ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS
AL 31 DE MARZO DE 2015

Con fecha 13 de noviembre de 2012, Sipsa Sociedad Anónima entregó a la Superintendencia de Valores y Seguros un Hecho Esencial, el cual comunica que la sociedad filial de Sipsa denominada Ultrapetrol (Bahamas) Limited, había acordado aumentar el capital de la sociedad, mediante la emisión de 110.000.000 acciones de pago, a ser colocadas a un precio de US$2.- por acción.

Con fecha 12 de diciembre de 2012, las partes de los contratos referidos en el Hecho Esencial de 13 de noviembre de 2012, dieron por cumplidas las condiciones suspensivas de las cuales dependía el perfeccionamiento de la operación y, por tanto, procedieron al cierre de la transacción respectiva.

Adicionalmente, según se informara mediante los Hechos Esenciales anteriores, la filial de Sipsa denominada Hazels (Bahamas) Investments Inc. ("Hazels"), era titular de una opción bajo la ley de Nueva York (el "Warrant"), en virtud de la cual, cumplidas ciertas condiciones, adquiriría el derecho a suscribir el 100% de las acciones serie B emitidas por la sociedad denominada Sparrow CI Sub Ltd. ("Sparrow Sub"). En relación a lo anterior, habiéndose cumplido las condiciones de las que pendía el ejercicio del Warrant y sujeto a los términos de dicho instrumento y a su cumplimiento por su emisor, Hazels notificó a quienes correspondía, el ejercicio de dicha opción, a un precio unitario de US$0,01 por cada una de las 100 acciones serie B emitida por Sparrow Sub a ser suscrita por Hazels. De acuerdo a ello, con fecha 19 de febrero de 2014, Hazels adquirió el 100% de las acciones de la serie B emitidas por Sparrow Sub, (100 acciones), las que a su vez, tienen derecho sobre la totalidad de los derechos económicos de Sparrow Sub y de sus activos, entre los cuales, se incluye el 11,44% de las acciones emitidas por la Asociada Ultrapetrol (Bahamas) Limited. Las acciones serie B de Sparrow Sub, de propiedad de Hazels, no tienen derechos políticos, los cuales están radicados en las acciones serie A. Se hace presente que, en conformidad a los contratos cuya celebración fuera informada mediante los Hechos Esenciales mencionados anteriormente, la transferibilidad de las acciones serie B emitidas por Sparrow Sub de propiedad de Hazels, se encuentra limitada a ciertas restricciones habituales en este tipo de transacciones.

En cuanto a los efectos financieros de esta operación, la ejecución de ésta, generó una utilidad extraordinaria de US$41,66 millones, derivada de la mayor participación de Sipsa S.A. en Ultrapetrol (Bahamas) Limited, la que alcanzó al 17,038%.

En virtud de todo lo anterior, a partir de esa fecha, Ultrapetrol (Bahamas) Limited dejó de ser una subsidiaria controlada por Sipsa, por lo cual, hasta los estados financieros referidos al 30 de junio de 2014, la inversión en Ultrapetrol (Bahamas) Limited, se presentó en una línea utilizando el método de la participación.

Como fuera comunicado en Hecho Esencial, el 3 de septiembre de 2014, se materializó la operación informada como Hecho Esencial el 31 de julio de 2014 y aprobada por la Junta Extraordinaria de Accionistas celebrada con esa misma fecha, consistente en la venta de: (i) 7.864.085 acciones de Ultrapetrol (Bahamas) Limited de propiedad de nuestras filiales Inversiones Los Avellanos S.A. y Hazels (Bahamas) Investment Inc. a un precio de US$4 por acción; y, (ii) 100

acciones clase B de propiedad de Hazels en la sociedad Sparrow CI Sub Ltd. a un precio de US$642.400 por acción, a la sociedad SPARROW CAPITAL INVESTMENT LTD.

Esta operación generó una utilidad extraordinaria en los resultados de SIPSA de aproximadamente US$33,88 millones, la cual quedó registrada en los estados financieros al 30 de septiembre de 2014.

1. ANÁLISIS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO

Los principales rubros de activos y pasivos al 31 de marzo de 2015 y 31 de diciembre de 2014 son los siguientes:

	31-mar-15	31-dic-14	Variación %
	MUS$		
ACTIVOS			
Activos Corrientes	85.161	85.249	-0,10%
Activos No Corrientes	22.299	22.020	1,27%
TOTAL ACTIVOS	**107.460**	**107.269**	**0,18%**

	31-mar-15	31-dic-14	Variación %
	MUS$		
PASIVOS Y PATRIMONIO			
Pasivos Corrientes	23.588	23.641	-0,22%
Pasivos No Corrientes	4.838	4.381	10,43%
TOTAL PASIVOS	**28.426**	**28.022**	**1,44%**
Patrimonio Controladora	67.671	67.983	-0,46%
Participaciones No controladoras	11.363	11.264	0,88%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	**107.460**	**107.269**	**0,18%**

Al 31 de marzo de 2015, los activos corrientes disminuyeron un 0,10% respecto a diciembre de 2014. La disminución se originó por la subsidiaria Inversiones Los Avellanos S.A., La cual en el mes de enero 2015 realizo un reparto de dividendos a Sipsa Sociedad Anónima e Inversiones La Cantera S.p.A.

Los activos no corrientes al 31 de marzo de 2015, presentaron una aumento de 1,27 % respecto a diciembre de 2014, debido al aumento que sufrió Inversiones Los Andes S.A. en la valuación de los terrenos a valor de mercado.

Todo lo anterior, explica el aumento de los activos al 31 de marzo de 2015, respecto al 31 de diciembre de 2014 de un 0,18%.

Por otra parte, los pasivos corrientes disminuyeron un 0,22%, esto es debido a la disminución que experimento Inversiones Los Andes S.A. en la cuenta leyes sociales.

Al 31 de marzo de 2015, los pasivos no corrientes aumentaron un 10,43%, con respecto al 31 de diciembre de 2014, debido a mayores impuestos diferidos y al aumento de los anticipos de clientes provenientes de la subsidiaria Inversiones Los Andes.

Debido a lo anterior, los pasivos aumentaron un 1,44% entre el 31 de diciembre de 2014 y el 31 de marzo de 2015.

El patrimonio de la Sociedad disminuyo en un 0,46%, respecto al 31 de diciembre de 2014.

Los principales indicadores financieros relativos al balance, son los siguientes:

Índices de Liquidez

	Mar'15	Dic'14
- Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	3,61	3,61
- Razón Ácida (Activo Disponible / Pasivo Corriente)	3,27	3,27

El índice de liquidez no muestra una variación, ya que el Activo corriente no genero grandes movimientos.

La razón ácida no muestra una variación producto de los efectos indicados anteriormente.

Índices de Endeudamiento

	Mar'15	Dic'14
- Razón de Endeudamiento (Deuda Total / Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la Controladora)	0,42	0,41

La Razón de Endeudamiento considera la deuda total consolidada sobre el Patrimonio atribuible a los Propietarios de la Controladora.

Si consideramos el Total Patrimonio Neto, los índices de Razón de Endeudamiento serían los siguientes:

	Mar'15	Dic'14
- Razón de Endeudamiento (Deuda Total / Total Patrimonio Neto)	0,36	0,35

La mejoría de este índice se debe por el aumento que experimentó el patrimonio neto producto de la utilidad del período que tuvo Sipsa S.A.

-Proporción de la deuda de corto y largo plazo en relación a la deuda total:

	Mar'15 MUS$	% de Variación	Dic'14 MUS$	% de Variación
Pasivo Corriente	23.588	83%	23.641	84%
Pasivo No Corriente	4.838	17%	4.381	16%
Total	28.426	100%	28.022	100%

Índices de Actividad

	Mar'15	Dic'14
- Total de Activo (MUS$)	107.460	107.269
- Rotación de Inventarios	0,011	0,555
- Permanencia de Inventarios	32.477,73	648,43

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS

Los principales rubros de resultados referidos por los períodos terminados al 31 de marzo de 2015 y 2014 son los siguientes:

Resultados

	Mar'15	Mar'14
- Ingresos Ordinarios	295	21
- Costo de Explotación	(22)	-
Margen de Explotación	273	21
- Otros Gastos Varios de Operación	(1.000)	(793)
Resultado Operacional	(727)	(772)

	Mar'15	Mar'14
Costos Financieros	(2)	(134)
Resultado No Operacional	576	39.757
R.A.I.I.A.D.I.E (1)	(147)	38.989
Utilidad/-Pérdida del Ejercicio	(409)	38.692

Índices de Rentabilidad

	Mar'15	Dic'14
Rentabilidad del Patrimonio	-0,6%	140,35%
Rentabilidad del Activo	-0,381%	77,313%
Rendimiento activos operacionales (2)	0,0%	0,0%
Utilidad/-Pérdida por acción US$	-0,0030	0,4912
Retorno de dividendos	0,0%	0,0%

Notas:

(1) R.A.I.I.A.D.I.E.: Resultado antes de impuestos, intereses, amortización, depreciación e ítems extraordinarios.

(2) Por considerarse Sipsa S.A. una sociedad holding, sin activos operacionales propios, no se puede calcular este indicador.

2. ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO

Los flujos originados son como se indica a continuación:

	Mar'15	Mar'14
Flujo Originado por Actividades de la Operación	(206)	(254)
Flujo Originado por Actividades de Financiación	4	12
Flujo Originado por Actividades de Inversión	281	(34)
Flujo neto total positivo (negativo)	79	(276)

3. EVOLUCIÓN DE LAS ACTIVIDADES Y NEGOCIOS

Las inversiones de Sipsa S.A., se radican principalmente en dos áreas de negocios: Inversiones e Inmobiliario, las cuales, se describen a continuación:

Sector Inversiones:

El sector Inversiones de Sipsa S.A., se concentra en la subsidiaria Inversiones Los Avellanos S.A., donde estaba radicada la propiedad del 17,038% de la filial Ultrapetrol (Bahamas) Limited. La inversión en Ultrapetrol se presentaba en una línea utilizando el método de la participación.

El 13 de julio de 2014, se firmó un contrato de venta de la totalidad de las acciones de Ultrapetrol que tenían las filiales Inversiones Los Avellanos y Hazels (Bahamas) Investments. Esta venta se efectuó al grupo controlador, quien a través de la sociedad Sparrow Capital Investments Ltd. adquirió la participación de estas sociedades en Ultrapetrol. El precio acordado fue de US$4,00 por

cada acción de Ultrapetrol, esta operación se concretó el 3 de septiembre de 2014 y generó una utilidad aproximada de US$33.88 millones. Los términos de la operación otorgaron a la parte vendedora, entre otros aspectos, la opción de compra del negocio oceánico de Ultrapetrol a un precio a ser determinado de común acuerdo. Luego de efectuadas las valoraciones del negocio oceánico, estas fueron evaluadas y se decidió no comprar dicho negocio a Ultrapetrol (Bahamas) Limited.

El producto de la venta se encuentra en inversiones de corto plazo, de bajo riesgo y alta liquidez.

Sector Inmobiliario:

El sector inmobiliario de Sipsa S.A., se desarrolla a través de su filial Argentina "Inversiones Los Andes S.A." (ILASA), donde su principal actividad es la compra, venta, explotación, arrendamiento y administración en general de inmuebles urbanos y rurales, así como la construcción de toda clase de obras civiles.

Para llevar adelante sus desarrollos inmobiliarios, la sociedad suele adquirir extensiones de tierra. Si bien éste es el primer eslabón de la cadena en el negocio de ILASA, es importante mencionar que estas adquisiciones son muy puntuales y se realizan en forma estratégica. Una vez detectada la necesidad y/o oportunidad de nuevas tierras, la sociedad lleva adelante el proceso de negociación.
La sociedad se encuentra desarrollando el proyecto inmobiliario Pilar del Este, ubicado en la zona de Pilar en Buenos Aires, República Argentina.

Se contempla la creación de varios barrios cerrados a lo largo de aproximadamente 550 hectáreas de tierras altas y arboladas. Además se han reservado áreas para el desarrollo de un importante centro cívico comercial, colegios primarios y secundarios de alto nivel, centros recreativos y deportivos, donde se podrá practicar tenis, fútbol, rugby y hockey entre otros deportes. Cada barrio tiene una identidad propia y diferenciada, logrando responder siempre, a la idea de pertenecer al proyecto global. Siguiendo el cuidadoso trazado de sus calles, los barrios son independientes unos de otros, pero a su vez, están interconectados por la red vial principal y las áreas verdes comunes del emprendimiento.

El proyecto Pilar del Este tiene al 31 de marzo 2015, un total de 3.494 sitios vendidos distribuidos en 9 barrios distintos.

Al 31.de marzo de 2015 Inversiones Los Andes S.A. registró una ganancia de MUS$ 213, comparada con una pérdida de MU$ 1.118 en los tres primeros meses del año 2014. La participación de Sipsa Sociedad Anónima en Inversiones Los Andes S.A., es de un 52,18 %

La principal diferencia observada con relación al primer trimestre del año 2014 es que en éstos primeros tres meses del año 2015 el resultado no operacional tuvo un fuerte incremento, principalmente por las diferencias de cambio positivas registradas que pasaron de MU$ (15) en el primer trimestre del año 2014 a MU$ 319 en los primeros tres meses del año 2015. Los resultados de las actividades financieras también tuvieron una mejora ya que en los primeros tres meses del año 2015 se registraron resultados por MU$ 16 frente a los MU$ (80) del primer trimestre del año 2014. Por otro lado el incremento en el valor de los inmuebles también experimentó una variación positiva de MU$ 279 frente a una pérdida de valor de MU$ (11) en los primeros tres meses del año 2014. Eso sumado a otros ingresos distintos de la operación por MU$ 46 hicieron que el resultado

no operacional del primer trimestre del año 2015 sea de MU$ 660 frente a MU$ (40) correspondiente al primer trimestre del año 2014.

El margen de explotación también tuvo una variación significativa, debido a la escrituración de transferencias de dominio efectuadas sobre lotes del B° Los Jazmines, aunque el incremento en los gastos de operación limitó la mejora en el resultado operacional a un 25% pasando de MU$ (377) en el primer trimestre del año 2014 a MU$ (301) en los primeros tres meses del año 2015.

La provisión del impuesto a las ganancias ascendió en éstos primeros tres meses del ejercicio del año 2015 a MU$ (146) incluyendo allí el efecto de los activos y pasivos por impuesto diferido.

4. ANÁLISIS DE RIESGO

Para analizar los factores que inciden en el nivel de riesgo de la sociedad, hay que remitirse a los factores o variables que afectan a cada una de las dos grandes áreas de negocios de Sipsa S.A., es decir, los sectores inmobiliarios e inversiones.

Debido a que las empresas subsidiarias se encuentran en el exterior, se ven expuestas a los riesgos inherentes de las economías y mercados en los cuales participan.

Los principales pasivos financieros, incluyen préstamos, cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar. La finalidad principal de estos pasivos financieros es obtener financiamiento para las operaciones de la sociedad y sus subsidiarias. Asimismo, la sociedad y subsidiarias cuentan con préstamos y otros créditos, deudores comerciales, otras cuentas por cobrar, efectivo y colocaciones a corto plazo que provienen directamente de sus operaciones.

El sector de inversiones está basado en su subsidiaria Inversiones Los Avellanos, la cual tiene una gran liquidez, debido a que el producto de la venta de las acciones de sus inversiones navieras está en instrumentos de alta liquidez y bajo riesgo tanto en el mercado nacional como en el extranjero.

La liquidez de la sociedad depende del flujo que reciba de sus filiales, ya que no posee ingresos propios, esto es, ya sea con la recepción de dividendos o préstamos de sus filiales operativas.

En el sector inmobiliario, la operación está basada en Argentina y desarrolla su actividad exclusivamente en ese sector, donde el mercado es competitivo y su diferenciación está fundamentalmente definida por la ubicación, precio, forma de pago y las características propias de la urbanización. La operación actual se basa en la venta de los sitios oportunamente urbanizados en el proyecto y la venta de macro-lotes a desarrolladores locales.

Al estar inmerso en el negocio inmobiliario argentino, la evolución de la operación está relacionada a variables económicas como el crédito hipotecario, la variación en el tipo de cambio y la demanda de bienes inmuebles.

Es así como se encuentra expuesta a los riesgos que se resumen a continuación:

(a) Riesgo de Crédito

En virtud de que el Crédito Hipotecario se encuentra ausente desde hace unos años en la Argentina, las operaciones que la sociedad realiza se implementan de contado. limitando de esa forma la exposición a las pérdidas potenciales producidas por incumplimiento de las obligaciones de los clientes.

No obstante ello, y para casos puntuales, la sociedad mantiene una estricta política de crédito para sus cuentas por cobrar. Esta se basa en la determinación de líneas de crédito a clientes. Para ello realiza un análisis individual de cada uno de ellos en donde prima la solvencia, capacidad de pago, referencias comerciales y el comportamiento de pago histórico con la sociedad.

Estas líneas de crédito se revisan periódicamente, teniendo especial cuidado en las condiciones ofrecidas. El comportamiento de pago se revisa permanentemente.

(b) Riesgo de Liquidez

Debido al carácter cíclico del negocio, la Compañía mantiene un nivel de caja que le permita cubrir las necesidades operacionales, financieras y de inversión.

(c) Riesgo de Precios de Mercado

El riesgo de mercado, es el riesgo de que producto de cambios en variables económicas relevantes el valor razonable de un activo o pasivo fluctúe.

Dada la naturaleza del negocio, la operación de la sociedad en el sector inmobiliario está expuesta a los siguientes riesgos de mercado (i) variaciones del tipo de cambio y (ii) variaciones del precio de mercado.

(i) Variaciones del Tipo de Cambio.

Prácticamente la totalidad de los ingresos de la compañía son en dólares estadounidenses o su equivalente, puesto que el mercado inmobiliario en Argentina opera bajo esa modalidad, por lo tanto tiene una baja exposición al riesgo de variación del tipo de cambio.

(ii) Variaciones del precio de mercado.

El precio de mercado en el mercado inmobiliario argentino está determinado por el balance entre la oferta y la demanda y generalmente incluye el costo necesario para el desarrollo y posterior venta de los sitios urbanizados o los macro-lotes según cada caso.

Puesto que prácticamente la totalidad de los ingresos de la sociedad en Argentina se registran en dólares estadounidenses o su equivalente, tiene una exposición a variaciones en el precio de mercado más bien reducida.

La sociedad tiene una política de precios basada en el análisis permanente de los precios de mercado.

(d) Estabilidad económica

Eventuales cambios en la política macroeconómica pueden afectar la confianza de los consumidores y por lo tanto el ritmo de venta en el mercado inmobiliario.

(e) Riesgo de tasa de interés

Estamos expuestos al riesgo de mercado por cambios en las tasas de interés, que podrían afectar los resultados de operaciones y situación patrimonial.

Se gestiona el riesgo de tasa de interés por medio de una cartera equilibrada de créditos y préstamos a tasa fija y variable o fijando las tasas con instrumentos derivados cuando corresponde.

(f) Riesgo de inflación

Las presiones inflacionarias en Argentina, donde opera nuestra subsidiaria, no han sido compensadas en el corto plazo por ajustes equivalentes del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y la moneda local. Lo anterior, tiene un efecto incremental de costo en la porción de los gastos operacionales incurridos en la moneda de origen medidos en dólares.