

Análisis Razonado de Estados Financieros Consolidados

I. Análisis razonado de los estados financieros intermedios

A continuación se analizan los estados financieros consolidados intermedios de Enap Sipetrol S.A. correspondientes al período de tres meses terminado el 31 de marzo de 2011, para explicar las principales variaciones ocurridas en el Estado de Situación Financiera, respecto del ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2010 y de las variaciones en el Estado de Resultados Integrales y Flujos de Efectivo al 31 de marzo de 2011, respecto de igual período en el año anterior.

Los principales rubros al 31 de marzo de 2011 y 31 de diciembre de 2010 son los siguientes:

	31/03/2011 MUS\$	31/12/2010 MUS\$
Activos corrientes	168.238	135.817
Activos no corrientes	454.894	450.184
Total activos	623.132	586.001
Pasivos corrientes	204.372	173.003
Pasivos no corrientes	168.360	162.611
Patrimonio total	250.400	250.387
Total pasivo y patrimonio	623.132	586.001

Activos

Los activos al 31 de marzo de 2011, respecto de los saldos al 31 de diciembre de 2010, aumentan en MUS\$ 37.131, lo que representa un 6,3%, correspondiente a un incremento de MUS\$32.421 en activos corrientes y MUS\$ 4.710 en activos no corrientes. El incremento de los activos corrientes se explica, principalmente por incremento del efectivo y efectivo equivalente MUS\$5.078 (22,2%), deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes por MUS\$ 35.597 (42,4%) compensado por una disminución en inventarios por MUS\$ 5.829 (83,6%) y activos por impuestos corrientes por MUS\$ 2.567 (13,3%). El aumento del activo no corriente se explica, principalmente, por el aumento de propiedades, plantas y equipos por MUS\$4.584 (1,0%).

El incremento del efectivo y equivalentes al efectivo de 22,2% se debe principalmente a la recaudación del período y la Sucursal Ecuador mantiene al cierre de marzo de 2011 un depósito a plazo que será utilizado en el pago del impuesto renta correspondiente a los resultados del ejercicio 2010.

Los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes aumentan en 42,4% principalmente por un aumento en Ecuador por MUS\$ 8.535 y en Egipto por MUS\$ 15.992 asociado al proceso del negocio de la compañía.

La disminución en cuentas por cobrar a entidades relacionadas en 83,6% se debe a una disminución de la cuenta por cobrar a la Matriz ENAP.

Los activos por impuestos corrientes disminuyen en 13,3% debido principalmente a la disminución de impuesto IVA crédito Fiscal por MUS\$2.639, impuesto por recuperar por MUS\$290 compensado de un incremento de Pago Provisional Mensual (PPM) por MUS\$ 362 correspondiente a los valores pagados por las transacciones del primer trimestre del año 2011.

El incremento de propiedades, plantas y equipos de un 1,0% se produce por inversiones de MUS\$ 23.037, de las cuales el 99,7% corresponde a inversiones en exploración y producción. Este incremento es compensado por la cuota de agotamiento y depreciación lineal de los activos por MUS\$ 17.414 y la pérdida por deterioro con cargo a resultados por MUS\$1.039.

Pasivos

El pasivo y patrimonio al 31 de marzo de 2011, al igual que los activos, aumentan en MUS\$37.131 respecto de los saldos al 31 de diciembre de 2010. Esto se debe a un incremento de MUS\$ 31.369 en pasivos corriente y MUS\$ 5.749 en pasivos no corrientes. El incremento de los pasivos corrientes se explica, principalmente, por el aumento en cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por MUS\$ 12.502 (22,8%), cuentas por pagar a entidades relacionadas por MUS\$ 12.077 (30,5%) y pasivos por impuestos corrientes por MUS\$6.286 (56,6%). El pasivo no corriente aumenta básicamente por cuentas por pagar a entidades relacionadas por MUS\$ 5.329 (5,0%).

El aumento en cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar de 22,8% originado principalmente en la Filial argentina, debido al programa de inversiones en el Área Magallanes para recuperar las instalaciones dañadas en el accidente ocurrido en 2010.

El incremento de 30,5% de las cuentas por pagar a entidades relacionadas corresponde al incremento de la deuda de corto plazo con la Matriz, ENAP, por la provisión de la totalidad de los resultados del período de enero a marzo de 2011 como dividendos por pagar. El pasivo no corriente aumenta en un 5,0%, principalmente por la disminución de la línea de crédito con la Matriz. Durante el año 2011 se han recibido préstamos de la Matriz por MUS\$ 8.907 y se han pagado por MUS\$ 4.905 por el mismo concepto.

Los pasivos por impuestos corrientes aumentan en 56,6% debido principalmente al incremento del impuesto a la renta por pagar en la Sucursal Ecuador correspondiente al período de enero a marzo de 2011 por MUS\$ 2.199, la Sucursal no ha pagado anticipos al Estado de Ecuador por dicho concepto durante el año 2011, además, se incrementa el impuesto IVA débito fiscal en Ecuador y Argentina por MUS\$ 3.227.

Patrimonio neto

El Patrimonio al 31 de marzo de 2011 respecto de los saldos al 31 de diciembre de 2010, presenta las siguientes variaciones; 1) Las utilidades del período de tres meses terminado el 31 de marzo de 2011 por MUS\$ 11.618 y 2) La provisión de las mismas como dividendos por pagar a ENAP por MUS\$ 11.560 y Enap Refinerías por MUS\$ 45, 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:

	31/03/2011	31/12/2010
Liquidez		
Liquidez corriente (veces)	0,82	0,79
Razón ácida (1)(veces)	0,81	0,73
Endeudamiento		
Deuda corto plazo /Deuda total (%)	54,80	51,50
Deuda largo plazo/ Deuda total (%)	45,20	48,50
Razón de endeudamiento (%)	1,49	1,34
Cobertura de gastos financieros (2)(%)	25,04	20,36
Actividad		
Total activos (MUS\$)	623.132,00	586.001,00
Rotación de inventarios (veces)	37,50	32,37
Permanencia de inventarios (veces)	2,40	2,78

(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 0,79 en diciembre de 2010 a 0,82 en marzo de 2011, reflejando el incremento de los activos de mayor liquidez (MUS\$32.421) por sobre el incremento de los pasivos corrientes de mayor liquidez (MUS\$ 31.369), debido al incremento del efectivo y efectivo equivalente, los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes compensado con la disminución de los activos por impuestos corrientes, el mayor al aumento de cuentas por pagar comerciales, las cuentas por pagar a las relacionadas, afectadas por la provisión de los resultados del ejercicio como dividendo por pagar a la Matriz, ENAP y a Enap Refinerías S.A. y el aumento de los pasivos por impuesto corrientes originado en la Sucursal Ecuador por los resultados obtenidos a la fecha. La razón ácida aumenta de 0,73 a 0,81, siguiendo la tendencia del índice de liquidez corriente debido a que los rubros que separan ambos conceptos no son significativos en el Estado de Situación.

El índice de endeudamiento es de 1,49 en marzo de 2011, superior al 1,34 de diciembre de 2010, debido al incremento del pasivo exigible por MUS\$ 37.118 por sobre el incremento del patrimonio en el período enero a marzo de 2011 de MUS\$ 13.

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES CONSOLIDADOS

	31/03/2011	31/03/2010
	MUS\$	MUS\$
Ingresos ordinarios	87.400	78.260
América Latina:		
Crudo	52.000	40.338
Gas	1.132	4.608
Servicios	20.081	21.204
Otros	548	806
Medio Oriente y Norte de África		
Crudo	12.920	10.996
Otras ventas	246	-
Corp y ajustes		
Servicios y otras ventas	473	308
Costos de venta	62.540	52.826
Directo	28.385	24.055
Indirecto	34.155	28.771
Margen Bruto	24.860	25.434
Costos financieros	-1.434	-1.607
R.A.I.I.D.A.I.E	35.903	32.716
Utilidad después de impuestos	11.618	8.285
Rentabilidad	%	%
Rentabilidad del patrimonio promedio	4,36	2,80
Rentabilidad del activo promedio	1,95	1,40
Rentabilidad de los activos operacionales (1)	4,33	4,28
	MUS\$	MUS\$
Utilidad por acción	0,00014	0,00010

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

El margen operacional consolidado al 31 de marzo de 2011 presenta un disminución de un 2,3% respecto de 2010, pasando de un margen de MUS\$ 25.434 a MUS\$ 24.860 en 2011. Los ingresos de crudo del segmento América Latina han aumentado principalmente en Argentina por MUS\$11.662, en el segmento Medio Oriente y Norte de Africa aumenta en Egipto por MUS\$1.924 por aumento en el precio de venta de crudo, los servicios petroleros disminuyen principalmente en Ecuador por MUS\$ 1.123. Los costos de venta aumentan en MUS\$ 9.714 (18,4%), Argentina y Ecuador presenta el mayor incremento de costos directos y Argentina en costos por valorización de stock.

El resultado neto del ejercicio al 31 de marzo de 2011 presenta un incremento de 40,2% pasando de una utilidad de MUS\$ 8.285 a MUS\$ 11.618. Esta variación se explica principalmente por el incremento de MUS\$ 9.140 en ingresos por ventas compensado con el incremento en costos de venta por MUS\$ 9.714, disminución de otros gastos por función por MUS\$ 1.796 debido a una disminución en el gasto por pozos secos de exploración en Egipto de MUS\$ 1.038, compensado con un aumento del gasto en Estudios Geológicos y Geofísicos en Egipto por MUS\$ 2.810. El gasto por impuesto a las ganancias disminuye de MUS\$ 6.528 a MUS\$ 5.438 en marzo de 2011 principalmente por los efectos de impuesto diferido.

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 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 2009 (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 el 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 4° 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.

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:

	31/03/2011	31/03/2010
	MUS\$	MUS\$
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	24.064	35.611
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) de actividades de inversión	-22.608	-10.193
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	3.983	-11.941
Variación neta en efectivos y equivalentes al efectivo	5.439	13.477
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	27.969	26.406

Considerando el saldo de apertura del efectivo y el equivalente al efectivo de MUS\$ 22.891, el flujo neto positivo final del período de 3 meses terminado el 31 de marzo de 2011 de MUS\$27.969 se explica, principalmente, por el flujo neto procedentes de actividades de operación por MUS\$ 24.064 y el flujo neto utilizado en actividades de inversión por MUS\$22.608 y la obtención de flujos de efectivo en actividades de financiación por MUS\$3.983.

El flujo originado por actividades de la operación por MUS\$ 24.064 fue superior en MUS\$11.547 al flujo en 2010, el cual se explica principalmente por la disminución de flujos en cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios, mayor flujo aplicado en

pagos a / y por cuenta de los empleados y otros pagos por actividades de operación y un menos flujo aplicado en pago a proveedores por el suministro de bienes y servicios.

El flujo de efectivo de inversión aplicado de MUS\$ 22.608 fue superior en MUS\$ 12.415, al flujo aplicado en el período 2010. La principal explicación es el mayor flujo utilizado en compras de propiedades, planta y equipo por MUS\$ 12.481.

El flujo obtenido por actividades de financiación de MUS\$ 3.983, fue superior en MUS\$15.924 al flujo aplicado en el período 2010. La explicación es el menor flujo aplicado en pagos de préstamos a entidades relacionadas por MUS\$17.922.

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 Secretaria 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 N0 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 N0534/2006. 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.