



ENAP REFINERÍAS S.A.

**ANÁLISIS RAZONADO DE LOS
ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA**

**CORRESPONDIENTE AL PERÍODO
TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025**

ENAP REFINERÍAS S.A.

2025

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

El propósito de este documento es facilitar el análisis de los Estados Financieros Intermedios de ENAP Refinerías S.A. (ERSA), para el período terminado al 30 de septiembre de 2025 y su comparación con el período terminado al 31 de diciembre de 2024, en cuanto a los saldos de balance; en tanto que, para las cifras de resultados su comparación es con el periodo comprendido entre el 1 de enero y el 30 de septiembre de 2024.

Este informe debe entenderse complementario a los Estados Financieros Intermedios y sus notas explicativas, y de su lectura conjunta con estos últimos se podrá obtener una conclusión más integral sobre los temas expuestos.

1.- RESUMEN EJECUTIVO

ENAP Refinerías S.A. (ERSA) registró una utilidad de US\$ 431,8 millones al 30 de septiembre de 2025 en comparación a los US\$ 216,4 millones obtenidos en el mismo periodo anterior. Este mayor resultado se explica principalmente por el aumento del margen bruto que alcanzó los US\$ 766,9 millones, comparado con los US\$526,3 millones generados en mismo periodo del año anterior. Este mayor margen se debe a:

- i) una mayor venta de producción propia valiosa de R&C por US\$ 149 millones (+10% versus 9M 2024)
- ii) menores costos de energía derivados de un precio del petróleo Brent más bajo (US\$ 69,9 dólares por barril (US\$/bl) en la bolsa intercontinental de Londres, lo que es 11,9 US\$/bl por debajo de igual periodo del 2024 (81,8 US\$/bl))
- iii) menores costos por coberturas financieras y reducción en costos logísticos.

En cuanto al Resultado Antes de Impuesto (RAI) de US\$ 544,6 millones, este fue superior a los US\$ 289,4 millones obtenidos en el mismo periodo anterior. Este aumento es explicado principalmente por la mayor venta de producción propia valiosa, impulsada por de un cambio en el mix de ventas, complementado con la subida en los márgenes internacionales de refinación durante el periodo, los cuales pasaron de 16,4 US\$/bl a 17,1 US\$/bl en gasolinas, y de 21,3 US\$/bl a 24,0 US\$/bl en diésel.

El EBITDA de ENAP Refinerías S.A. al 30 de septiembre de 2025 ascendió a US\$705,6 millones el cual se compara con US\$470,9 millones obtenidos en el mismo período de 2024.

2.- ANÁLISIS DEL ESTADO DE RESULTADOS

ESTADOS DE RESULTADOS

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES	sept-25	sept-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Ingresos de actividades ordinarias	5.991,7	6.650,5	(658,8)	9,9%
Costos de ventas	(5.224,8)	(6.124,2)	899,4	14,7%
Margen bruto	766,9	526,3	240,6	45,7%
Otros ingresos, por función	4,2	6,2	(2,0)	32,3%
Costos de distribución	(162,3)	(167,1)	4,8	2,9%
Gastos de administración	(29,2)	(16,4)	(12,8)	78,0%
Otros gastos, por función	(7,7)	(19,1)	11,4	59,7%
Ganancia de actividades operacionales	571,9	329,9	242,0	73,4%
Ingresos financieros	0,5	0,8	(0,3)	(37,5%)
Costos financieros	(17,6)	(34,9)	17,3	49,6%
Participación en asociadas	0,3	0,5	(0,2)	40,0%
Diferencias de cambio	(10,5)	(6,9)	(3,6)	52,2%
Ganancia antes de impuestos	544,6	289,4	255,2	88,2%
Gasto por impuestos a las ganancias	(112,8)	(73,0)	(39,8)	54,5%
Ganancia del periodo	431,8	216,4	215,4	99,5%

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS

Los ingresos de actividades ordinarias disminuyeron un 9,9% al 30 de septiembre de 2025 respecto al año anterior, el detalle es el siguiente:

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
Ingresos de Actividades Ordinarias	sept-25	sept-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Ingresos por ventas productos propios	5.258,9	5.456,3	(197,4)	3,6%
Ingresos por ventas productos importados	437,0	906,0	(469,0)	51,8%
Ingresos por ventas gas natural	267,0	271,2	(4,2)	1,5%
Ingresos por servicios	28,8	17,0	11,8	69,4%
TOTAL INGRESOS ORDINARIOS	5.991,7	6.650,5	(658,8)	9,9%

Los ingresos por ventas de productos propios disminuyeron en US\$ 197,4 millones (3,6%) comparado con el mismo periodo del año anterior, debido a una baja en los precios de venta, desde un promedio de 108,7 US\$/bl en los primeros nueve meses de 2024 a 99,4 US\$/bl en el mismo periodo de 2025 (-8,5%), lo cual está compensado parcialmente por un aumento en el volumen de ventas de producción propia en 427,1 Mm³ al pasar de los 7.983,1 Mm³ a 8.410,2 Mm³ (5,4%), explicado por un cambio en el mix de ventas, con un mayor participación de productos propios respecto a productos importados.

Los ingresos asociados a la venta de productos importados, tales como, diésel y gasolinas, disminuyeron en US\$469,0 millones (51,8%), respecto a los primeros nueve meses de 2024 explicado por un cambio en el mix de productos a venta, lo que implicó un menor volumen de venta por 524,6 Mm³, al pasar de 1.183,9 Mm³ a 659,4 Mm³ (-44,3%), sumado a un menor precio de venta promedio de la canasta de productos, que se redujo de los 121,7 US\$/bl en los primeros nueve meses de 2024 hasta los 105,4 US\$/bl en los primeros nueve meses de 2025 (-13,4%).

Los ingresos por venta de gas natural importado disminuyeron en US\$4,2 millones, explicado principalmente por menor valor del Brent utilizado como referencia en los precios de venta a los clientes. Cabe señalar que los niveles de Brent fueron en promedio un 14,5% menores a los primeros nueve meses de 2024.

COSTOS DE VENTAS

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
Costos de ventas desagregados	sept-25	sept-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Costos por compra de crudo	(3.932,0)	(4.411,4)	479,4	10,9%
Costos operacionales no crudo	(680,2)	(631,4)	(48,8)	7,7%
Costos de productos importados	(411,0)	(879,1)	468,1	53,2%
Costo por venta de gas natural	(201,6)	(202,3)	0,7	0,3%
TOTAL COSTOS DE VENTAS	(5.224,8)	(6.124,2)	899,4	14,7%

Los costos por compra de crudo disminuyeron en US\$479,4 millones (10,9%) durante los primeros nueve meses de 2025. Esta disminución se debe principalmente a una disminución en los precios de la materia prima, que disminuyeron desde los 81,8 US\$/bl en los primeros nueve meses de 2024 a 69,9 US\$/bl en los primeros nueve meses de 2025 (-14,5 US\$/bbl) compensado parcialmente con un mayor volumen de producción propia que pasó de 7.983,1 Mm³ a 8.410,2 Mm³ en los primeros nueve meses de 2025 (5,4%).

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

Los costos operacionales no crudo aumentaron en US\$48,8 millones (7,7%), debido principalmente al aumento de costos variables correlacionados con el aumento en la producción, sumado a provisiones por exportaciones de productos intermedios al cierre de septiembre de 2025.

Los costos asociados a la compra de productos importados disminuyeron en US\$468,1 millones (-53,2%), respecto a los primeros nueve meses de 2024. Esta caída se explica por un cambio en el mix de productos vendidos, lo que resultó en un menor volumen de venta por 524,6 Mm³, al pasar de 1.183,9 Mm³ a 659,4 Mm³ (-44,3%), sumado a un menor precio de costo promedio de la canasta de productos, que se redujo de los 121,7 US\$/bl en los primeros nueve meses de 2024 hasta los 105,4 US\$/bl en los primeros nueve meses de 2025.

Los costos de venta de gas natural importado disminuyeron en US\$0,7 millones, explicado principalmente por un menor costo de suministro, asociado a disponibilidad de Gas Natural Argentino.

MARGEN BRUTO

El Margen Bruto de US\$ 766,9 millones se compara con los US\$ 526,3 millones obtenidos en los primeros nueve meses de 2024. Este aumento se atribuye principalmente a la mayor venta de producción propia valiosa de R&C (+10%), menores costos de energía por menor Brent, menores coberturas, menor costo logístico.

VARIACIONES OTROS RUBROS

Los Otros gastos por función presentan una disminución de US\$11,4 millones, al pasar de US\$19,1 millones en los primeros nueve meses de 2024 a US\$7,7 millones en los primeros nueve meses de 2025, esta disminución se explica principalmente por el registro de un cargo de US\$ 19,9 millones en 2024 relacionado con bajas y obsolescencia de Propiedades Planta y Equipos, lo cual fue compensado parcialmente por una provisión de incobrables de US\$ 7,4 millones y otros cargos por US\$ 1,1 millones.

Los Costos financieros presentan una disminución de US\$ 17,3 millones, al pasar de US\$ 34,9 millones en los primeros nueve meses de 2024 a US\$ 17,6 millones durante los primeros nueve meses de 2025, explicado principalmente por una disminución del saldo promedio de la cuenta corriente con la Empresa Matriz.

El rubro Diferencias de cambio presenta un efecto negativo de US\$ 10,5 millones durante los primeros nueve meses de 2025, debido a la exposición de saldos de moneda local en Chile y un efecto por tipo de cambio promedio.

El rubro Gasto por impuestos a las ganancias reflejó un mayor gasto de US\$ 39,8 millones que se explica principalmente por un mayor resultado financiero y tributario.

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

3.- ANÁLISIS DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

ACTIVOS

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	sept-25	dic-24	Var	% Var. Abs.
Activos corrientes	1.236,8	1.380,8	(144,0)	10,4%
Activos no corrientes	2.578,4	2.463,5	114,9	4,7%
ACTIVOS	3.815,2	3.844,3	(29,1)	0,8%

Al 30 de septiembre de 2025, el total de activos presenta una disminución neta de US\$29,1 millones en comparación con el total registrado al 31 de diciembre de 2024. Esta disminución se explica principalmente por el efecto de las variaciones observadas en los saldos de los siguientes rubros:

- **Efectivo y equivalentes al efectivo** disminuyó en US\$ 2,4 y con esta variación el efectivo cerró en US\$ 0,4 millones, debido a que el Grupo mantiene una operación de caja centralizada con lo cual diariamente los movimientos se trasladan a la cuenta corriente mercantil con la Matriz ENAP.
- **Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes** disminuyeron en US\$163,9 millones (54%) al pasar de US\$339,4 millones al 31 de diciembre de 2024 a US\$175,5 millones al 30 de septiembre de 2025, debido a un cambio en la modalidad de pago desde crédito a contado por parte de algunos clientes.
- **Cuentas por cobrar a entidades relacionadas** disminuyeron en US\$14,9 millones (75%) al pasar de US\$19,9 millones al 31 de diciembre de 2024 a US\$5,0 millones al 30 de septiembre de 2025. Este aumento se debe principalmente a menores saldos con GNL Chile S.A., por la posición de compra de los saldos al cierre de mes.
- **Inventarios** presenta un aumento de US\$23,1 millones (2%) al pasar de US\$1.004,8 millones al 31 de diciembre de 2024 a US\$1.027,9 millones al 30 de septiembre de 2025, debido a un mayor nivel de inventario de productos terminados.
- **Propiedades, Planta y Equipo** se incrementó desde los US\$2.289,4 millones 31 de diciembre de 2024 a US\$2.426,3 millones al 30 de septiembre de 2025, representando un aumento neto de US\$136,9 millones (6,0%), los principales movimientos de la cuenta se componen de adiciones por US\$236,4 millones, compensado por depreciaciones y otros abonos por US\$99,5 millones.

PASIVOS

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA	sept-25	dic-24	Var US\$	% Var. Abs.
Pasivos corrientes	1.254,0	1.683,2	(429,2)	25,5%
Pasivos no corrientes	168,5	195,6	(27,1)	13,9%
PASIVOS	1.422,5	1.878,8	(456,3)	24,3%
Patrimonio	2.392,7	1.965,5	427,2	21,7%
Total pasivos y patrimonio	3.815,2	3.844,3	(29,1)	0,8%

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

Al 30 de septiembre de 2025 los pasivos totales de la Empresa registran una disminución de US\$456,3 millones respecto al 31 de diciembre de 2024. Esta disminución se desglosa principalmente de la siguiente manera:

- **Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar** presenta una disminución de US\$ 55,6 millones, al pasar de US\$ 635,6 millones 31 de diciembre de 2024 a US\$580,0 millones al 30 de septiembre de 2025, y corresponde principalmente a menores cuentas por pagar por proveedores de crudo y productos.
- **Cuentas por pagar a entidades relacionadas**, presenta una disminución de US\$ 321,4 millones, al pasar de US\$ 904,6 millones 31 de diciembre de 2024 a US\$583,2 millones al 30 de septiembre de 2025 y cuya variación corresponde a disminución de deuda con la Matriz ENAP, debido a los positivos resultados antes de impuestos.

PATRIMONIO

Al 30 de septiembre de 2025 el Patrimonio aumentó en US\$427,2 millones (21,7%) respecto al 31 de diciembre de 2024, debido a la utilidad del período de US\$ 431,8 millones y efectos negativos en resultados acumulados y reservas de cobertura por US\$ -4,6 millones.

4.- ANÁLISIS DE ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado al 30 de septiembre de 2025 y 2024, son los siguientes:

Cifras en Millones de dólares (US\$)				
Estados de Flujos de Efectivos	sept-25	sept-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Flujos de efectivo procedentes de actividades de operación	581,6	749,4	(167,8)	22,4%
Flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión	(236,4)	(257,8)	21,4	8,3%
Flujos de efectivo utilizados en actividades de financiación	(347,8)	(492,8)	145,0	29,4%
Variación de efectivo y equivalentes al efectivo, antes de los cambios en la tasa de cambio	(2,6)	(1,2)	(1,4)	>100,0%
Variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	0,1	(0,1)	0,2	>100,0%
Variación de efectivo y equivalentes al efectivo	(2,4)	(1,3)	(1,1)	0,0%
Efectivo y equivalentes al efectivo al inicio del período	2,8	2,7	0,1	3,7%
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	0,4	1,4	(1,0)	71,4%

El flujo de actividades de operación al 30 de septiembre de 2025 reflejó un saldo positivo de US\$ 581,6 millones, en comparación con los US\$ 749,4 millones registrados al 30 de septiembre de 2024. El flujo utilizado en actividades de inversión ascendió a US\$ 236,4 millones al 30 de septiembre de 2025, frente a los US\$ 257,8 millones al 30 de septiembre de 2024. El flujo de actividades de financiamiento al 30 de septiembre de 2025 registró una utilización neta de recursos por US\$ 347,8 millones, en comparación con US\$ 492,8 millones al cierre al 30 de septiembre de 2024. En ambos períodos, esta utilización se relaciona con la ejecución de pagos de capital de deuda con la Matriz, lo que ha contribuido a reducir la posición de pasivos financieros. Finalmente, el saldo final de Efectivo y Equivalentes al Efectivo alcanzó US\$0,4 millones al 30 de septiembre de 2025 y US\$1,4 millones al 30 de septiembre de 2024.

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

5.- EBITDA

El EBITDA de US\$ 705,6 millones al 30 de septiembre de 2025, se compara con los US\$ 470,9 millones obtenidos en mismo periodo de 2024, el detalle es el siguiente:

EBITDA	sept-25	sept-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Resultado Operacional	571,9	329,9	242,0	73,4%
Depreciación y amortización	133,6	123,7	9,9	8,0%
Otros cargos /abonos a resultados	0,1	17,3	(17,2)	99,4%
EBITDA	705,6	470,9	234,7	49,8%

6.- ÍNDICES DE RENTABILIDAD Y RESULTADO.

Los principales indicadores financieros de liquidez, actividad y rentabilidad de ENAP Refinerías S.A., se detallan a continuación:

LIQUIDEZ		sept-25	dic-24	Var.	% Var. Abs.
Liquidez Corriente ⁽¹⁾	(veces)	0,99	0,82	0,17	20,7%
Razón Ácida ⁽²⁾	(veces)	0,17	0,22	(0,05)	22,7%

⁽¹⁾ Liquidez corriente = Activos corrientes / Pasivos corrientes

⁽²⁾ Razón ácida = (Activos corrientes - Inventarios) / Pasivos corrientes

ACTIVIDAD		sept-25	dic-24	Var.	% Var. Abs.
Activos					
Activos totales ⁽¹⁾	(Millones US\$)	3.815	3.844	(28,8)	0,7%
Activos promedio ⁽²⁾	(Millones US\$)	3.830	3.836	(6,3)	0,2%
Inventarios					
Rotación de inventarios ⁽³⁾	(veces)	7,14	7,33	(0,2)	2,6%
Permanencia de inventarios ⁽⁴⁾	(meses)	1,68	1,64	0,0	2,5%

⁽¹⁾ Activos totales = Total activos corrientes y no corrientes

⁽²⁾ Activos promedio = (Activos Totales del período actual + Activos totales año anterior) / 2

⁽³⁾ Rotación de inventarios = Costo de venta últimos doce meses / Inventario promedio últimos doce meses

⁽⁴⁾ Permanencia de inventarios = Inventario promedio últimos doce meses / Costo de venta últimos doce meses (promedio mensual)

RENTABILIDAD		sept-25	dic-24	Var.	% Var. Abs.
Rentabilidad de patrimonio controlador promedio (porcentaje)		25,97	19,61	6,36	32,4%
Rentabilidad de activos ⁽²⁾	(porcentaje)	14,78	9,14	5,64	61,7%
Utilidad por acción ⁽³⁾	(US\$)	3,23	2,00	1,23	61,5%

⁽¹⁾ Rentabilidad de patrimonio promedio = Resultado últimos 12 meses / ((Patrimonio período actual + Patrimonio período anterior) / 2)

⁽²⁾ Rentabilidad de activos = Resultado últimos 12 meses / Activos Totales promedio últimos doce meses

⁽³⁾ Utilidad por acción = Resultado últimos 12 meses / Número de acciones

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

Respecto a los principales activos de la Sociedad, cabe mencionar lo siguiente:

La Sociedad evalúa anualmente el deterioro del valor de los activos, conforme a la metodología establecida, de acuerdo con lo establecido en la NIC 36.

Los activos sobre los cuales aplica la metodología son los siguientes:

- ❖ Inventarios
- ❖ Propiedades, Planta y Equipos
- ❖ Inversiones en Sociedades Asociadas
- ❖ Otros Activos no Corrientes

La evaluación de deterioro del valor de los activos se realiza a fin de verificar si existe algún indicio que el valor libro sea menor al importe recuperable. Si existe dicho indicio, el valor recuperable del activo se estima para determinar el alcance del deterioro (de haberlo). En caso que el activo no genere flujos de caja que sean independientes de otros activos, la Sociedad determina el valor recuperable de la unidad generadora de efectivo a la cual pertenece el activo.

El valor recuperable es el más alto entre el valor justo menos los costos de vender y el valor en uso. Para determinar el valor en uso, se calcula el valor presente de los flujos de caja futuros descontados, a una tasa asociada al activo evaluado. Si el valor recuperable de un activo se estima que es menor que su valor libro, este último disminuye al valor recuperable.

En resumen, los activos se presentan valorizados de acuerdo a las NIIF según lo que se señala en la Nota 3 de los Estados Financieros.

De acuerdo con las normas de la Comisión para el Mercado Financiero, las inversiones en coligadas, se valorizan según el método de la participación de las respectivas empresas, según este método, la inversión se registra inicialmente al costo, y es ajustada posteriormente por los cambios posteriores a la adquisición en la parte del inversor, de los activos netos de la participada.

8.- SITUACIÓN DE MERCADO.

Desde enero hasta septiembre del 2025, el precio del petróleo crudo Brent ICE promedio 69,9 dólares por barril (US\$/bl) en la bolsa intercontinental de Londres, esto es 11,9 US\$/bl por debajo de igual periodo del 2024 (81,8 US\$/bl). Por su parte, el crudo WTI de EE.UU., promedió 66,7 US\$/bl, 10,9 US\$/bl por debajo de 2024 (77,6 US\$/bl).

Contexto mercado del petróleo:

En lo que va del año, los precios del petróleo han exhibido una volatilidad superior a lo habitual, moviéndose entre 60 y 80 US\$/bl, determinados tanto por factores económicos como geopolíticos. Estos movimientos respondieron inicialmente a expectativas de menor crecimiento (tensiones comerciales) y a anuncios de mayor oferta de la OPEP+. Hacia junio, los conflictos en Oriente Medio llevaron al Brent nuevamente por encima de 78 US\$/bl, antes de estabilizarse alrededor de 67-70 US\$/bl tras llegar a un alto al fuego.

En el tercer trimestre de 2025 (3T), la incertidumbre comercial y las decisiones de la OPEP+ mantuvieron los precios acotados en la banda media de los 60 US\$/bl, con repuntes leves y transitorios.

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

En lo que va del 2025, los siguientes factores han sido determinantes en los precios del petróleo:

Factores a la baja:

- **Aumento de producción por parte de la OPEP+,**
 - La alianza revirtió recortes y elevó gradualmente su cuota, avivando temores de sobreoferta.
 - En mayo–julio añadió ~400 kbd por mes; además, se anunció +547 kbd desde septiembre y +137 kbd desde octubre, continuando el retorno paulatino de 1,6 MMbd recortados. Con una demanda global débil, estos incrementos ejercieron presión bajista sobre los precios en el 3T.
- **Mayor oferta de combustibles fósiles en EE. UU.**
 - La declaración de “crisis energética” y las políticas de la administración Trump impulsaron la producción de crudo y gas. A septiembre, la producción de crudo acumula un crecimiento de 2,4% vs 2024; por su parte, el gas es un 1,3% por sobre 2024.
 - En el último mes del 3T, la producción semanal rondó 13,5 MMbd, ~200 mil barriles por sobre 2024. El mayor suministro alivió presiones de precios y mejoró el abastecimiento del mercado.
- **Tensiones comerciales y menor demanda esperada:**
 - La guerra arancelaria iniciada por EE.UU. elevó la incertidumbre y moderó las proyecciones de consumo de crudo.
 - El 2 de abril se anunciaron aranceles masivos, con una pausa parcial para negociar con China; en agosto entraron en vigor gravámenes a 72 países (10–50%), incluido 15% a la UE y 25% a India por compras de crudo ruso.
 - China obtuvo prórroga manteniendo 30% hasta noviembre, con riesgo de subir a 54%. Este entorno ha deteriorado la confianza y las expectativas de demanda.

Factores al alza:

- **Conflictos en Medio Oriente:**
 - Las tensiones elevaron intermitentemente el petróleo en 2025. El conflicto Israel–Gaza recrudeció y el choque Israel–Irán escaló (ataques del 12 y 21 de junio), hasta un alto el fuego el 23 de junio.
 - Aumentó el riesgo de cierre del Estrecho de Ormuz (por donde pasa diariamente ~20% del crudo y GNL global), con potencial impacto en ~0,5 MMbd de diésel hacia Europa.
 - En paralelo, los ataques hutíes en el Mar Rojo continúan desviando buques por el Cabo de Buena Esperanza, alargando viajes y elevando demanda de bunker. La inestabilidad mantuvo soporte alcista en precios y diferenciales de productos.
- **Restricciones a exportaciones de crudo y productos de países sancionados:**
 - Occidente intensificó sanciones en el 1S, apuntando a Rusia, Irán y Venezuela e incluyendo penalizaciones a navieras.
 - Desde septiembre, la UE redujo el precio tope del crudo ruso de 60 a 47,6 US\$/bl y vetó desde enero de 2026, los refinados elaborados con crudo ruso.

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

- EE.UU. aplicó aranceles secundarios a importadores de crudo ruso (+25% a India desde el 27 de agosto). Esta medida redujo la venta de crudo y diésel ruso, restringieron la oferta alternativa y sostuvieron los precios internacionales.
- **Conflicto Rusia–Ucrania sin resolver:**
 - La guerra continúa sin perspectivas de alto el fuego. Pese a gestiones diplomáticas (reunión Trump–Putin el 15 de agosto y contactos con Kiev), no hubo avances.
 - Ambos bandos mantuvieron ataques a infraestructura energética, bases y puertos, sosteniendo una prima de riesgo geopolítico en el crudo y el diésel.

Refinados - Costa del Golfo de EE. UU. (USGC)

Desde enero a septiembre los márgenes de refinación en la Costa del Golfo de EE.UU. mostraron un aumento de 2,4 US\$/bl en comparación con el mismo período de 2024 (16,8 vs 14,4 US\$/bl).

- Durante los primeros meses de 2025, una extensa temporada de mantenimiento de refinerías en EE.UU., sumada a un invierno frío que disparó el consumo de diésel, redujo los inventarios de productos y sostuvo márgenes altos a inicios de año.
- A esto se agregó el cierre definitivo de la refinería LyondellBasell (Houston) de 260 kb/d a fines de febrero, equivalente al 3% de la capacidad del USGC y 1,4% de la nacional, lo que ajustó aún más la oferta de refinados.
- Hacia el 3T, sin embargo, los márgenes tendieron a moderarse levemente. Los altos cracks del diésel incentivaron tasas de utilización récord en las refinerías de EE.UU., superando el 96% de capacidad durante varias semanas de agosto. De hecho, a comienzos de agosto se alcanzó un peak histórico de 96,9% de utilización.

Gasolinas

Al finalizar el tercer trimestre el precio de la gasolina Unleaded 87 en USGC promedió 87,0 US\$/bl, una disminución de 11,2 US\$/bl respecto mismo periodo el año anterior, cuando se situó en 98,2 US\$/bl. El diferencial de precio de la gasolina respecto al Brent Ice promedió 17,1 US\$/bl; 0,7 US\$/bl más que el mismo periodo de 2024 (16,4 US\$/bl).

Los márgenes de gasolinas han sido afectados por los siguientes factores:

- La demanda interna se mantuvo estancada o a la baja en 2025. En EE.UU., el consumo de gasolina cayó ~1% en lo que va del año respecto de 2024; durante la temporada de mayor conducción (julio–agosto) la demanda fue ~2% inferior a la del año previo. La debilidad doméstica, junto con tasas récord de refinación, permitió recomponer inventarios en junio y debilitó el crack durante los dos primeros meses del 3T.
- Cambio tecnológico y eficiencia; mayor eficiencia y más EV restan dinamismo a la demanda. En el 1S25, las ventas de EV en EE.UU. subieron +6% interanual (~10% de share) y a nivel global +33%. La eliminación de subsidios a EV desde septiembre 2025 podría ralentizar la adopción en el corto plazo (parcialmente compensado por nuevos modelos de menor costo).
- Oferta en la cuenca Atlántica y eventos puntuales; nuevas capacidades (Dangote, Dos Bocas) aumentan oferta de gasolina, pero paradas de RFCC en Dangote y de BP Whiting en agosto elevaron los cracks temporalmente.
- Hacia septiembre, con normalización de oferta y cambio a la especificación de invierno (menor costo de producción 3–5 US\$/bl), los cracks comenzaron a bajar.

Diésel

Hasta septiembre el precio promedio del diésel de bajo azufre en USGC fue de 93,8 US\$/bl, una caída de 9,2 US\$/bl respecto al mismo periodo de 2024. El diferencial de precio del diésel respecto al Brent Ice promedió 24,0 US\$/bl; 2,7 US\$/bl más alto que el año pasado (21,3 US\$/bl).

Los cracks del diésel encontraron un sustento por sobre los 20 US\$/bl, apoyados por:

- Mayor consumo y exportaciones desde EE.UU.: en 1S-25, la demanda doméstica de diésel subió +5% respecto de 2024 (invierno riguroso), llevando los inventarios a mínimos hacia abril. Luego, el consumo interno se estabilizó. Las exportaciones, en cambio, crecieron ~25% entre el abril y septiembre, impulsadas por la menor oferta de Medio Oriente, cierres en Europa (~350 kb/d) y las restricciones al diésel ruso. Con ello, la demanda total (interno + exportaciones) creció ~2% en lo que va del año respecto de 2024.
- Inventarios en recuperación tardía: iniciaron 2025 en niveles muy bajos y comenzaron a reponerse desde mayo, debido al aumento de la producción, impulsado por cracks elevados que favorecieron la producción de diésel.
 - Aun con la mejora del 3T, los inventarios se mantuvieron ajustados en términos históricos debido a un consumo sólido y a exportaciones sostenidas, lo que sostuvo diferenciales firmes.
- Políticas y factores estructurales en Occidente: La UE prohibirá importar diésel producido con crudo ruso desde ene-2026 (impacto ~300 kb/d, ~5% de la demanda), y EE.UU. aplicó aranceles punitivos desde fines de agosto.
 - Esto reconfigura los flujos a favor de EE.UU. Además, la estacionalidad alcista (cosechas sept–nov e inicio de invierno) respalda márgenes de diésel firmes hacia el cierre del año.

Fuel Oil

En lo que va del año el precio del fuel oil N°6 con 3% de azufre promedió 64,4 US\$/bl, lo que representa una caída de 5,3 US\$/bl en comparación con el mismo período de 2024. El diferencial frente al Brent ICE se ubicó en -5,4 US\$/bl, mostrando un aumento de 6,6 US\$/bl respecto al mismo periodo del año pasado.

- Mayor consumo de bunker por desvíos marítimos: La inseguridad en Oriente Medio alargó rutas (desvíos por el Cabo de Buena Esperanza), elevando millas navegadas y demanda de fuel oil marino; esto sostuvo cracks de fuel gran parte del año. Aunque algunos riesgos cedieron en 3T, las rutas alternativas mantuvieron el consumo alto.
- Menor disponibilidad de crudos pesados en EE.UU.: Menos insumos pesados por el nuevo oleoducto Trans Mountain y el fin del waiver a Chevron en Venezuela, redujeron importaciones -7% (1S25 vs 1S24) y la producción de fuel ~15% (~290 vs 340 kb/d). Con inventarios en mínimos de 10 años, los cracks se mantuvieron elevados pese al alto uso de refinerías en 3T.
- Flexibilización reciente de sanciones: A fines de julio se restableció el waiver para Chevron en Venezuela, con potencial de +200 kb/d de crudo pesado hacia EE.UU. Junto al mayor aporte OPEP+, podría moderar gradualmente los cracks del fuel hacia el 4T.

Tarifas de flete USGC-Chile

Desde enero a septiembre las tarifas de fletes promediaron 7,0 US\$/bl, 2,8 US\$/bl menos que en el mismo período de 2024 (9,8 US\$/bl), favorecidas por una disponibilidad permanente del Canal de Panamá, que en el 1S de 2024 estaba afectado por una sequía.

- Durante la semana de mayores tensiones en Medio Oriente (junio), las tarifas aumentaron hasta los 8,3 US\$/bl, debido a un aumento de las exportaciones de diésel a Europa.
- La ruta por Panamá opera con normalidad, a diferencia de las restricciones por sequía del año previo. Los niveles del lago Gatún, que alimenta el Canal se han mantenido elevados este año, asegurando un tránsito fluido de buques.
- A fines del 3T, las tarifas volvieron a elevarse por la incertidumbre en torno al diésel ruso, con Brasil sustituyendo ese suministro con diésel de la USGC y compitiendo por tonelaje con el Caribe, México y Europa.

Gas natural

En lo que va del año el precio del Gas Natural, según el marcador Henry Hub de EE.UU., promedió 3,5 US\$/MMBTU, un aumento de 1,3 US\$/MMBTU respecto al año 2024 (2,2 US\$/MMBTU).

- Al cierre del último trimestre, los inventarios en EE.UU. se ubicaron 1% sobre el nivel del mismo período de 2024. En el 3T, la demanda migró estacionalmente a generación eléctrica; pero en menor medida que el año pasado, por la mayor generación renovable.
- De persistir clima normal y altas exportaciones, los precios se mantendrían firmes en el 4T.

9.- ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO.

El negocio de ENAP Refinerías S.A. consiste principalmente en la compra de crudos en el mercado internacional para su refinación y posterior venta de los productos así elaborados en el mercado doméstico, de acuerdo con su política de precios de paridad de importación.

Los riesgos relevantes para el negocio están esencialmente, por un lado, en las fluctuaciones de precios en los mercados internacionales de crudo, debido al tiempo que transcurre entre el momento de la compra (embarque) de los crudos y la venta de los productos refinados a partir de éstos, y por otro, en las fluctuaciones en el precio de los productos, asociados a su vez a variaciones en el margen de refinación.

Para cubrir el primer riesgo (fluctuaciones de precios de crudo), se efectúan coberturas del tipo *Time Spread Swaps*. Dada la alta volatilidad del precio del crudo, la administración ha continuado con la política de contratación de coberturas que permitan 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. No obstante, es importante mencionar que estos instrumentos, por su naturaleza y forma de operar, protegen de las variaciones de precios del crudo, pero no aseguran en un 100% la eliminación de efectos en resultados producto de la volatilidad en la compra de materia prima.

ENAP REFINERÍAS S.A.
ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
INTERMEDIOS POR EL PERIODO TERMINADO AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2025

Respecto del segundo de los riesgos enunciados (fluctuaciones de precio de productos), este depende de los volúmenes de producción y consumo de éstos en el mercado internacional. Su relevancia se observa en el siguiente ejemplo: considerando un nivel de refinación de 66 millones de barriles de crudo durante el año, una variación de US\$1 / bbl en el margen de refinación se tendría, *ceteris paribus*, un impacto en resultados de US\$66 millones.

Como estrategia central para enfrentar el riesgo de variación del margen de refinación, ENAP Refinerías S.A. ha orientado sus inversiones al incremento de su flexibilidad productiva y de la calidad de sus productos. Hasta ahora no se han contratado derivados financieros para fijar el margen de refinación, pero se están monitoreando permanentemente los niveles de precio ofrecidos por el mercado.

10.- RIESGOS DEL NEGOCIO.

ENAP Refinerías S.A. a través de su matriz ENAP, adoptó en diciembre de 2012 un Modelo de Gestión Integral de Riesgos, basado en estándares internacionales y las mejores prácticas en la materia. El modelo se sustenta en una política corporativa que apunta a fortalecer la gestión estratégica, y una metodología que asegura que los riesgos críticos sean identificados, evaluados y mitigados, en forma consistente y sistemática.

La gestión integral de riesgos se aplica en todas las líneas, unidades de negocio, áreas y procesos del grupo empresarial. Comienza en el primer nivel de la organización y se aplica en todos los ámbitos de gestión. Comprende todos los riesgos críticos, sean estos estratégicos, operacionales, de cumplimiento y de reportabilidad y financieros, que puedan afectar la visión, misión y el plan estratégico de negocios de ENAP y sus filiales.

Dentro de los principales riesgos financieros que se están gestionando, se mencionan: las pérdidas por variaciones significativas en la tasa de interés, el tipo de cambio, y los relacionados al inadecuado traspaso de riesgos en temas de seguros patrimoniales.

En los ámbitos de cumplimiento, se están gestionando riesgos relacionados a la cultura ética de la Sociedad y las buenas prácticas.

* * * * *