Enap Refinerías S.A.

ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS AL 30 DE JUNIO DE 2012.

El presente análisis evalúa el Estado de Situación Financiera Clasificado al 30 de junio de 2012 y el ejercicio concluido al 31 de diciembre del 2011, conjuntamente con el Estado de Resultados Integral acumulado al primer semestre del año 2012 con similar estado de resultados del año 2011.

La Sociedad lleva su contabilidad en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica a contar del 1 de enero de 2005, de acuerdo a la resolución Exenta Nº 1.320 del Servicio de Impuestos Internos, de fecha 30 de septiembre de 2004 y Oficio Ordinario Nº 12.226 de la Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha 31 de diciembre de 2004, en los términos y condiciones que exige el artículo 18, inciso 3ro. del Código Tributario.

El resultado del primer semestre del año 2012 después de impuesto a la renta, fue una pérdida de US$ 216 millones. Este resultado estuvo marcado por el incremento que experimentó en el período el precio promedio del crudo asociado a compras en base al marcador WTI en Latinoamérica durante los últimos dos meses del año 2011. Este sufrió una fuerte apreciación respecto al marcador Brent de referencia para determinar los precios de paridad de importación que afectó directamente en una reducción de márgenes en los primeros tres meses del año 2012. Adicionalmente, se experimentó un incremento de los costos de la energía debido al alza en el precio del crudo a nivel internacional, el cual está estrechamente vinculado al proceso productivo y al funcionamiento de las refinerías. Ambas variables afectaron de manera significativa los costos directos de producción de las refinerías, generándose, en relación al mismo período del año anterior, un incremento en los costos equivalente a un 9%, sin ser éstos contrarrestados con los incrementos de los ingresos que alcanzaron tan solo a un 3%.

A nivel de margen de refinación (ingreso menos costo de crudo), se produjo una disminución de un 31% respecto a igual periodo del año anterior, según se detalla en la página 10 de este análisis. La razón principal de la disminución de este margen, fue el encarecimiento de la canasta de crudos latinoamericanos indexados al WTI a los que Enap Refinerias S.A. tiene acceso (materia prima sin arancel aduanero), crudos que presentaron una oferta regional en lento crecimiento y cada vez más concentrada desde el punto de vista del número de proveedores. Sin embargo, los precios de venta no recogen los aumentos de costos como refinador, dado que la política de precios de venta establecidas por Enap Refinerías S.A. está en función de los precios de paridad de importación de la costa del Golfo de México de Estados Unidos (USGC), los cuales reflejan los costos propios de su proceso de refinación. Adicionalmente y en particular durante los primeros tres meses del año 2012 los márgenes de refinación internacionales que determinan directamente el precio de paridad de importación de la costa del Golfo de México de Estados experimentaron una fuerte baja, lo que sumado a los efectos de mayores costos de crudo a los que se tuvo acceso generaron una reducción en el margen de refinación.

Para contrarrestar este desbalance, Enap Refinerías S.A., ha implementado acciones correctivas en las compras realizadas durante el semestre, como por ejemplo, modificación de la dieta de crudos a ser refinada y cambio en la modalidad de compra.

El total de activos de la empresa al 30 de junio del 2012 ascendió a US$ 4.410 millones inferior a los US$ 4.474 millones (1%) registrados al 31 de diciembre del 2011.

El patrimonio consolidado de la Empresa al 30 de junio del 2012, alcanzó a US$ 266 millones, menor a los US$ 492 (46%) del 31 de diciembre del 2011. Lo anterior principalmente por efecto de la pérdida generada en el presente período y variaciones en las cuentas de reservas.

En el presente análisis se exponen antecedentes que permiten dar cuenta de la situación económica y financiera de la Empresa al 30 de junio del año 2012, comparado con la situación patrimonial y financiera al 31 de diciembre del año 2011 y estado de resultados integrales al 30 de junio de 2011, lo que se complementa con apreciaciones de la administración respecto de la situación de mercado en que participa la Sociedad.

Los antecedentes que se expone son:
1.- Estado de Situación Financiera Clasificado
2.- Estado de Resultados Integrales
3.- Flujo de Efectivo
4.- Diferencias entre valor económico y de libros de los activos
5.- Situación de mercado
6.- Análisis de riesgo de mercado

1.- ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADO

El Estado de Situación Financiera Clasificado de Enap Refinerías S.A., que compara la posición patrimonial al 30 de junio del 2012 con la del 31 de diciembre del 2011, es el siguiente:

	30.06.2012	31.12.2011
	MUS$	MUS$
Activos		
Activos corrientes		
Efectivo y equivalentes al efectivo	23.044	35.088
Otros activos financieros corrientes	2.641	2.989
Otros activos no financieros, corriente	27.555	11.624
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar corrientes	589.299	679.349
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, corriente	65.073	92.038
Inventarios	1.377.915	1.414.093
Activos por impuestos corrientes	108.405	86.587
Total de activos corrientes distintos de los activos o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta o como mantenidos para distribuir a los propietarios	2.193.932	2.321.768
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	15
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	-	15
Activos corrientes totales	2.193.932	2.321.783
Activos no corrientes		
Otros activos financieros no corrientes	8	8
Otros activos no financieros no corrientes	6.010	10.642
Derechos por cobrar no corrientes	16.466	16.234
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas, no corriente	392	392
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	83.472	87.864
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.083	3.083
Propiedades, planta y equipo, neto	1.827.588	1.801.908
Propiedades de inversión, neto	2.053	2.055
Activos por impuestos diferidos	276.828	230.525
Total de activos no corrientes	2.215.900	2.152.711
Total de activos	4.409.832	4.474.494

	30.06.2012	31.12.2011
	MUS$	MUS$
Patrimonio y pasivos		
Pasivos		
Pasivos corrientes		
Otros pasivos financieros corrientes	72.323	57.911
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.286.405	1.167.228
Cuentas por pagar a entidades relacionadas, corriente	2.241.564	2.198.578
Otras provisiones a corto plazo	13.479	13.672
Pasivos por Impuestos corrientes	54.336	45.791
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	16.805	16.498
Otros pasivos no financieros corrientes	71	71
Pasivos corrientes totales	3.684.983	3.499.749
Pasivos no corrientes		
Otros pasivos financieros no corrientes	367.901	390.547
Cuentas por pagar no corrientes	1.504	1.798
Otras provisiones a largo plazo	9.717	11.015
Pasivos por impuestos diferidos	25.535	26.267
Provisiones no corrientes por beneficios a los empleados	54.147	52.643
Otros pasivos no financieros no corrientes	213	344
Total de pasivos no corrientes	459.017	482.614
Total pasivos	4.144.000	3.982.363
Patrimonio		
Capital emitido	1.403.668	1.403.668
Ganancias (pérdidas) acumuladas	(1.126.484)	(909.214)
Primas de emisión	505	505
Otras reservas	(32.845)	(23.651)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	244.844	471.308
Participaciones no controladoras	20.988	20.823
Patrimonio total	265.832	492.131
Total de patrimonio y pasivos	4.409.832	4.474.494

Al 30 de junio del 2012 el total de activos presenta una disminución de US$ 65 (1%) con relación al existente al 31 de diciembre de 2011. Esta baja se genera principalmente por las variaciones experimentadas en los saldos de las siguientes cuentas:

Activos corrientes y no corrientes (En millones de dólares)	**30.06.2012** MMUS$	**31.12.2011** MMUS$	**Variación** MMUS$
Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar Corrientes	589	679	(90)
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes	65	92	(27)
Inventarios	1.378	1.414	(36)
Propiedades, Planta y Equipo	1.828	1.802	26
Activos por Impuestos Diferidos	277	231	46

La disminución experimentada por el rubro Deudores Comerciales y Otras Cuentas por Cobrar en US$ 90 (13%) obedece principalmente a la baja de un 11% en el volumen de ventas físicas equivalentes de junio del 2012, respecto a diciembre del 2011 a lo que se agrega una baja de precios nominales, estimados a partir de los precios unitarios netos de venta de los meses de junio del 2012 y diciembre del 2011, que en promedio se reducen en 2% (116,4 US$/Bbl v/s 119,2 US$/Bbl).

La disminución en el rubro Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas Corrientes por US$ 27 millones (29%), se explica principalmente por una disminución de la cuenta por cobrar a GNL Chile S.A. por US$ 38 millones, asociado a menores anticipos asociados a la compra de gas; compensado con un aumento en la cuenta por cobrar a Enap Sipetrol S.A. por anticipos de compra de crudo por US$10 millones.

El rubro Inventarios refleja una disminución de US$ 36 millones (3%) con respecto al 31 de diciembre de 2011. Los principales cambios en las variables que originan este decrecimiento son:

- El menor valor del Inventario de Crudos, que baja desde US$ 601 millones a US$ 470 (22%), explicado principalmente por la disminución en el volumen de inventarios, que baja desde 860,5 Mm^3 en diciembre de 2011 a 755,7 Mm^3 (-12,2%) en junio de 2012, complementado por el efecto del alza de los precios internacionales del crudo, que se refleja en la subida del costo unitario, que pasa desde 111,0 US$/Bbl en diciembre de 2011 a 98,9 US$/Bbl (11%) en junio de 2012, y

- El mayor valor del Inventario de Productos, que aumenta de US$ 724 millones a US$ 862 millones (19%), explicado por el aumento en el volumen de inventario de productos, que sube desde 844,0 Mm^3 a 1.030,0 Mm^3 (22%) compensado por la baja en el costo unitario de las existencias que cae desde 136,4 US$/Bbl a 133,1 US$/Bbl (2%).

- Es necesario mencionar que la aplicación al 30 de junio de 2012 del criterio contable de valorizar las existencias al menor entre el costo de adquisición y/o de producción versus el valor neto de realización, significó reconocer un menor valor de las existencias de productos ascendente a US$34 millones con cargo a resultados del mes de junio de 2012.

El aumento de US$26 millones (1%) reflejado en el rubro Propiedades, plantas y equipos, se explica por las adiciones de activos realizadas durante el primer semestre del 2012 por un monto de US$100 millones superior al gasto por depreciación, que alcanzó a los US$ 74 millones.

El aumento experimentado por el rubro Activos por Impuestos Diferidos por US$ 46 millones (20%), corresponde a aumentos en Activo diferido asociado a pérdidas tributarias del semestre.

Al 30 de junio de 2012 los pasivos en su conjunto aumentaron en US$ 162 millones (4%) con relación a los pasivos vigentes al 31 de diciembre de 2011. Las principales variaciones corresponden a:

Pasivos corrientes y no corrientes (En millones de dólares)	**30.06.2012** MMUS$	**31.12.2011** MMUS$	**Variación** MMUS$
Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar	1.286	1.167	119
Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas, Corriente	2.242	2.199	43

El aumento En el rubro Cuentas por Pagar Comerciales y Otras Cuentas por Pagar por US$ 119 (10%), refleja la relación con proveedores de crudo que ofrecen mejores condiciones de financiamiento.

El aumento de las Cuentas por Pagar a Entidades Relacionadas por US$ 43 millones obedece principalmente a aumentos de la línea de crédito con la matriz ENAP durante el período, para abordar aumentos en el precio del crudo.

Indicadores financieros:

Los principales indicadores financieros de liquidez, endeudamiento y actividad de Enap Refinerías S.A. se detallan a continuación.

Liquidez:

La razón de liquidez, que representa la capacidad de la empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo, baja desde 0,66 a 0,60 veces, por efecto del decrecimiento del activo corriente (6%) y del crecimiento del pasivo corriente (5%).

			30.06.2012	**31.12.2011**
Liquidez corriente	Activo corriente / Pasivo corriente	Veces	0,60	0,66
Razón ácida	Fondos disponibles / Pasivo corriente	Veces	0,22	0,26

Endeudamiento:

La razón de endeudamiento, que representa el compromiso de los recursos propios (patrimonio) con los pasivos, tanto corrientes como no corrientes, muestra un aumento de 8,1 veces a 15,6 veces, debido a la disminución del patrimonio (46%) y al aumento en el total de pasivos (4%).

			30.06.2012	31.12.2011
Razón de endeudamiento	Total pasivo exigible / Patrimonio	Veces	15,59	8,09
Razón de endeudamiento financiero neto, (neto de activos financieros)	Total deuda financiera, neta / Patrimonio	Veces	1,56	0,83

La composición porcentual de la deuda total es la siguiente:			30.06.2012	31.12.2011
Razón de endeudamiento, corriente	Pasivo financiero corriente / Total pasivos financieros	%	16,43	12,91
Razón de endeudamiento, no corriente	Pasivo financiero no corriente / Total pasivos financieros	%	83,57	87,09

Actividad:

Para los efectos del presente análisis el nivel de actividad de la empresa se mide por el monto de los activos que administra, así como por la rotación de los inventarios de productos para la venta.

Activos:

	30.06.2012	31.12.2011
	MUS$	MUS$
Activos	4.409.832	4.474.494
Activos promedio	4.442.163	4.275.615

Rotación de inventario:

			30.06.2012	30.06.2011
Rotación de inventarios	Costo de venta del período / Inventario promedio	Veces	4,07	4,28
Permanencia de inventarios	Inventario promedio / Costo de venta del período	meses	1,47	1,40

2.- ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

A continuación se presenta el estado de resultados integrales del ejercicio comprendido entre el 1 de enero y 30 de junio de los años 2012 y 2011.

	Acumulado	
	01.01.2012	**01.01.2011**
Estado de Resultados	**30.06.2012**	**30.06.2011**
Ganancia (pérdida)		
	MUS$	MUS$
Ingresos de actividades ordinarias	5.496.562	5.340.618
Costos de ventas	(5.678.712)	(5.208.245)
Ganancia (Pérdida) bruta	(182.150)	132.373
Otros ingresos, por función	10.219	4.925
Gasto de administración	(15.210)	(13.853)
Otros gastos, por función	(3.585)	(2.587)
Otras ganancias (pérdidas)	7	30
Ingresos financieros	491	622
Costos financieros	(66.356)	(45.738)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	9.183	11.313
Diferencias de cambio	(12.254)	(9.057)
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	(259.655)	78.028
(Gasto) ingreso por impuestos a las ganancias	43.151	(19.827)
Ganancia (pérdida)	(216.504)	58.201
Ganancia (pérdida), atribuible a		
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	(218.073)	56.253
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	1.569	1.948
Ganancia (pérdida)	(216.504)	58.201

El resultado acumulado al 30 de junio del 2012 alcanzó a una pérdida de US$ 217 millones, que se compara negativamente con la utilidad de US$ 58 millones acumulada a similar período del año 2011. Este resultado se explica principalmente por el margen bruto negativo de US$ 182 millones que se compara negativamente con el margen bruto positivo de US$ 132 millones a junio del 2011.

Margen Bruto

Previo a comentar el margen bruto, definido como la diferencia entre el total de los ingresos ordinarios y el costo de ventas, es necesario mencionar que el período que transcurre entre la compra del crudo, su transporte hasta las refinerías, su transformación en productos refinados y su venta, toma entre 45 y 75 días, dependiendo del origen geográfico del crudo.

Dado que los precios de los productos refinados que vende el Enap Refinerías S.A. (tanto en Chile como en sus exportaciones) reflejan paridad de importación de la Costa del Golfo de Estados Unidos (USGC), es decir, precios de mercado, con un desfase de sólo 20 días, una tendencia a la baja en los precios internacionales en un período de entre 45 y 75 días

puede representar pérdidas, ya que en dicha circunstancia, la Empresa compra crudos a precios altos y vende productos a precios más bajos. La situación inversa ocurre con tendencias al alza en los precios internacionales durante períodos similares. Con el objeto de minimizar los riesgos de cambios bruscos en los precios de crudos, la empresa realiza operaciones de cobertura en la totalidad de las compras de crudos.

El margen bruto al 30 de junio de 2012, estuvo marcado por el incremento que experimentó en el período el precio promedio del crudo asociado a compras en base al marcador WTI en Latinoamérica durante los últimos dos meses del año 2011 que sufrió una fuerte apreciación respecto al marcador Brent de referencia para determinar los precios de paridad de importación que afecto directamente en una reducción de márgenes en los primeros tres meses del año 2012, conjuntamente con un incremento de los costos de la energía debido al alza en el precio del crudo a nivel internacional, el cual está estrechamente vinculado al proceso productivo y al funcionamiento de las refinerías. Ambas variables afectaron de manera significativa los costos directos de producción de las refinerías, generándose, en relación al mismo periodo del año anterior, un incremento en los costos equivalente a un 9%, sin ser éstos contrarrestados con los incrementos de los ingresos que alcanzaron tan solo a un 3%.

A nivel de margen de refinación (ingreso menos costo de crudo), se produjo una disminución de un 31% respecto a igual periodo del año anterior, según se detalla en la página 10 de este análisis. La razón principal de la disminución de este margen, fue el encarecimiento de la canasta de crudos latinoamericanos indexados al WTI a los que Enap Refinerias S.A. tiene acceso (materia prima sin arancel aduanero), crudos que presentaron una oferta regional en lento crecimiento y cada vez más concentrada desde el punto de vista del número de proveedores. Sin embargo, los precios de venta no recogen los aumentos de costos como refinador, dado que la política de precios de venta establecidas por Enap Refinerías S.A. está en función de los precios de paridad de importación de la costa del Golfo de México de Estados Unidos (USGC), los cuales reflejan los costos propios de su proceso de refinación. Adicionalmente y en particular durante los primeros tres meses del año 2012 los márgenes de refinación internacionales que determinan directamente el precio de paridad de importación de la costa del Golfo de México de Estados experimentaron una fuerte baja, lo que sumado a los efectos de mayores costos de crudo a los que se tuvo acceso generaron una reducción en el margen de refinación.

Los ingresos ordinarios totales consolidados del primer semestre del año 2012 alcanzaron a US$ 5.497 millones, levemente superiores a los US$ 5.341 millones (3%) de similar período del año 2011, lo que se explica fundamentalmente por el aumento en el precio de venta promedio del total de productos vendidos, que sube desde 121,4 US$/Bbl a 128,5 US$/Bbl (6%) compensado por una disminución en el volumen de ventas que baja desde 6.523,0 Mm^3 a 6.215,7 Mm^3 (5%).

Los ingresos ordinarios, costo de venta primo, margen generados por la venta de productos propios en el primer semestre del 2012, con relación al primer semestre del año 2011, son los siguientes:

Productos propios	**30.06.2012**	**30.06.2011**	**Variación**
(En millones de dólares)	MMUS$	MMUS$	MMUS$
Ingresos por ventas	3.596	4.009	(412)
Costo de venta	(3.250)	(3.404)	154
Margen primo total	346	605	(258)
Margen primo US$ / Bbl	12,4	18,0	(5,6)

Los ingresos por venta de productos propios alcanzaron a US$ 3.596 millones, inferiores a los US$ 4.009 millones (10%) del primer semestre del año 2011, lo que se explica por la caída en el volumen de ventas que baja desde 5.241,3 Mm^3 a 4.430,1 Mm^3 (15%) compensado por el aumento en el precio de venta promedio, que sube desde 120,6 US$/Bbl a 128,4 US$/Bbl (6%).

La disminución en el volumen de venta de producción propia se explica por el decrecimiento del 18,3% en el volumen de ventas de diesel, 41,0% en petróleos combustibles, 19,0% en productos industriales, 1,5% en kerosenos y 4,9% en gasolinas, compensado levemente lo anterior con un aumento del 6,3% en LPG. No obstante las reducciones en la venta de productos propios generado del proceso de refinación, la venta total de productos refinados fue superior en un 3,6% respecto al año 2011 y abastecida a partir de productos importados. Este "mix" de producción propia y productos importados afectaron el margen final al obtenerse márgenes inferiores a la refinación en los productos de importación en un escenario de menor volúmenes de producción de las refinerías. La menor actividad de refinación resulto de la existencia de márgenes de refinación internacionales bajos que afectan directamente en los precios de facturación de los productos.

El comportamiento mensual de los precios, costos de materia prima y margen primo unitario (en US$/Bbl) de los productos propios vendidos, en el curso del primer semestre de los años 2012 y 2011, es el siguiente:

	Margen Primo Producción Propia 2012 (US$/Bbl)						
	enero	febrero	marzo	abril	mayo	junio	Promedio
Precio de venta	123,4	121,8	131,7	134,8	128,0	117,3	126,2
Costo de venta	115,3	113,0	123,3	112,2	114,5	104,4	113,8
Margen US$/Bbl	8,1	8,8	8,4	22,6	13,5	12,9	12,4

	Margen Primo Producción Propia 2011 (US$/Bbl)						
	enero	febrero	marzo	abril	mayo	junio	Promedio
Precio de venta	105,4	111,7	121,3	127,6	132,6	125,9	120,8
Costo de venta	88,4	93,0	102,6	106,5	111,4	114,7	102,8
Margen US$/Bbl	17,0	18,7	18,7	21,1	21,2	11,2	18,0

Como se puede apreciar, el margen primo promedio del primer semestre del presente año alcanzó a 12,4 US$/Bbl, inferior a los 18,1 US$/Bbl de similar período del año 2011 (31%).

Costos de ventas

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

(en millones de US$)	30.06.2012	30.06.2011	Variación
	MMUS$	MMUS$	MMUS$
Costo compra crudo	(3.254)	(3.660)	406
Costos no crudo R&L	(583)	(561)	(22)
Costos de compra de productos	(1.842)	(987)	(855)
Total Costo de venta	**(5.679)**	**(5.198)**	**(616)**

Los costos de la materia prima de los productos propios vendidos en el primer semestre, ascendieron a US$ 3.254 millones, inferiores a los US$ 3.660 millones (11%) de similar período del año 2011. Lo anterior por efecto del menor volumen de ventas de 16%, lo que es compensado por el alza en el costo promedio de la materia prima, que sube desde 102,5 US$/Bbl a 116,1 US$/Bbl (13%).

El margen de ventas de productos propios, estimado por el valor de la venta menos el costo del crudo de la producción propia vendida, alcanzó el primer semestre del año 2012 a US$ 346 millones inferior a los US$ 605 millones (43%) de similar período del año anterior.

Los costos operacionales no crudo, alcanzaron el primer semestre del año 2012 a US$ 583 millones, levemente superiores a los US$561 millones (4%) acumulados a similar período del año 2011. El detalle es el siguiente:

(en millones de US$)	30.06.2012	30.06.2011	Variación
Detalle Costos no crudo R&L	MMUS$	MMUS$	MMUS$
Costos variables	(317)	(297)	(20)
Costos fijos	(121)	(128)	7
Depreciación	(72)	(72)	-
Logística	(73)	(64)	(9)
Total costos no crudo R&L	**(583)**	**(561)**	**(22)**

Cabe destacar que a junio del año 2012 las ventas de productos propios, en términos de volúmenes, representaron el 71% del total de la venta de productos, ascendente a 6.215,7 Mm3, desmejorando respecto del 80% de similar período del año 2011, cuando el volumen total vendido alcanzó a 6.523,0 Mm3, lo que refleja una baja del 5% en el volumen total de venta de productos. Esta disminución en la venta de productos propios fue compensada con

un aumento en el volumen de venta de productos importados que alcanzó a 1.785,6 Mm^3 cifra superior a la registrada en igual periodo de 2011, que alcanzó los 1.281,7 Mm^3.

Los costos financieros, por su parte, tuvieron un aumento de US$ 20 millones (45,1%) al pasar de 45,7 MMUS$ acumulado a junio del año 2011 a 66,4 MMUS$ en junio del año 2012. Este aumento se explica por el cambio en la oportunidad de reconocer el traspaso de la obligación contraída con proveedores y productos a la cuenta corriente (línea de crédito) con la empresa matriz ENAP, efectuado durante el primer semestre de 2011.

Dado el resultado del período, el EBITDA del periodo de seis meses fue negativo en US$ 177 millones.

Índices de rentabilidad y utilidad.

Los principales indicadores financieros relativos a generación de flujo de caja y rentabilidad son los siguientes:

Indice		Formula	Unidad	30-06-2012	30-06-2011
Margen Bruto	=	Ing. Ordinario-Costo Ventas	MUS$	(182.150)	132.373
EBITDA	=	Res. Operac. + Depreciación	MUS$	(116.657)	191.560
R.A.I.I.D.A.I.E.	=	R.A.I.- Gastos Financ.+ Dep.	MUS$	(119.230)	194.468
Rentabilidad del Patrimonio	=	Resultado Ejercicio / Patrimonio Promedio	%	(57,13)	10,67
Rentabilidad del Activo	=	Resultado Ejercicio / Activo Promedio	%	(4,87)	1,33
Utilidad por Acción	=	Resultado Ejercicio / N° Acciones	US$/Acción	(1,25)	0,32

3.- FLUJO DE EFECTIVO.

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado al cierre del primer semestre del año 2012 y de similar período del año 2011, son los siguientes:

Estado de Flujo de Efectivo Directo	30.06.2012 MUS$	30.06.2011 MUS$
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de operación		
Clases de cobros por actividades de operación		
Cobros procedentes de las ventas de bienes y prestación de servicios	7.651.527	7.044.657
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas	958	52.655
Otros cobros por actividades de operación	49.304	95.515
Clases de pagos		
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(6.319.409)	(6.135.155)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(102.504)	(79.720)
Otros pagos por actividades de operación	(1.100.496)	(786.380)
Dividendos pagados	(1.235)	(1.011)
Intereses pagados	(53.356)	(28.084)
Intereses recibidos	262	109
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	(3.887)	(6.615)
Otras entradas (salidas) de efectivo	5.438	2.376
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	126.602	158.347
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de inversión		
Compras de propiedades, planta y equipo	(111.296)	(105.453)
Anticipos de efectivo y préstamos concedidos a terceros	(1.842)	-
Cobros procedentes del reembolso de anticipos y préstamos concedidos a terceros	717	1.906
Dividendos recibidos	14.701	-
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de inversión	(97.720)	(103.547)
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades de financiación		
Pagos de préstamos	(21.215)	(22.938)
Intereses pagados	(20.609)	(17.836)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de financiación	(41.824)	(40.774)
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	(12.942)	14.026
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo		
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	898	447
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	(12.044)	14.473
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	35.088	30.328
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	23.044	44.801

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

Al cierre del primer semestre del año 2012 y del ejercicio 2011 no se aprecian diferencias significativas entre los valores económicos y de libros de los principales activos de la empresa.

De acuerdo con las normas de la Superintendencia de Valores y Seguros, las inversiones en empresas filiales y coligadas, se valorizan según el método de valor proporcional del patrimonio de las respectivas empresas.

5.- SITUACIÓN DE MERCADO.

En el primer semestre de 2012, el precio del petróleo crudo marcador mundial Brent alcanzó un promedio de 113,6 dólares por barril (US$/bbl) en la Bolsa Intercontinental de Londres, aumentando así 2,1% con respecto al promedio del primer semestre de 2011 (111,3 US$/bbl).

Según estimaciones preliminares del Departamento de Energía de los Estados Unidos (Short Term Energy Outlook, July 2012) el consumo mundial de petróleo alcanzó los 88,0 millones de barriles por día (MMbpd) durante el primer semestre de 2012, aumentando 700.000 barriles por día (bpd) con respecto al primer semestre de 2011. El mayor consumo se debió al dinamismo de la demanda en las naciones emergentes del Asia, mientras que la crisis en Europa mantuvo deprimida la demanda en las naciones más desarrolladas. Así, comparando los primeros semestres de 2012 y 2011 se observa que mientras el consumo conjunto de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OECD) cayó 500.000 bpd, en el resto del mundo se produjo una expansión de 1,2 MMbpd.

De acuerdo a la misma fuente, la producción mundial de petróleo fue de 89,2 MMbpd en el primer semestre de 2012 creciendo en 2,5 MMbpd en relación al nivel observado en el primer semestre de 2011 (86,7 MMbpd). Este último estuvo muy afectado por la casi total detención de la producción de Libia, a partir de febrero de 2011 debido a la guerra civil, lo que significó que la producción en el primer semestre de 2011 alcanzara sólo a 670.000 bpd, en vez de los 1,6 MMbpd normales.

El exceso de producción sobre consumo en el primer semestre de 2012 se tradujo así en una acumulación de inventarios de petróleo de 1,2 MMbpd a nivel mundial.

El alto nivel de precios del petróleo registrado en el primer semestre de 2012 resultó de una situación de oferta y demanda muy estrecha, en que la acumulación de inventarios tuvo un carácter de recuperación de los mismos, llevándolos a cotas más normales tras la masiva desacumulación de 2011.

La oferta tuvo dificultades para recuperar un nivel adecuado de inventarios y satisfacer además el modesto crecimiento de la demanda mundial. Durante el primer semestre del

año, gracias a una mayor producción de Arabia Saudita y sus aliados del Consejo de Cooperación del Golfo (CCG) y al aumento de 700.000 bpd de la producción de Libia, se logró recuperar la mayor parte de los 290 millones de barriles desacumulados en 2011, y compensar la pérdida de 1,1 MMbpd debido a conflictos políticos en Siria, Yemen, Sudán y las primeras sanciones económicas contra Irán.

Esta situación de estrechez en el mercado hizo que el precio del Brent subiera sostenidamente de 107 US$/bbl, al comenzar el semestre, hasta 126 US$/bbl a mediados de abril, operando como única fuerza contrarrestante las negativas expectativas económicas a medida que se agravaba la crisis de deuda soberana en la Eurozona.

A comienzos de mayo, el precio había descendido gradualmente a 119 US$/bbl, cuando una declaración del Ministro del Petróleo de Arabia Saudita afirmando que era necesario reducir el precio del Brent a 100 US$/bbl para apoyar la recuperación de la economía mundial, junto con el efecto acumulado de los altos niveles de producción saudita de los meses previos, hizo descender aceleradamente el precio, que cayó a 100 US$/bbl a fines de mayo. En el período enero-mayo de 2012 la producción saudita fue 9,8 MMbpd, mayor en 1,1 MMbpd a la producción registrada en igual lapso de 2011, por lo que fue sin duda un factor clave en provocar la baja del precio; pero también impactó en el mercado el mensaje implícito de su decisión de suministrar al mercado toda la cantidad necesaria de crudo para alcanzar el objetivo, considerando la capacidad máxima de producción saudita de 12 MMbpd.

El precio del Brent continuó cayendo en junio, hasta alcanzar su menor valor en el semestre, 89,2 US$/bbl, el 21 de ese mes. Posteriormente, el precio se recuperó parcialmente cerrando el semestre a 97,8 US$/bbl.

Por su parte, en el mercado internacional de la Costa estadounidense del Golfo de México (Costa del Golfo, en adelante), durante el primer semestre de 2012 los precios de los distintos combustibles crecieron siguiendo -a grandes rasgos- la pauta del precio del crudo Brent, en relación a los niveles registrados en el primer semestre de 2011, aunque las alzas fueron en general mayores que las del crudo. Una firme demanda en el mercado Asia Pacífico, liderada por China, la recuperación de la demanda en los Estados Unidos y el cierre de refinerías que competían con las de la Costa del Golfo, se constituyeron en los principales soportes de los precios de los combustibles.

El precio de la gasolina promedió 125,0 US$/bbl en el primer semestre de 2012, aumentando así en 4,5% con respecto al primer semestre de 2011. Aunque inició el año en un bajo nivel, el precio de la gasolina subió luego rápidamente debido al cierre de refinerías en Europa, el Caribe y la Costa Este de los Estados Unidos cuya operación arrojaba pérdidas, lo que aumentó la demanda por gasolina de las refinerías de la Costa del Golfo para reemplazar la oferta de las refinerías cerradas.

En el caso del precio del diesel, el promedio del primer semestre de 2012 fue 128,6 US$/bbl, esto es, 3,2% superior al promedio del primer semestre de 2011, creciendo también más que el precio del crudo. Aunque un benigno invierno en Estados Unidos y

Europa hizo que el precio del diesel creciera poco en los primeros meses del año, debido a la baja demanda de diesel de calefacción, a partir de abril se recuperó y aumentó finalmente en mayor proporción que el precio del Brent al incrementarse el consumo de diesel en vehículos de carga.

Por su parte, el precio del fuel oil Nº 6 registró un promedio de 102,9 US$/bbl en el primer semestre de 2012, con un alza de 10,4% con respecto al primer semestre de 2011. El precio del fuel oil N° 6 subió así, en relación al precio del petróleo crudo, debido a una disminución de las exportaciones del Medio Oriente al Asia Pacífico – por una menor oferta de Irán – la que fue reemplazada por mayores exportaciones de la Costa del Golfo.

6.- ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO.

ENAP participa en la exploración y producción de hidrocarburos y, más adelante en la cadena productiva, en la refinación, transporte, almacenamiento y comercialización de los productos derivados del petróleo. De estas actividades, una parte substancial de las operaciones de la compañía corresponde a la refinación y comercialización de sus productos en Chile, liderando el abastecimiento del mercado nacional con una participación de mercado que históricamente ha fluctuado entre el 70-80%. Asimismo, desde hace algunos años la empresa ha expandido sus actividades a la exportación de estos productos, principalmente a Perú.

ENAP accede al mercado internacional para el suministro de petróleo crudo y productos. El abastecimiento de petróleo crudo de ENAP se obtiene mayoritariamente de Sudamérica y el Mar del Norte, siendo los principales proveedores Brasil, Colombia, Ecuador, Argentina y el Reino Unido. Las refinerías de la compañía cuentan con las instalaciones necesarias para la recepción y el almacenamiento de esta materia prima. En cuanto al origen de las importaciones de productos refinados, durante el último año éstos provinieron principalmente del mercado estadounidense de la costa del Golfo de México y Asia.

Los riesgos relevantes para el negocio están esencialmente en el margen de refinación y en las fluctuaciones de precios en los mercados internacionales de crudo y productos, para lo cual se efectúan coberturas del tipo Time-Spread Swaps con el fin de mitigar el riesgo de variación del valor del petróleo crudo importado entre las fechas de embarque de éste y la fecha estimada de fijación de precio de venta de los productos refinados. Dichas estrategias de cobertura son complementadas con el uso de contratos de venta swap de productos refinados. Dada la alta volatilidad del precio del crudo, la administración ha continuado con la política de contratación de coberturas que permitieran mitigar de mejor forma las 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 lo anterior 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.

Adicionalmente, a partir de Noviembre 2011, la compañía ha efectuado operaciones del tipo Swap de Diferencial, el cual tiene por objetivo fijar el precio de aquellos embarques indexados al marcador WTI al marcador Brent. En cada licitación de compra de petróleo crudo, la decisión de comprar una u otra alternativa ofrecida se toma en base a un modelo de optimización que toma en cuenta, entre otras variables, un margen de refinación proyectado sobre el marcador Brent. Por lo anterior, al adjudicar una licitación de petróleo crudo a una oferta denominada en marcador WTI es de relevancia asegurar que el diferencial entre el dicho marcador y el Brent en el momento que se tomó la decisión de compra no se deteriore en forma significativa, con el fin de mantener el criterio de optimización que primó al momento de adjudicar la compra de dicho crudo.

El tipo de cambio es otro de los factores de riesgo del negocio debido a que parte importante de los ingresos son en pesos y los pasivos en dólares. Este factor se ve minimizado por la política de cobertura de tipo de cambio de cuentas por cobrar y de precios de productos basada en la paridad de importación indexada en dólares, situación que se analiza en forma periódica para mantener una posición competitiva, considerando la libertad de precios y de importación que existe en Chile.

El valor razonable, de los contratos forward de moneda, es calculado tomando como referencia a los tipos de cambio forward actuales de contratos con similares perfiles de vencimiento. El valor razonable, de los contratos swap de tasa de interés, es determinado tomando como referencia los valores de mercado de instrumentos similares. El valor razonable, de los contratos TSS, es determinado tomando como referencia los valores de mercado del marcador ICE Brent que se transa en el Intercontinental Exchange (ICE) en Londres.