



ENAP

ENAP REFINERÍAS S.A.

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

**CORRESPONDIENTE AL EJERCICIO
TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2025**

ENAP REFINERÍAS S.A.

2025

El propósito de este documento es facilitar el análisis de los Estados Financieros ENAP Refinerías S.A., para el ejercicio terminado al 31 de diciembre de 2025, y su comparación con el ejercicio terminado el 31 de diciembre de 2024, para los saldos de balance, así como para las cifras de resultado.

Este informe debe entenderse complementario a los Estados Financieros 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\$ 644,1 millones al 31 de diciembre de 2025 en comparación a los US\$ 350,5 millones obtenidos en el ejercicio anterior. Este mayor resultado se explica principalmente por el aumento del margen bruto que alcanzó los US\$ 1.128,7 millones, comparado con los US\$750,6 millones en 2024. Este mayor margen se debe a:

- i) mayores ventas de producción propia valiosa en R&C, las que alcanzaron los 10.121 Mm³, representando un aumento de 1.138 Mm³ (+13%).
- ii) menores costos de energía derivados de un menor precio del Brent (68,2 dólares por barril (US\$/bbl) en la bolsa intercontinental de Londres (ICE), esto es 11,7 US\$/bbl por debajo del año 2024 (79,9 US\$/bbl))
- iii) menores costos por coberturas financieras y reducción en costos logísticos.

En cuanto al Resultado Antes de Impuesto (RAI) de US\$ 829,1 millones, este fue superior a los US\$ 468,4 millones obtenidos en el ejercicio anterior. Este aumento se explica por mejores márgenes internacionales promedio de refinación durante el ejercicio: en gasolinas, aumentaron de 14,7 US\$/bbl a 16,8 US\$/bbl, y en diésel de 20,2 US\$/bbl a 25,6 US\$/bbl. Adicionalmente, se registró una mayor venta de producción propia valiosa, impulsada por un cambio en el mix de ventas, y una optimización de costos logísticos, como resultado de diversas iniciativas operacionales.

El EBITDA de ENAP Refinerías S.A. al 31 de diciembre de 2025 ascendió a US\$1.064,9 millones el cual se compara con US\$673,9 millones obtenidos en 2024.

2.- ANÁLISIS DEL ESTADO DE RESULTADOS

ESTADOS DE RESULTADOS

Cifras en Millones de dólares (US\$)	dic-25	dic-24	Var. US\$	% Var. Abs.
ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES				
Ingresos de actividades ordinarias	8.057,4	8.604,7	(547,3)	6,4%
Costos de ventas	(6.928,7)	(7.854,1)	925,4	11,8%
Margen bruto	1.128,7	750,6	378,1	50,4%
Otros ingresos, por función	19,5	15,6	3,9	25,0%
Costos de distribución	(221,6)	(223,0)	1,4	0,6%
Gastos de administración	(41,4)	(23,1)	(18,3)	79,2%
Otros gastos, por función	(7,6)	(29,2)	21,6	74,0%
Ganancia de actividades operacionales	877,6	490,9	386,7	78,8%
Ingresos financieros	0,9	2,4	(1,5)	62,5%
Costos financieros	(23,4)	(45,2)	21,8	48,2%
Participación en asociadas	0,4	0,6	(0,2)	33,3%
Diferencias de cambio	(26,4)	19,7	(46,1)	234,0%
Ganancia antes de impuestos	829,1	468,4	360,7	77,0%
Gasto por impuestos a las ganancias	(185,0)	(117,9)	(67,1)	56,9%
Ganancia del ejercicio	644,1	350,5	293,6	83,8%

INGRESOS DE ACTIVIDADES ORDINARIAS

Los ingresos de actividades ordinarias disminuyeron un 6,4% al 31 de diciembre de 2025 respecto al año anterior, el detalle es el siguiente:

Cifras en Millones de dólares (US\$)	dic-25	dic-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Ingresos de Actividades Ordinarias				
Ingresos por ventas productos propios	7.197,2	7.095,5	101,7	1,4%
Ingresos por ventas productos importados	471,8	1.084,0	(612,2)	56,5%
Ingresos por ventas gas natural	345,5	404,0	(58,5)	14,5%
Ingresos por servicios	42,9	21,2	21,7	>100,0%
TOTAL INGRESOS ORDINARIOS	8.057,4	8.604,7	(547,3)	6,4%

Los ingresos por ventas de productos propios aumentaron en US\$ 101,7 millones (1,4%) comparado con el año anterior, por un aumento en el volumen de ventas de producción propia en 935,6 Mm³ al pasar de los 10.715,0 Mm³ a 11.650,6 Mm³ (8,7%), explicado por un cambio en el mix de ventas, con una mayor participación de productos propios respecto a productos importados, lo cual está compensado parcialmente por los menores precios de venta, desde un promedio de 101,0 US\$/bbl en el año 2024 a 94,1 US\$/bbl en 2025 (-6,9%).

Los ingresos asociados a la venta de productos importados en R&C, tales como diésel y gasolinas, disminuyeron en US\$612,2 millones (-56,5%), respecto al año 2024, explicado por un cambio en el mix de productos a venta, lo que implicó un menor volumen de venta por 745,5 Mm³, al pasar de 1.458,8 Mm³ a 713,3 Mm³ (-51,1%), sumado a un menor precio de venta promedio de la canasta de productos, que se redujo de los 118,1 US\$/bbl en el año 2024 hasta los 105,2 US\$/bbl en año 2025 (-13,0%).

Los ingresos por venta de gas natural importado disminuyeron en US\$ 58,5 millones, explicado principalmente por menor valor del Brent utilizado como referencia en los precios de venta a los clientes. En promedio, el Brent fue 13,7% inferior respecto de 2024.

ENAP REFINERÍAS S.A.**ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA
POR EL EJERCICIO TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2025****COSTOS DE VENTAS**

Cifras en Millones de dólares (US\$)		dic-25	dic-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Costos de ventas desagregados					
Costos por compra de crudo		(5.310,1)	(5.708,9)	398,8	7,0%
Costos operacionales no crudo		(910,7)	(790,8)	(119,9)	15,2%
Costos de productos importados		(444,7)	(1.049,4)	604,7	57,6%
Costo por venta de gas natural		(263,2)	(305,0)	41,8	13,7%
TOTAL COSTOS DE VENTAS		(6.928,7)	(7.854,1)	925,4	11,8%

Los costos por compra de crudo disminuyeron en US\$398,8 millones (7,0%) durante el año 2025. Esta disminución se debe principalmente a la disminución en los precios de la materia prima, que disminuyeron desde los 84,7 US\$/bbl en 2024 a 72,5 US\$/bbl en año 2025 (-12,3 US\$/bbl). Este efecto fue compensado parcialmente por un alza en el volumen costeado de producción propia que pasó de 10.715,0 Mm³ a 11.650,6 Mm³ en año 2025 (8,7%).

Los costos operacionales no crudo aumentaron en US\$119,9 millones (15,2%), debido principalmente al aumento de costos variables asociados con el incremento en la producción.

Los costos asociados a la compra de productos importados en R&C, disminuyeron en US\$604,7 millones (-57,6%), respecto a 2024. Esta caída se explica por un cambio en el mix de productos vendidos, lo que resultó en un menor volumen de venta por 745,5 Mm³, al pasar de 1.458,8 Mm³ a 713,3 Mm³ (-51,1%), sumado a un menor precio de costo promedio de la canasta de productos, que se redujo de los 114,4 US\$/bbl en 2024 hasta los 99,1 US\$/bbl en 2025.

Los costos de venta de gas natural importado disminuyeron en US\$41,8 millones, explicado principalmente por un menor costo de suministro, asociado a disponibilidad de gas natural argentino.

MARGEN BRUTO

El Margen Bruto de US\$ 1.128,7 millones se compara con los US\$ 750,6 millones obtenidos en 2024. Este aumento se atribuye principalmente a la mayor venta de producción propia valiosa de R&C (+13%), 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\$21,6 millones, al pasar de US\$29,2 millones en 2024 a US\$7,6 millones en 2025, esta disminución se explica principalmente por (i) un cargo de US\$ 19,9 millones en 2024 por bajas y obsolescencia de Propiedades, Planta y Equipos (PP&E); (ii) un cargo de US\$ 8,9 millones en 2024 por ajuste a las provisiones asociadas a bonos al personal, lo cual fue compensado parcialmente por una provisión de incobrables de US\$ 7,4 millones y otros abonos por US\$ 0,2 millones.

Los Costos financieros presentan una disminución de US\$ 21,8 millones, al pasar de US\$ 45,2 millones en 2024 a US\$ 23,4 millones en 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\$ 26,4 millones durante 2025, debido a la exposición de saldos de moneda local en Chile y un efecto por tipo de cambio promedio.

ENAP REFINERÍAS S.A.

ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA POR EL EJERCICIO TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2025

El rubro Gasto por impuestos a las ganancias reflejó un mayor gasto de US\$ 67,1 millones que se explica principalmente por un mayor resultado financiero y tributario.

3.- ANÁLISIS DEL ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA

ACTIVOS

Cifras en Millones de dólares (US\$)	dic-25	dic-24	Var	% Var. Abs.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA				
Activos corrientes	967,3	1.380,8	(413,5)	29,9%
Activos no corrientes	2.596,3	2.463,5	132,8	5,4%
ACTIVOS	3.563,6	3.844,3	(280,7)	7,3%

Al 31 de diciembre de 2025, el total de activos presenta una disminución neta de US\$280,7 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\$208,0 millones (61%) al pasar de US\$339,4 millones al 31 de diciembre de 2024 a US\$131,3 millones al 31 de diciembre de 2025, esta disminución se debe principalmente a que ciertas empresas distribuidoras optaron por un cambio en la modalidad de pago de las facturas desde pago a crédito a pago contado.
- **Inventarios** presenta una disminución de US\$222,0 millones (22,1%) al pasar de US\$1.004,8 millones al 31 de diciembre de 2024 a US\$782,8 millones al 31 de diciembre de 2025, debido a un menor nivel de inventario de crudo por US\$ 98,2 millones e inventario de productos por US\$ 124,9 millones y otras variaciones por US\$1,0 millones.
- **Propiedades, Planta y Equipo** se incrementó desde los US\$2.289,4 millones 31 de diciembre de 2024 a US\$2.450,8 millones al 31 de diciembre de 2025, representando un aumento neto de US\$161,4 millones (7,1%), los principales movimientos de la cuenta se componen de adiciones por US\$303,5 millones, compensado por depreciaciones y otros abonos por US\$ 142,1 millones.

PASIVOS

Cifras en Millones de dólares (US\$)	dic-25	dic-24	Var US\$	% Var. Abs.
ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA				
Pasivos corrientes	800,4	1.683,2	(882,8)	52,4%
Pasivos no corrientes	158,2	195,6	(37,4)	19,1%
PASIVOS	958,6	1.878,8	(920,2)	49,0%
Patrimonio	2.605,0	1.965,5	639,5	32,5%
Total pasivos y patrimonio	3.563,6	3.844,3	(280,7)	7,3%

Al 31 de diciembre de 2025 los pasivos totales de la Empresa registran una disminución de US\$920,2 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\$ 70,3 millones, al pasar de US\$ 635,6 millones 31 de diciembre de 2024 a US\$ 565,3 millones al 31 de diciembre 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\$ 784,2 millones, al pasar de US\$ 904,6 millones 31 de diciembre de 2024 a US\$ 120,4 millones al 31 de diciembre de 2025 y cuya variación corresponde a disminución de deuda con la Matriz ENAP, debido a los positivos resultados antes de impuestos.

PATRIMONIO

Al 31 de diciembre de 2025 el Patrimonio aumentó en US\$ 639,6 millones (32,5%) respecto al 31 de diciembre de 2024, debido a la utilidad del ejercicio de US\$ 644,1 millones y efectos negativos en resultados acumulados y reservas de cobertura por US\$ -4,5 millones.

4.- ANÁLISIS DE ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado al 31 de diciembre de 2025 y 2024, son los siguientes:

Cifras en Millones de dólares (US\$)		dic-25	dic-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Estados de Flujos de Efectivos					
Flujos de efectivo procedentes de actividades de operación		1.105,3	780,8	324,5	41,6%
Flujos de efectivo utilizados en actividades de inversión		(303,5)	(359,1)	55,6	15,5%
Flujos de efectivo utilizados en actividades de financiación		(804,3)	(421,2)	(383,1)	91,0%
Variación de efectivo y equivalentes al efectivo, antes de los cambios en la tasa de cambio		(2,5)	0,5	(3,0)	>100,0%
Variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo		0,1	(0,4)	0,5	>100,0%
Variación de efectivo y equivalentes al efectivo		(2,4)	0,1	(2,5)	0,0%
Efectivo y equivalentes al efectivo al inicio del ejercicio		2,8	2,7	0,1	3,7%
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del ejercicio		0,4	2,8	(2,4)	85,7%

El flujo de actividades de operación al 31 de diciembre de 2025 reflejó un saldo positivo de US\$ 1.105,3 millones, en comparación con los US\$ 780,8 millones registrados al 31 de diciembre de 2024. El flujo utilizado en actividades de inversión ascendió a US\$ 303,5 millones al 31 de diciembre de 2025, frente a los US\$ 421,2 millones al 31 de diciembre de 2024. El flujo de actividades de financiamiento al 31 de diciembre de 2025 registró una utilización neta de recursos por US\$ 804,3 millones, en comparación con US\$ 421,2 millones al cierre al 31 de diciembre de 2024. En ambos ejercicios, 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 31 de diciembre de 2025 y US\$ 2,8 millones al 31 de diciembre de 2024.

ENAP REFINERÍAS S.A.

ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA POR EL EJERCICIO TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DE 2025

5.- EBITDA

El EBITDA de US\$ 1.064,9 millones al 31 de diciembre de 2025, se compara con los US\$ 673,9 millones obtenidos en 2024, el detalle es el siguiente:

EBITDA	dic-25	dic-24	Var. US\$	% Var. Abs.
Resultado Operacional	877,6	490,9	386,7	78,8%
Depreciación y amortización	187,3	165,7	21,6	13,0%
Otros cargos /abonos a resultados	0,0	17,3	(17,3)	100,0%
EBITDA	1.064,9	673,9	391,0	58,0%

6.- ÍNDICES DE RENTABILIDAD Y RESULTADO.

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

ACTIVIDAD		dic-25	dic-24	Var.	% Var. Abs.
Activos					
Activos totales ⁽¹⁾	(Millones US\$)	3.564	3.844	(280,4)	7,3%
Activos promedio ⁽²⁾	(Millones US\$)	3.704	3.836	(132,1)	3,4%
Inventarios		dic-25	dic-24	Var.	% Var. Abs.
Rotación de inventarios ⁽³⁾	(veces)	7,75	7,33	0,4	5,8%
Permanencia de inventarios ⁽⁴⁾	(meses)	1,55	1,64	(0,1)	5,6%

⁽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		dic-25	dic-24	Var.	% Var. Abs.
Rentabilidad de patrimonio controlador promedio ⁽¹⁾	(porcentaje)	28,19	19,61	8,58	43,8%
Rentabilidad de activos ⁽²⁾	(porcentaje)	17,39	9,14	8,25	90,3%
Utilidad por acción ⁽³⁾	(US\$)	3,68	2,00	1,68	84,0%

⁽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.

Durante el 2025, el precio del petróleo crudo Brent ICE promedio 68,2 dólares por barril (US\$/bbl) en la bolsa intercontinental de Londres, esto es 11,7 US\$/bbl por debajo del 2024 (79,9 US\$/bbl). Por su parte, el crudo WTI de EE.UU., promedió 64,7 US\$/bbl, 11,1 US\$/bbl por debajo de 2024 (75,8 US\$/bbl).

Contexto mercado del petróleo:

Durante el primer semestre de 2025, los precios del petróleo exhibieron una alta volatilidad, moviéndose en un rango aproximado de 60 a 80 US\$/bbl, influenciados por factores económicos y geopolíticos. El mercado reaccionó inicialmente a expectativas de menor crecimiento global, asociadas a tensiones comerciales, junto con anuncios de mayor oferta por parte de la OPEP+, lo que presionó los precios a la baja.

En junio, los conflictos en Oriente Medio impulsaron al Brent por sobre los 78 US\$/bbl, aunque este repunte fue transitorio y dio paso a una estabilización en torno a 67–70 US\$/bbl tras el anuncio de un alto al fuego.

Durante el segundo semestre, la persistente incertidumbre comercial y las decisiones de mayor producción por parte de la OPEP+ mantuvieron los precios acotados en la banda media de los 60 US\$/bbl, con repuntes leves y de corta duración.

Hacia el cierre del año, los precios del petróleo tendieron a la baja, a medida que el mercado incorporó una menor prima de riesgo geopolítico, apoyada en avances en las conversaciones de paz entre Rusia y Ucrania y en un escenario de mayor cautela en Medio Oriente. No obstante, nuevas tensiones en Venezuela, vinculadas a restricciones a buques y exportaciones de crudo, reintrodujeron episodios puntuales de volatilidad.

En el 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–noviembre, continuando el retorno paulatino de 1,65 MMbd recortados. Con una demanda global débil, estos incrementos ejercieron presión bajista sobre los precios en el segundo semestre.
- **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 niveles récords. En 2025, la producción de crudo registró un crecimiento de 2% respecto de 2024, mientras que la producción de gas natural aumentó 1,4% interanual a noviembre.
 - En el último mes del año, la producción semanal rondó 13,8 MMbd, ~200 mil barriles/día 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 global 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–Palestina 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).
 - 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.

- Al cierre del 2025, Medio Oriente experimentó un cese formal de hostilidades entre Israel y Hamás, con un alto el fuego en Gaza que redujo los combates, pero sin resolver la inseguridad ni los problemas humanitarios.

- **Restricciones a exportaciones de crudo y productos de países sancionados:**

- EE.UU. y la UE intensificaron sanciones durante el 2025, 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\$/bbl y vetó desde enero de 2026, los refinados elaborados con crudo ruso.
- 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.
- El 16 de diciembre, EE. UU. ordenó un “bloqueo total y completo” a los buques petroleros sancionados que operan desde o hacia Venezuela, reforzando el control marítimo y la presión sobre sus exportaciones de crudo, lo que elevó la incertidumbre sobre la disponibilidad de suministro regional.

- **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.
- EE. UU., la UE, el Reino Unido y Francia impulsaron un plan de paz enfocado en garantías de seguridad para Ucrania, apoyo militar futuro y una eventual fuerza multinacional para respaldar un alto el fuego. En paralelo, Ucrania avanzó en negociaciones con aliados occidentales sobre seguridad y el control de zonas estratégicas, como Donetsk y la central nuclear de Zaporizhzhia. Sin embargo, no se logró alcanzó la paz.
- 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)

En el 2025, los márgenes de refinación en la Costa del Golfo de EE.UU. mostraron un aumento de 3,9 US\$/bbl en comparación con 2024 (17,3 vs 13,4 US\$/bbl).

- 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.
- Durante julio y noviembre el crack 7-331 se mantuvo elevado, por sobre los 20 US\$/bbl, debido a bajos stocks asociados a mantenciones y caídas en refinerías de EE.UU., menor refinación en Rusia y medio oriente.
- Durante diciembre, y posterior al período de mantenciones, los cracks bajaron debido a un aumento de la refinación en EE.UU.

Gasolinas

Al finalizar el 2025 el precio de la gasolina Unleaded 87 en USGC promedió 84,9 US\$/bbl, una disminución de 9,5 US\$/bbl respecto al año anterior, cuando se situó en 94,5 US\$/bbl. El diferencial de precio de la gasolina respecto al Brent Ice promedió 16,8 US\$/bbl; 2,1 US\$/bbl más que el 2024 (14,7 US\$/bbl).

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

- La demanda interna de EE.UU. disminuyó un 1% respecto de 2024, influenciada por la mayor eficiencia energética y la creciente penetración de vehículos eléctricos.
- Las nuevas capacidades de refinación en Nigeria (Dangote) y México (Dos Bocas) no han podido operar a su capacidad máxima por problemas técnicos, lo que ha favorecido el crack de gasolina.
- A comienzos de noviembre, los inventarios de gasolina cayeron a un mínimo histórico, debido a paradas inesperadas en las refinerías de Houston (200 kb/d) y Whiting (440 kb/d). A esto se sumó un récord en las exportaciones, lo que respaldó los márgenes (cracks) de la gasolina.

Diésel

En 2025, el precio promedio del diésel de bajo azufre en USGC fue de 93,8 US\$/bbl, una caída de 6,2 US\$/bbl respecto al mismo periodo de 2024. El diferencial de precio del diésel respecto al Brent Ice promedió 25,6 US\$/bbl; 5,4 US\$/bbl más alto que el año pasado (20,2 US\$/bbl).

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

- Mayor consumo y exportaciones desde EE.UU.: en el primer semestre, 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 en 2025 (interno + exportaciones) creció 1% con respecto al 2024.
- Los inventarios 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.
- Geopolítica: La UE prohibirá importar diésel producido con crudo ruso desde ene-26 (impacto ~300 kb/d), 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) respaldó los márgenes de diésel hacia el cierre del año.
- En noviembre, el crack del diésel alcanzó los 42,2 US\$/bbl, impulsado por inventarios ajustados y por las restricciones aplicadas a productos y empresas rusas, nivel no observado en casi dos años.

Fuel Oil

En el 2025 el precio del fuel oil N°6 con 3% de azufre promedió 62,3 US\$/bbl, lo que representa una caída de 6,8 US\$/bbl en comparación con el 2024. El crack frente al Brent ICE se ubicó en -5,9 US\$/bbl mostrando un aumento de 4,9 US\$/bbl respecto al mismo periodo del año pasado. El aumento del crack está influenciado por los siguientes factores:

- Mayor consumo de bunker por desvíos marítimos: La persistente inseguridad en Medio Oriente continuó extendiendo las rutas de navegación —con desvíos por el Cabo de Buena Esperanza—, incrementando las millas recorridas y la demanda de fuel oil marino, lo que sostuvo los cracks de fuel durante gran parte del año. Si bien algunos riesgos se moderaron a mediados del tercer trimestre, el uso de rutas alternativas

mantuvo un elevado consumo hacia el cierre de 2025. En este contexto, el tránsito por el Mar Rojo se mantiene cerca de un 60% por debajo de los niveles normales.

- Menor disponibilidad de crudos pesados en EE.UU.: A octubre, las importaciones de crudo pesado al USGC disminuyeron 6% vs 2024, principalmente desde Venezuela (-35%) debido al término temporal del waiver a Chevron; y desde Canadá (-9%).
- Flexibilización 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., con lo cual la producción aumentó 4% y los stocks se recuperaron.
- Inventarios ajustados: Los stocks de fuel fueron un 25% más bajos que los de 2024, alcanzando el mínimo en 10 años.

Tarifas de flete USGC-Chile

Entre enero y diciembre, las tarifas de flete promediaron 7,2 US\$/bbl, 1,5 US\$/bbl por debajo del promedio del 2024 (8,7 US\$/bbl), favorecidas por la plena disponibilidad del Canal de Panamá.

- Durante la semana de mayores tensiones en Medio Oriente (junio), las tarifas aumentaron hasta los 8,3 US\$/bbl, 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 de los años 2023 y 2024. Los niveles del lago Gatún, que alimenta el Canal se han mantenido en niveles normales, asegurando un tránsito fluido de buques.
- A fines del septiembre, las tarifas volvieron a elevarse por la incertidumbre en torno al diésel ruso, con Brasil sustituyendo ese suministro condidiésel de la USGC y compitiendo por tonelaje con el Caribe, México y Europa.
- Durante el cuarto trimestre, las tarifas se mantuvieron en el rango de 7–8 US\$/bbl, con presiones alcistas puntuales por mayor demanda regional que fueron compensadas hacia el cierre del trimestre por una mayor disponibilidad de buques y una menor actividad estacional.

Gas natural

En el 2025, el precio del Gas Natural, según el marcador Henry Hub de EE.UU., promedió 3,6 US\$/MMBTU, un aumento de 1,2 US\$/MMBTU respecto al año 2024 (2,4 US\$/MMBTU).

- Durante 2025 la demanda interna de gas natural creció 2,8% vs 2024, principalmente en el sector residencial e industrial.
- Las exportaciones de GNL aumentaron en torno a ~3 Bcf/d (+27%), impulsadas por nueva capacidad exportadora en EE.UU., entregando soporte estructural a los precios.
- Condiciones climáticas: Al inicio del invierno, el precio del Henry Hub alcanzó un máximo histórico de 5,3 US\$/MMBtu, impulsado por condiciones climáticas más frías de lo normal. Durante diciembre, los heating degree days (HDD) en EE.UU. se ubicaron aproximadamente 14% por sobre el promedio histórico, fortaleciendo la demanda estacional de gas natural.

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.

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.

* * * * *