Enap Refinerías S.A.

ANALISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2011.

El presente análisis evalúa el Estado de Situación Financiera Clasificado intermedios al 30 de septiembre de 2011 y el ejercicio concluido al 31 de diciembre del 2010, conjuntamente con el Estado de Resultados Integral acumulado al tercer trimestre de 2011 con similar estado de resultados del 2010.

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, se autorizó a la Sociedad llevar su contabilidad en dólares de los Estados Unidos de Norteamérica a contar del 1 de enero de 2005, en los términos y condiciones que exige el artículo 18, inciso 3ro. del Código Tributario.

El resultado neto de Enap Refinerías S.A. acumulado al tercer trimestre 2011 fue una pérdida de 4,9 MMUS$, comparado con una pérdida de 24,8 MMUS$ registrados en similar periodo del 2010.

El total de activos de la empresa al 30 de septiembre del 2011 ascendió a 4.566,1 MMUS$ superior a los 4.251,2 MMUS$ (7,4%) registrados al 31 de diciembre del 2010.

El patrimonio consolidado de la sociedad al tercer trimestre del 2011, alcanzó a 649,3 MMUS$, mayor a los 599,3 MMUS$ (8,3%) del 31 de diciembre del 2010. Lo anterior principalmente por efecto de la pérdida acumulada en el período actual 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 septiembre del año 2011, comparado con la situación patrimonial y financiera al 31 de diciembre del año 2010 y estado de resultados integrales al 30 de septiembre de 2010, 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 septiembre del 2011 con la del 31 de diciembre del 2010, es el siguiente:

ESTADO DE SITUACION FINANCIERA CLASIFICADO
(En miles de dólares)

	30.09.2011	**31.12.2010**
	MUS$	MUS$
ACTIVOS		
Activos corrientes:		
Efectivo y equivalentes al efectivo	14.527	30.328
Otros activos financieros	95.642	-
Otros Activos No Financieros, Corrientes	19.676	9.170
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	572.130	734.697
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	106.802	54.762
Inventarios	1.406.474	1.020.920
Cuentas por cobrar por impuestos corrientes	117.001	141.029
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	2.332.252	1.990.906
Activos no corrientes o grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	23	23
Total activos corrientes	2.332.275	1.990.929
Activos no corrientes:		
Otros activos financieros no corrientes	8	8
Otros activos no financieros no corrientes	12.343	12.779
Derechos por cobrar no corrientes	16.107	19.962
Cuentas por Cobrar a Entidades Relacionadas, No Corriente	392	392
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	85.000	69.553
Activos intangibles distintos de la plusvalía	3.083	3.083
Propiedades, planta y equipo, neto	1.777.660	1.779.558
Propiedades de inversión, neto	2.056	2.061
Activos por impuestos diferidos	337.183	372.917
Total activos no corrientes	2.233.832	2.260.313
TOTAL ACTIVOS	4.566.107	4.251.242

	30.09.2011	31.12.2010
	MUS$	MUS$
PATRIMONIO NETO Y PASIVOS		
Pasivos corrientes:		
Otros pasivos financieros	48.352	91.272
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.380.239	136.363
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1.786.967	2.623.451
Otras provisiones	13.379	3.470
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	43.246	69.246
Pasivos por impuestos	18.417	41.492
Otros pasivos no financieros	71	98
Total de pasivos corrientes distintos de los pasivos incluidos en grupos de activos para su disposición clasificados como mantenidos para la venta	3.290.671	2.965.392
Total pasivos corrientes en operación	3.290.671	2.965.392
Pasivos no corrientes:		
Otros pasivos financieros no corrientes	392.510	422.025
Otras cuentas por pagar no corrientes	1.798	2.341
Otras provisiones, no corrientes	11.637	13.243
Pasivos por impuestos diferidos	170.743	193.775
Provisiones por beneficios a los empleados, no corrientes	49.069	54.822
Otros pasivos no financieros no corrientes	417	356
Total pasivos no corrientes	626.174	686.562
Total pasivos	3.916.845	3.651.954
Patrimonio neto atribuible a los controladores:		
Capital emitido	1.403.668	1.403.668
Ganancias (pérdidas) acumuladas	(800.156)	(790.140)
Primas de emision	505	505
Otras reservas	26.367	(34.616)
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	630.384	579.417
Participaciones no controladora	18.878	19.871
Total patrimonio neto	649.262	599.288
TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVOS	4.566.107	4.251.242

Al 30 de septiembre del 2011 el total de activos presenta un aumento de 314,9 MMUS$ (7,4%) con relación al existente al 31 de diciembre de 2010. Este aumento se genera principalmente por las variaciones experimentadas en los saldos de las siguientes cuentas:

	30.09.2011	31.12.2010	Variación
	MMUS$		
Otros activos financieros	96	-	96
Deudores comerciales y otras cuentas por cobrar, neto	572	735	-163
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas	107	55	52
Inventarios	1.406	1.021	385
Cuentas por cobrar por impuestos corrientes	117	141	-24
Inversiones contabilizadas por el método de la participación	85	70	15
Propiedades, planta y equipo, neto	1.778	1.780	-2
Activos por impuestos diferidos	337	373	-36

Los otros activos financieros por 95,6 MMUS$ corresponden a instrumentos derivados de cobertura de flujo de caja, de los que no se disponía al cierre del ejercicio 2010.

La disminución experimentada por la cuenta deudores en 162,6 MMUS$ (-22,1%) obedece principalmente a la disminución en el volumen de ventas físicas de septiembre del 2011, respecto a diciembre del 2010, que cae en 38,5%, lo que se ve compensado por el alza de precios nominales, estimados a partir de los precios unitarios netos de venta de los meses de septiembre del 2011 y diciembre del 2010, que en promedio suben en 26,6% (124,1 US$/Bbl v/s 98,0 US$/Bbl)

La cuenta de Inventarios refleja un aumento de 385,6 MMUS$ (37,8%) con respecto al 31 de diciembre de 2010. Los principales cambios en las variables que originan este crecimiento son:

- El mayor valor del Inventario de Crudos, que sube de 323,2 MMUS$ a 484,3 MMUS$ (49,9%), explicado principalmente por el aumento en el volumen de inventarios, que sube desde 610,4 Mm^3 en diciembre de 2010 a 723,4 Mm^3 (18,5%) en septiembre de 2011, a lo que se agrega el efecto del alza de los precios internacionales del crudo, que se refleja en la subida del costo unitario, que pasa desde 84,2 US$/Bbl en diciembre de 2010 a 106,4 US$/Bbl (26,5%) en septiembre de 2011, y

- El mayor valor del Inventario de Productos, que aumenta de 625,7 MMUS$ a 835,8 MMUS$ (33,6%), explicado por el efecto del alza en el costo unitario de las existencias que sube desde 100,0 US$/Bbl a 126,1 US$/Bbl (26,1%), lo anterior aumentado por la evolución en el volumen de inventario de productos, que sube desde 994,9 Mm^3 a 1053,9 Mm^3 (5,9%).

La leve disminución de 1,9 MMUS$ reflejado en el rubro Propiedades, plantas y equipos, se explica por las adiciones de activos realizadas durante el periodo 2011 por un monto neto de 161,0 MMUS$ inferior al gasto por depreciación y reclasificaciones, que alcanzó a 107,3 MMUS$ y 55,6 MMUS$ respectivamente.

Al 30 de septiembre de 2011 los pasivos en su conjunto aumentaron en 264,9 MMUS$ (7,3%) con relación a los pasivos vigentes al 31 de diciembre de 2010. Las principales variaciones corresponden a:

	30.09.2011	31.12.2010	Variación
	MMUS$		
Otros pasivos financieros	48	91	-43
Cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar	1.380	136	1.244
Cuentas por pagar a entidades relacionadas	1.787	2.623	-836
Otras provisiones	13	3	10
Provisiones corrientes por beneficios a los empleados	43	69	-26
Pasivos por impuestos	18	41	-23
Otros pasivos financieros no corrientes	393	422	-29
Pasivos por impuestos diferidos	171	194	-23

El aumento de las cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar por 1.243,8 MMUS$, se explica principalmente por el cambio en la oportunidad de reconocer el traspaso de la obligación contraída con proveedores de crudos y productos a la cuenta corriente (línea de crédito) con la casa matriz ENAP, la cual presenta una disminución ascendente a 836,4 MMUS$. El otro motivo del aumento de las cuentas por pagar, obedece a las mayores compras y al aumento de los precios de los crudos en el presente mes de septiembre.

El patrimonio de la sociedad experimentó un aumento de 50,0 MMUS$ (8,3%) con relación al 31 de diciembre de 2010, producto principalmente al aumento en otras reservas por 60,9 MMUS$ compensado por el aumento negativo de 10,0 MMUS$ en la cuenta Ganancias (pérdidas) acumuladas.

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, sube desde 0,67 a 0,71 veces, por efecto del mayor crecimiento del activo corriente (17,1%) respecto del crecimiento del pasivo corriente (11,0%).

Indice		Formula	Unidad	30.09.2011	31.12.2010
Liquidez corriente	=	$\frac{\text{Activos Corrientes}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	veces	0,71	0,67
Razón ácida	=	$\frac{\text{Fondos Disponibles}}{\text{Pasivos Corrientes}}$	veces	0,00	0,01

Endeudamiento.

La razón de endeudamiento, que representa el compromiso de los recursos propios (patrimonio) con las deudas, tanto corrientes como no corrientes, muestra una disminución de 6,09 a 6,03 veces, debido al aumento del patrimonio (8,3%) mayor al aumento en el total de pasivos (7,3%).

Indice		Formula	Unidad	30.09.2011	31.12.2010
Razón endeudamiento	=	$\frac{\text{Total Pasivos}}{\text{Patrimonio}}$	veces	6,03	6,09
Razón deuda financiera	=	$\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{Patrimonio}}$	veces	0,68	0,86

La composición porcentual de la deuda total es la siguiente:

Indice		Formula	Unidad	30.09.2011	31.12.2010
% Pasivos corrientes	=	$\frac{\text{Pasivos Corrientes}}{\text{Tota Pasivos}}$	%	84,01	81,20
% Pasivos no corrientes	=	$\frac{\text{Pasivos No Corrientes}}{\text{Tota Pasivos}}$	%	15,99	18,80

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:

Indice		Formula	Unidad	30.09.2011	31.12.2010
Total activos	=	Total Activos	MUS$	4.566.107	4.251.242
Activo promedio	=	$\frac{\text{Act. Inicial + Act. Final}}{2}$	MUS$	4.408.675	4.254.171

Rotación de inventario:

Con el objeto de comparar periodos equivalentes, para los efectos de estimar la rotación de inventarios y permanencia, se consideró los volúmenes físicos mensuales al tercer trimestre de los años 2011 y 2010.

Indice		Formula	Unidad	30.09.2011	30.09.2010
Rotación inventario	=	$\frac{\text{Mm3 Ventas}}{\text{Inventario Promedio Mm3}}$	veces	9,64	8,30
Permanencia inventarios	=	$\frac{\text{Días período}}{\text{Rotación inventario}}$	días	28,31	32,90

2.- ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

A continuación se presenta el estado de resultados integrales del periodo comprendido entre el 1 de enero y 30 de septiembre de los años 2011 y 2010.

ESTADO DE RESULTADO INTEGRAL
(En miles de dólares)

Estado de resultados Ganancia (pérdida)	**01.01.2011 30.09.2011** MUS$	**01.01.2010 30.09.2010** MUS$
Ingresos de actividades ordinarias	8.035.101	5.877.257
Costos de ventas	(7.944.286)	(5.924.609)
Ganancia bruta	90.815	(47.352)
Otros ingresos, por función	20.653	14.535
Gasto de administración	(22.314)	(20.929)
Otros gastos, por función	(3.493)	(4.221)
Otras ganancias (pérdidas)	33	22.960
Ingresos financieros	649	2.374
Costos financieros	(76.194)	(74.857)
Participación en las ganancias (pérdidas) de asociadas y negocios conjuntos que se contabilicen utilizando el método de la participación	15.832	10.254
Diferencias de cambio	(30.589)	52.033
Ganancia (pérdida), antes de impuestos	(4.608)	(45.203)
(Gasto) ingreso por impuestos a las ganancias	(353)	20.415
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas	(4.961)	(24.788)
Ganancia (pérdida) procedente de operaciones discontinuadas	-	-
Ganancia (pérdida)	(4.961)	(24.788)
Ganancia (pérdida), atribuible a		
Ganancia (pérdida), atribuible a los propietarios de la controladora	(7.903)	(33.659)
Ganancia (pérdida), atribuible a participaciones no controladoras	2.942	8.871
Ganancia (pérdida)	(4.961)	(24.788)

El resultado acumulado al tercer trimestre del ejercicio 2011 alcanzó a una pérdida de 4,9 MMUS$, inferior a la pérdida de 24,8 MMUS$ acumulada a similar periodo del año 2010. Esta menor pérdida se explica por el margen bruto de 90,8 MMUS$ (v/s – 47,3 MMUS$ a septiembre del 2010), a lo que se agrega el resultado neto negativo de 95,4 MMUS$ de las demás partidas antes de impuestos (v/s 2,1 MMUS$ a septiembre 2010), lo que arroja un resultado negativo antes de impuestos a las ganancias de 4,6 MMUS$ (v/s – 45,2 MMUS$ a septiembre del 2010). El efecto negativo por impuesto a las ganancias fue de 0,3 MMUS$ (v/s un ingreso de 20,5 MMUS$ a septiembre 2010).

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 periodo 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 la sociedad matriz (tanto en Chile como en sus exportaciones) reflejan paridad de importación de la Costa del Golfo, es decir, precios de mercado, con un desfase de sólo 20 días, una tendencia a la baja en los precios internacionales en un periodo de entre 45 y 75 días puede representar pérdidas, ya que en dicha circunstancia, la sociedad 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 periodos similares.

El margen bruto mejoró en 138,2 MMUS$ representando una variación positiva respecto del margen bruto acumulado a septiembre del año 2010, lo que se explica, principalmente por la amplitud de margen registrada en el mercado internacional, medida por el diferencial entre precios de venta de productos refinados y costo del crudo o materia prima, lo que impacta directamente en el margen de la venta, tanto de productos propios como de importados, que mejoró en comparación con lo registrado el tercer trimestre del año 2010.

Los ingresos ordinarios totales consolidados a septiembre del presente año 2011 alcanzaron a 8.035,1 MMUS$, superiores a los 5.877,3 MMUS$ (36,7%) de similar período del año 2010, lo que se explica fundamentalmente por el aumento en el precio de venta promedio del total de productos vendidos, que sube desde 88,1 US$/Bbl a 122,6 US$/Bbl (39,1%) compensado por una disminución en el volumen de ventas que baja desde 10.044,8 Mm^3 a 9.499,8 Mm^3 (-5,4%).

Los ingresos ordinarios generados por la venta de productos propios tienen el siguiente comportamiento:

Productos Propios	**30.09.2011**	**30.09.2010**	**Variación**
		MMUS$	
Ingresos por venta	5.945,5	3.588,3	2.357,2
Costo venta	-5.151,0	-3.196,5	-1.954,5
Margen Primo Total	794,5	391,8	402,7
Mm3 Vendidos	7.721,3	6.530,5	1.190,8
Margen Primo US$/Bbl	16,4	9,5	6,9

Los ingresos por venta de productos propios alcanzaron a 5.945,5 MMUS$, superiores a los 3.588,3 MMUS$ (65,7%) acumulados al tercer trimestre del año anterior, lo que se explica por el aumento en el precio de venta promedio, que sube desde 87,4 US$/Bbl a 122,4 US$/Bbl (40,1%) a lo que se agrega el aumento en el volumen de ventas que sube desde 6.530,5 Mm^3 a 7.721,3 Mm^3 (18,2%).

La mayor parte del aumento de venta de producción propia se explica por el crecimiento del 34,0% en el volumen de ventas de diesel, 16,4% en gasolinas, 19,2% en LPG, 13,9 % en kerosenes y 75,3% en productos industriales, compensado lo anterior con una disminución del 11,6% en petróleos combustibles. Cabe acotar que la base de comparación en el volumen de ventas de producción propia refleja los efectos de la paralización de las refinerías, como consecuencia de los daños en las plantas productivas generado por el terremoto del 27 de febrero del 2010.

El comportamiento mensual de los precios, costos de materia prima y margen primo unitario (en US$/Bbl) de los productos propios vendidos, en el período enero septiembre del presente año, y de similar periodo en el año anterior, es el siguiente:

2011										
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	promedio
US$/Bbl										
Precio	105,4	111,7	121,3	127,6	132,6	125,9	127,5	126,6	124,7	122,4
Costo	88,4	93,0	102,6	106,5	111,4	114,7	118,2	109,9	112,4	106,1
Margen	17,0	18,7	18,7	21,0	21,2	11,2	9,2	16,7	12,4	16,4

2010										
	ene	feb	mar	abr	may	jun	jul	ago	sep	promedio
US$/Bbl										
Precio	85,0	86,8	88,0	88,3	91,1	85,7	87,6	88,2	87,1	87,4
Costo	73,5	78,9	82,0	80,7	76,4	70,2	80,5	78,6	79,2	77,8
Margen	11,5	8,0	6,0	7,6	14,7	15,5	7,1	9,6	7,9	9,5

Como se puede apreciar, el margen primo promedio acumulado a septiembre del presente año alcanzó a 16,4 US$/Bbl, superior a los 9,5 US$/Bbl de similar periodo del año 2010 (71,5%).

Los costos de la materia prima de los productos propios vendidos a septiembre de 2011 ascendieron a 5.151,0 MMUS$, superiores a los 3.196,5 MMUS$ (61,1%) de similar periodo del año 2010. Lo anterior por efecto al alza en el costo promedio de la materia prima, que sube desde 77,8 US$/Bbl a 106,1 US$/Bbl (36,3%) a lo que se agrega el aumento de un 18,2% en el volumen de ventas.

El margen de ventas de productos propios, determinado por el valor de la venta menos el costo del crudo de la producción propia vendida, alcanzó a 794,5 MMUS$ superior a los 391,8 MMUS$ (102,8%) acumulado al tercer trimestre del año pasado.

Los costos operacionales, no crudo, alcanzaron a 819,3 MMUS$, superiores a los 601,4 MMUS$ (36,2%) acumulados a septiembre del año 2010. Este aumento de 217,9 MMUS$ se explica fundamentalmente por el incremento en los costos de energía.

Cabe destacar que al tercer trimestre del año 2011 las ventas de productos propios, en términos de volúmenes, representaron el 81,3% del total de la venta de productos, ascendente a 9.499,8 Mm^3, mejorando respecto del 65,0% de similar periodo del año 2010, cuando el volumen total vendido alcanzó a 10.044,8 Mm^3, lo que refleja una baja del 5,4% en el volumen total de venta de productos en el acumulado a septiembre, en relación a similar período del año 2010.

Los gastos de administración a nivel consolidado mostraron un aumento de 6,6% al pasar de 20,9 MMUS$ acumulado a septiembre del año 2010 a 22,3 MMUS$ en similar periodo del año 2011.

Los costos financieros, por su parte, tuvieron un aumento de 1,3 MMUS$ (1,8%) al pasar de 74,9 MMUS$ acumulado a septiembre del año 2010 a 76,2 MMUS$ en septiembre del presente año. Dado el resultado del período, el índice de cobertura de gastos financieros se ha visto mejorado, ya que pese al leve aumento del gasto financiero el resultado del ejercicio, antes de intereses e impuestos, ha mejorado.

Indice	Formula	Unidad	30.09.2011	30.09.2010
Cobertura gastos financieros =	$\frac{\text{R.A.I.I.D.A.I.E.}}{\text{Gastos Financieros}}$	veces	2,35	1,69

Al cierre del tercer trimestre 2011 Enap Refinerías S.A. presentó un resultado negativo por diferencia de cambio de 30,6 MMUS$, inferior al resultado positivo de 52,0 MMUS$ registrado a septiembre de 2010.

Índices de rentabilidad y utilidad.

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

Indice		Formula	Unidad	30.09.2011	30.09.2010
Margen Bruto	=	Ing. Ordinario-Costo Ventas	MUS$	90.815	-47.352
EBITDA	=	Res. Operac. + Depreciación	MUS$	192.950	39.233
R.A.I.I.D.A.I.E.	=	R.A.I.- Gastos Financ.+ Dep.	MUS$	178.875	126.854
Rentabilidad del Patrimonio	=	Resultado Período / Patrimonio Promedio	%	-0,79	-4,10
Rentabilidad del Activo	=	Resultado Período / Activo Promedio	%	-0,11	-0,58
Utilidad por Acción	=	Resultado Período / N° Acciones	US$/Acción	-0,045	-0,192

3.- FLUJO DE EFECTIVO.

Los principales componentes del flujo neto de efectivo originado al cierre del tercer trimestre del 2011 y del 2010, son los siguientes:

ENAP REFINERIAS S.A. Y FILIALES

ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVOS CONSOLIDADOS
POR LOS PERIODOS TERMINADOS AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2011 Y 2010
(En miles de dólares)

	30.09.2011 MUS$	**30.09.2010** 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	10.642.940	7.829.554
Cobros procedentes de primas y prestaciones, anualidades y otros beneficios de pólizas suscritas	49.750	-
Otros cobros por actividades de operación	147.159	-
Clases de pagos		
Pagos a proveedores por el suministro de bienes y servicios	(9.195.381)	(6.802.009)
Pagos a y por cuenta de los empleados	(141.898)	(62.009)
Otros pagos por actividades de operación	(1.261.004)	(694.622)
Dividendos pagados	(1.011)	-
Intereses pagados	(57.739)	(84.045)
Intereses recibidos	219	1
Impuestos a las ganancias reembolsados (pagados)	13.183	27.370
Otras entradas (salidas) de efectivo	3.927	88
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación	200.145	214.328
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades		
Compras de propiedades, planta y equipo	(172.729)	(197.672)
Cobros procedentes del reembolso de anticipos y préstamos	3.855	(2.070)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de	(168.874)	(199.742)
Flujos de efectivo procedentes de (utilizados en) actividades		
Préstamos de entidades relacionadas	75	-
Pagos de préstamos	(46.562)	(44.213)
Dividendos pagados	-	(1.197)
Intereses pagados	(639)	(790)
Flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en)	(47.126)	(46.200)
Incremento neto (disminución) en el efectivo y equivalentes al efectivo, antes del efecto de los cambios en la tasa de cambio	(15.855)	(31.614)
Efectos de la variación en la tasa de cambio sobre el efectivo y equivalentes al efectivo	54	(244)
Incremento (disminución) neto de efectivo y equivalentes al efectivo	(15.801)	(31.858)
Efectivo y equivalentes al efectivo al principio del período	30.328	58.978
Efectivo y equivalentes al efectivo al final del período	14.527	27.120

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

Al cierre del tercer trimestre del 2011 y del ejercicio 2010 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 período enero-septiembre de 2011, el precio del petróleo crudo marcador internacional West Texas Intermediate (WTI) en la Bolsa Mercantil de Nueva York registró un promedio de US$ 95,5 por barril, con un alza de 22,9% con respecto al promedio de enero-septiembre de 2010 (US$ 77,7 por barril).

A lo largo del período enero-septiembre se produjo una creciente desconexión del precio del crudo WTI con el nivel de precios del petróleo crudo en el mercado mundial. El crudo WTI se produce en Texas, se acopia en un gran centro de almacenamiento en Cushing (Oklahoma) y se comercializa en el Medio Oeste de los Estados Unidos, principalmente a los estados de Illinois y Kansas. En los últimos doce meses, se registraron importantes aumentos en la producción no convencional de petróleo en el Medio Oeste, el llamado petróleo de esquisto ("shale oil"), comercializado casi en su totalidad en la zona de Cushing, lo que generó un debilitamiento del precio del WTI debido a la mayor oferta en la zona. Pero a comienzos de este año, hubo otro gran aumento en la oferta de petróleo crudo en el Medio Oeste al entrar en servicios nuevos oleoductos que aumentaron sustancialmente las entregas de crudo canadiense a Cushing, compitiendo directamente con el WTI. Todo esto ha conducido a una depreciación creciente éste, al no contarse con infraestructura suficiente para llevar el exceso de crudo desde el Medio Oeste al gran centro de refinación de la Costa estadounidense del Golfo de México. Como resultado, el precio del WTI ha quedado así desalineado con los precios de los crudos del mercado internacional, los que se transportan, en general, por vía marítima y que no están sujetos a las restricciones logísticas que aquejan a aquél.

Así, aunque el precio del crudo WTI subió junto con el resto del mercado del petróleo, su alza fue mucho menor que la de los crudos en el mercado internacional debido a la situación de sobreoferta local antes detallada. El WTI, que históricamente se transaba con un leve premio con respecto al crudo Brent, el otro gran marcador del mercado de petróleo, ha pasado a ser transado con un descuento con respecto a éste, descuento que superó los 26 US$/bbl en algunos días del período enero-septiembre. En promedio, durante dicho período, el precio del WTI fue inferior en 16,0 US$/bbl al precio del crudo Brent.

En consideración a lo anterior es que el crudo Brent ha alcanzado preeminencia como referente mundial único, a medida que se ha agudizado la situación de sobreoferta en el Medio Oeste estadounidense. De acuerdo a este marcador, el aumento del precio mundial del petróleo fue aun más notable que si se considera el WTI: el precio del Brent promedió 111,5 US$/bbl durante el período enero-septiembre de 2011 en la Bolsa Intercontinental de Londres, con un aumento de 43,1% respecto a igual periodo en 2010 (77,9 US$/bbl).

El aumento del precio del petróleo se explica por el aumento de la demanda mundial y por dificultades de la oferta de petróleo para crecer al mismo ritmo.

La demanda mundial creció 2,0 millones de barriles por día (MMbpd), de 86,0 MMbpd en el período enero-septiembre 2010, a 88,0 MMbpd en el período enero-septiembre 2011, con el aumento concentrado en los primeros seis meses del año para sufrir un retroceso parcial en el tercer trimestre junto con la desaceleración de la economía mundial.

Del aumento, las naciones más desarrolladas agrupadas en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OECD) representaron sólo 0,2 MMbpd, mientras que China, India, el Medio Oriente y Sudamérica concentraron la casi totalidad de los 1,9 MMbpd restantes.

La oferta global de petróleo creció menos que la demanda, 1,4 MMbpd entre los periodos de comparación, abasteciéndose la diferencia mediante una reducción de los inventarios globales de petróleo, de 0,6 MMbpd. La guerra civil libia y la consiguiente interrupción de la producción y exportaciones de su petróleo de alta calidad fue la principal causa del déficit de oferta. A septiembre, se estimaba en 310 millones de barriles la pérdida acumulada de crudo libio desde febrero pasado, pérdida que se suplió, prácticamente en partes iguales, con mayor producción del Medio Oriente y desacumulando inventarios.

Aunque la comparación interanual muestra un gran aumento de los precios del petróleo, a lo largo período enero-septiembre 2011 pueden distinguirse tres sub-períodos muy marcados: (i) El cuatrimestre enero-abril, en que predominó una tendencia alcista muy pronunciada, que llevó el precio del Brent de 94,8 a 125,9 US$/bbl (el mayor valor del año, registrado el 29 de abril), con un promedio de 109,7 US$/bbl. El alza reflejó una vigorosa recuperación económica en los Estados Unidos y un alto crecimiento de las economía emergentes del Asia, por el lado de la demanda, y la insuficiencia de oferta producida por la guerra civil en Libia; (ii) El trimestre mayo-julio, en que el precio cayó bruscamente, del máximo registrado en abril, a un nivel promedio de 115,3 US$/bbl, debido a la desaceleración de la economía de los Estados Unidos y el agravamiento de la crisis fiscal de Grecia que produjo una estancamiento en Europa, mientras que al mismo tiempo la falta de crudo libio no alcanzaba a ser compensada por mayor producción de otras fuentes; y (iii) El bimestre agosto septiembre, en que el precio cayó a un promedio de 109,9 US$/bbl aunque con grandes fluctuaciones diarias, a medida de que la crisis financiera europea seguía sin solución y la economía estadounidense mostraba índices francamente recesivos, reduciendo la demanda.

Los precios de los productos en los mercados internacionales de los Estados Unidos siguieron, en general, las tendencias del precio del crudo Brent en el periodo enero-

septiembre 2011, con respecto a igual periodo de 2010, aunque los aumentos fueron porcentualmente menores. En el caso de la gasolina, el precio subió 38,8%, de 86,5 a 120,1 dólares por barril; el precio del diesel subió 41,9%, de 88,3 a 125,3 dólares por barril; y en el caso del fuel oil N° 6, la variación del precio entre los períodos de nueve meses antes indicados, fue de 38,7%, de 68,5 a 95,0 dólares por barril.

6.- ANÁLISIS DE RIESGO DE MERCADO.

Enap Refinerías S.A. participa en la refinación, transporte, almacenamiento y comercialización de los productos derivados del petróleo, liderando el abastecimiento del mercado nacional con una participación de aproximadamente 80% del mercado. La empresa exporta parte de su producción, no absorbida en el mercado nacional, a diversos países de América Latina.

Enap Refinerías S.A. accede regularmente al mercado internacional para el suministro de petróleo crudo y productos, situación que le permite asegurar el abastecimiento y los compromisos comerciales, convenientemente. Como resultado de lo anterior, el abastecimiento de petróleo crudo de Enap Refinerías S.A. se obtiene mayoritariamente de países de Sudamérica y África, siendo los principales proveedores Brasil, Perú, Ecuador, Turquía, y Angola, contando las refinerías 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 presente año éstos provinieron principalmente del mercado estadounidense de la Costa del Golfo de México, Canadá y Corea.

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 Zero Cost Collar y Three Way Zero Cost Collar 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 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.

Adicionalmente, a partir de Enero 2011, la compañía ha efectuado operaciones del tipo Refining Crack Swap, los cuales tienen por objetivo fijar el precio relativo de referencia de la canasta de productos de la Costa del Golfo de México que son utilizados para la determinación de los precios de venta de los productos refinados por Enap Refinerías S.A., en relación al precio del petróleo crudo. Con este tipo de operación se está asegurando recibir un margen de refinación conocido como consecuencia de la venta de su producción de refinados, disminuyendo así el riesgo de variación del precio de los productos refinados de la Costa del Golfo de México en relación al costo de los crudos, entre la fecha en que se cierra la compra de los crudos importados y la fecha estimada de fijación de los precios de venta de los productos refinados a partir de los mismos.

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 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.

En términos de riesgo de tasa de interés, Enap Refinerías S.A. suscribió contratos del tipo "Interest Rate Swap", con el fin de fijar la tasa de interés de los créditos provenientes de las filiales Energía Concón S.A. y Productora de Diesel S.A.