
Otras ventas	172	246
<b>Corp y ajustes</b>		
Servicios y otras ventas	457	473
Costos de venta	129.710	62.540
Directo	39.118	28.385
Indirecto	90.592	34.155
Margen Bruto	9.462	24.860
Costos financieros	-1.874	-1.434
R.A.I.I.D.A.I.E	107.293	106.822
Utilidad después de impuestos	5.017	11.618
Rentabilidad	%	%
Rentabilidad del patrimonio promedio	2,00	4,64
Rentabilidad del activo promedio	0,71	1,83
Rentabilidad de los activos operacionales (1)	1,43	4,05
	MUS\$	MUS\$
Utilidad por acción	0,00006	0,00014

(1) Activos Operacionales = Activos Totales – Propiedades, Plantas y Equipos - Otros Activos Corrientes - Impuestos Diferidos - Depósitos a Plazo - Gastos Pagados por Anticipado - Otros Activos.

El resultado neto del período al 31 de marzo de 2012 presenta una disminución de 56,8% pasando de una utilidad de MUS\$ 11.618 a MUS\$ 5.017.

El margen operacional consolidado al 31 de marzo de 2012 presenta una disminución de un 61,9% respecto a marzo de 2011, pasando de un margen de MUS\$ 24.860 a MUS\$ 9.462 a marzo 2012. Esta variación se debe a; 1) al incremento en los ingresos por venta que pasan de MUS\$ 87.400 al 31 de marzo de 2011 a MUS\$ 139.172 al 31 de marzo de 2012 debido al aumento en venta de crudo del segmento América Latina, principalmente en Argentina, por

MUS\$ 32.577 y en el segmento Medio Oriente y Norte de África, Egipto, por MUS\$13.224. Las ventas de gas aumentan en Argentina por MUS\$ 3.342. Las ventas por servicios petroleros, principalmente en Ecuador, por MUS\$ 2.972 compensadas por la disminución de otros ingresos ordinarios por MUS\$ 480; 2) El aumento de los costos de venta de MUS\$ 62.540 al 31 de marzo de 2011 a MUS\$ 129.710 al 31 de marzo de 2012 se debe al incremento en impuestos a los ingresos por MUS\$ 53.882 en la Filial argentina, en costos directos por MUS\$ 10.734 principalmente en Argentina y Ecuador, transporte y procesos por MUS\$ 1.303, depreciación y cuota de agotamiento por MUS\$ 7.767, costos no absorbidos de proyectos por MUS\$ 2.099, otros costos operacionales por MUS\$ 857, compensado por la disminución de costos de abandono y desmovilización por MUS\$ 162 y variación de stock por MUS\$ 381.

El resultado no operacional se incrementa principalmente en otras ganancias (pérdidas) por MUS\$ 1.267 y otros gastos por función por MUS\$ 1.007 y costos financieros por MUS\$ 440 relacionado con el incremento de la línea de crédito.

### III. Análisis del Valor Libro de los Principales Activos de la Sociedad

#### Diferencia entre Valores Económicos y de Libros de los Activos

Al cierre de los presentes estados financieros, no se aprecian diferencias significativas entre los valores económicos y de libros de los principales activos de la Sociedad. Sin embargo, es importante destacar que, de acuerdo con las normas de la Superintendencia de Valores y Seguros, las inversiones en sociedades filiales y coligadas se valorizan según el método de valor proporcional del patrimonio de las respectivas empresas. Por otro lado los estados financieros se presentan bajo Normas Internacionales de Información Financiera.

#### SITUACIÓN DE MERCADO

En el primer trimestre de 2012, el precio del petróleo crudo marcador mundial Brent alcanzó un promedio de 118,4 dólares por barril (US\$/bbl) en la Bolsa Intercontinental de Londres, aumentando así 8,2% con respecto al promedio del 4° trimestre de 2011 (109,4 US\$/bbl).

Según estimaciones preliminares del Departamento de Energía de los Estados Unidos (Short Term Energy Outlook, April 2012) el consumo mundial de petróleo alcanzó los 88,0 MMbpd en el primer trimestre de 2012, decreciendo 300.000 bpd con respecto al 4° trimestre de 2011. El menor consumo se debió, en parte, a un invierno con temperaturas muy benignas en el hemisferio boreal, que mantuvo deprimida la demanda por combustibles de calefacción; y, en parte, a altos precios en el contexto de una crisis económica en Europa. Así, en tanto se registró una caída de 300.000 bpd del consumo de las naciones más desarrolladas agrupadas en la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD), influida por la crisis en Europa, el consumo en el resto del mundo se mantuvo constante.

De acuerdo a la misma fuente, la producción mundial de petróleo fue de 89,3 MMbpd en el 1er. trimestre de 2012 creciendo en 900.000 bpd en relación al nivel observado en el 4° trimestre de 2011.

El exceso de producción sobre consumo en el primer trimestre de 2012 se tradujo así en una acumulación de inventarios de 1,3 MMbpd a nivel mundial.

El aumento del nivel de precios del petróleo resulta sorprendente habida cuenta de la aparentemente holgada situación de oferta y demanda. Sin embargo, las expectativas del mercado jugaron un rol predominante durante el trimestre, al preverse una perturbación de mediana o gran magnitud a medida de que el conflicto internacional sobre el programa nuclear de Irán se hacía cada vez más amenazante. En definitiva, las naciones consumidoras en su conjunto adoptaron una estrategia de acumulación preventiva de inventarios, en anticipación al efecto de medidas punitivas comerciales contra las exportaciones de Irán, contratando para ello suministros de otros orígenes. A fines del trimestre, se estimaba que las ventas de Irán se habían reducido en 400.000 bpd, obligando a este país a acumular inventarios en almacenamiento flotante en un esfuerzo por no reducir bruscamente la producción, reforzando así la tendencia global a la acumulación de existencias.

#### IV. Principales Flujos de Efectivo

##### ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO CONSOLIDADO

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

	31.12.2011 MUS\$	31.12.2010 MUS\$
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	13.228	24.064
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) de actividades de inversión	-11.791	-22.608
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	36.982	-3.983
Variación neta en efectivos y equivalentes al efectivo	38.419	5.439
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del ejercicio	51.397	27.969

Considerando el saldo de apertura del efectivo y el equivalente al efectivo de MUS\$ 12.978, el flujo neto positivo final del período 2012 de MUS\$38.419 se explica, principalmente, por los flujos de efectivo procedentes de actividades de operación por MUS\$ 13.228 y el flujo de efectivo procedentes de actividades de financiación por MUS\$ 36.982 y el flujo de efectivo netos utilizado en actividades de inversión por MUS\$ 11.791.

El flujo procedente de actividades de la operación por MUS\$ 13.228 fue superior en MUS\$10.836 al flujo al 31 de diciembre de 2011, el cual se explica principalmente por un mayor flujo por cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios por MUS\$ 75.578, otros cobros por actividades de operación por MUS\$ 11.835, la disminución de otros pagos por actividades de operación por MUS\$ 2.274, otras entradas (salidas) de efectivo pro MUS\$ 5.636 compensado por la aplicación de mayores flujos en pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios por MUS\$ 96.557, pagos a y por cuenta de los empleados por MUS\$ 1.270, impuestos a las ganancias por MUS\$ 9.332.

El flujo efectivo utilizados en actividades de inversión de MUS\$ 11.791, fue inferior en MUS\$10.817 al flujo aplicado en el ejercicio 2011. La explicación es el menor flujo aplicado en compras de propiedades, planta y equipo por MUS\$ 10.732, otros cobros por a venta de patrimonio o instrumentos de deuda de otras actividades por MUS\$ 124.

El flujo de efectivo de financiación obtenidos de MUS\$ 36.982 fue superior en MUS\$ 32.999, al flujo aplicado en el ejercicio 2011. La explicación es el mayor flujo obtenido por importes recibidos por arrendamiento financiero por MUS\$ 34.600, menor flujo aplicado en pagos de préstamos a entidades relacionadas por MUS\$ 1.297 y de pasivos por arrendamiento financieros por MUS\$ 19 compensado por la mayor aplicación de flujo en pagos de préstamos de entidades relacionadas por MUS\$ 239, pago de préstamos por MUS\$ 2.551, intereses pagados por MUS\$ 42 y otras entradas (salidas) de efectivo por MUS\$ 85.

## V. Análisis de Riesgo y su Administración

### Análisis de Riesgo de Mercado

Enap Sipetrol S.A. realiza directa, o en asociación con terceros, fuera del territorio nacional, actividades de exploración, explotación o beneficio de yacimientos que contengan hidrocarburos.

Las actividades de Enap Sipetrol S.A. son realizadas en dos segmentos, a) América Latina, que incluye operaciones de exploración y explotación de hidrocarburos, Argentina y Ecuador y b) Medio Oriente y Norte de Africa (MENA), que incluye operaciones de exploración y explotación de hidrocarburos en Egipto y Norte de Africa.

En ambos segmentos se constituyen filiales y sucursales para realizar las operaciones necesarias del negocio de la sociedad según se señala a continuación:

#### Enap Sipetrol Argentina S.A

La filial Enap Sipetrol Argentina S.A. actúa como Operador con el 50% de participación en las concesiones de explotación de Área Magallanes y CAM-2A/Sur. En el mes de febrero de 2006, Enap Sipetrol Argentina S.A., YPF S.A. y ENARSA S.A. firmaron un acuerdo, sentando las bases del proyecto, mediante el cual las partes se asociaron a través de un Consorcio con el objeto de explorar, desarrollar y/o explotar en forma conjunta las áreas E2 (ex CAM1) y CAM 3, en la Cuenca Austral, teniendo cada socio una participación de un tercio. En la Cuenca del Golfo San Jorge, la Sociedad es titular y operador del 100% de la concesión de explotación del Área Pampa del Castillo, siendo además socio no operador, con una participación del 50% en la concesión de explotación del Área Campamento Central-Cañadón Perdido.

Actualmente, existen restricciones por parte de la Secretaría de Energía, organismo que regula las exportaciones de crudo en Argentina. Existe la obligatoriedad de ofertar a las 16 refinерías locales el petróleo crudo disponible antes de acceder al mercado externo, lo que hace que no exista seguridad para posicionar nuestra producción en el mercado externo.

Con fecha 19 de noviembre de 2007 se publicó en el Boletín Oficial de la República Argentina la Resolución del Ministerio de Economía N° 394-2007. Esta aumenta los valores de derechos de exportación para hidrocarburos.

Con fecha 12 de marzo de 2008, se publicó en el Boletín Oficial de la República Argentina la Resolución del Ministerio de Economía y Producción N°127/2008, modificatoria del artículo de la Resolución N°534/2006. La nueva resolución eleva los derechos de exportación del gas natural llevándolos al 100% del precio de gas natural importado más caro que compre Argentina en cada momento.



Enap Sipetrol S.A., Sucursal Ecuador

Las operaciones de la sucursal en Ecuador se concentran en los campos Mauro Dávalos Cordero (MDC) y Paraíso, Biguno y Huachito (PBH), en virtud del Contrato de Servicios Específicos para el Desarrollo y Confirmación de Reservas con la empresa estatal ecuatoriana Petroecuador, con la cual se ha convenido que la totalidad de la producción es entregada a dicha sociedad a un precio establecido contractualmente.

Con fecha 27 de julio de 2010 se promulgó en Ecuador, la Ley Reformatoria a la Ley de Hidrocarburos y a la Ley de Régimen Tributario Interno, en la que en su Disposición Transitoria Primera se establece que los contratos existentes, incluidos MDC y PBH deben modificarse y adoptar el modelo reformado de prestación de servicios para exploración y explotación de hidrocarburos, contemplado en el Art. 16 de la Ley de Hidrocarburos en un plazo de 180 días.

Siguiendo lo dispuesto en la Disposición Transitoria Primera, antes citada, Enap Sipetrol S.A. inició un proceso de renegociación de los contratos de MDC y PBH que culminó el 23 de Noviembre de 2010 con la suscripción de 2 Contratos Modificatorios a los Contratos de Prestación de Servicio para la exploración y Explotación de Hidrocarburos (Petróleo Crudo) en los Bloques Mauro Dávalos Cordero (MDC) y Paraíso, Biguno, Huachito e Intracampos (PBHI) de la Región Amazónica Ecuatoriana.

De conformidad con las disposiciones legales vigentes, dichos Contratos Modificatorios fueron inscritos en la Secretaría de Hidrocarburos con fecha 15 de diciembre de 2010 y la fecha en que dicha modificación contractual entró en vigencia es el 1 de enero de 2011. Por consiguiente los términos contractuales de los contratos suscritos el 7 de octubre de 2002 tiene vigencia hasta el 31 de diciembre de 2010 y los términos contractuales de los Contratos Modificatorios rigen a partir del 1 de enero de 2011.

Sipetrol International S.A.

En asociación con otras compañías, Enap Sipetrol S.A. a través de su filial Sipetrol International S.A., opera la concesión del bloque East Ras Qattara, ubicados en el desierto occidental de Egipto y se tiene en proceso de exploración los bloques Rommana con el 40% de participación y Sidi Abd El Rahman (SAER) con el 30% de participación.

Con fecha 24 de enero de 2009, mediante una carta dirigida al Director de Exploración de National Iranian Oil Company (NIOC), se informó que el consorcio conformado por OMV, Repsol y Enap Sipetrol S.A. a través de su filial Sipetrol International S.A., tomaron la decisión de no continuar con las negociaciones relativas al desarrollo del yacimiento Band-e-Karkheh debido, a que no ha sido posible establecer un acuerdo con NIOC respecto del Plan de desarrollo necesario para la explotación de este descubrimiento realizado por el consorcio.