SIPSA
SIPSA SOCIEDAD ANONIMA

ANÁLISIS RAZONADO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS CONSOLIDADOS
AL 30 DE SEPTIEMBRE DE 2013

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, han dado por cumplidas las condiciones suspensivas de las cuales dependía el perfeccionamiento de la operación y, por tanto, han procedido al cierre de la transacción respectiva.

En virtud de ello, Ultrapetrol (Bahamas) Limited ha dejado de ser una subsidiaria controlada por Sipsa, por lo cual hasta los estados financieros al 30 de septiembre de 2012 la inversión en Ultrapetrol (Bahamas) Limited, se presenta consolidada y desde el 31 de diciembre de 2012 en adelante se presenta en una línea utilizando el método de la participación, los estados de resultados integrales y de flujo de efectivo se presentan consolidados hasta el 30 de septiembre de 2012. Sipsa Sociedad Anónima deja de tener control en Ultrapetrol (Bahamas) Limited y por ende las cifras e indicadores señalados a continuación no son comparables ya que los Estados Financieros comparativos obedecen a dos realidades distintas.

1. ANALISIS DE LA SITUACION FINANCIERA

BALANCE GENERAL CONSOLIDADO

Los principales rubros de activos y pasivos al 30 de septiembre de 2013 y 31 de diciembre de 2012 son los siguientes:

	30-sep-13	31-dic-12	Variación %
	MMUS$		
ACTIVOS			
Activos Corrientes	22.326	13.292	67,97%
Activos No Corrientes	43.845	59.065	-25,77%
TOTAL ACTIVOS	**66.171**	**72.357**	**-8,55%**

	30-sep-13	31-dic-12	Variación %
	MMUS$		
PASIVOS Y PATRIMONIO			
Pasivos Corrientes	12.019	12.367	-2,81%
Pasivos No Corrientes	10.523	16.418	-35,91%
TOTAL PASIVOS	**22.542**	**28.785**	**-21,69%**
Patrimonio Controladora	27.993	29.213	-4,18%
Participaciones No controladoras	15.636	14.359	8,89%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	**66.171**	**72.357**	**-8,55%**

Al 30 de septiembre de 2013, los activos corrientes aumentaron un 67,97% respecto a diciembre de 2012. Esto se debe al aumento en inventarios producido por el traspaso de una parte del activo no corriente propiedades de inversión de la subsidiaria Inversiones Los Andes S.A.
Los activos no corrientes al 30 de septiembre de 2013 son inferiores en un 25,77% respecto a diciembre de 2012, esta disminución proviene de la subsidiaria Inversiones Los Andes S.A. debido a lo que se explicó en el punto anterior.
Lo anterior explica la disminución de los activos al 30 de septiembre de 2013 respecto al 31 de diciembre de 2012 de un 8,55%.
Por otra parte, los pasivos corrientes disminuyeron un 2,81%, esto es, debido a la cancelación de la deuda que Sipsa S.A. mantenía con el Banco Santander y a que en el mes de Abril Sipsa S.A. liquidó su forward.
Al 30 de septiembre de 2013, los pasivos no corrientes disminuyeron un 35,91% con respecto al 31 de diciembre de 2012 debido a que en la subsidiaria Inversiones Los Andes S.A. los Anticipos de Clientes pasaron de ser pasivos no corrientes a corrientes.
Por lo anterior, los pasivos disminuyeron un 21,69% entre el 31 de diciembre de 2012 y el 30 de septiembre de 2013.
El patrimonio de la Sociedad disminuyó en un 4,18% respecto al 31 de diciembre de 2012.

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

Índices de Liquidez

	Sep'13	Dic'12
- Liquidez Corriente (Activo Corriente / Pasivo Corriente)	1,86	1,07
- Razón Acida (Activo Disponible / Pasivo Corriente)	0,85	1,04

La mejoría del índice de liquidez corriente responde principalmente al aumento de inventarios, esto por la disminución de los activos no corrientes provenientes de propiedad de inversión y por la disminución que sufrieron los pasivos corrientes a causa de la liquidación del Forward que Sipsa S.A. poseía.

La razón ácida muestra una disminución producto de los efectos indicados anteriormente.

Índices de Endeudamiento

	Sep'13	Dic'12
- Razón de Endeudamiento (Deuda Total / Patrimonio Atribuible a los Propietarios de la controladora)	0,81	0,99

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:

	Sep'13	Dic'12
- Razón de Endeudamiento (Deuda Total / Total Patrimonio Neto)	0,52	0,66

La mejoría de este índice, se debe por la disminución de las deudas tanto con el Banco Santander como con el Banco Security.

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

	Sep'13 MUS$	% de Variación	Dic'12 MUS$	% de Variación
Pasivo Corriente	12.019	53%	12.367	43%
Pasivo No Corriente	10.523	47%	16.418	57%
Total	22.542	100%	28.785	100%

	Sep'13 MUS$	Dic'12 MUS$
- Pasivo con Bancos Corto y Largo Plazo	10.228	12.364
- Deuda Bancos / Total Pasivos	45%	43%

<u>Índices de Actividad</u>

	Sep'13	Dic'12
- Total de Activo (MUS$)	66.171	72.357
- Rotación de Inventarios	1,686	0,012
- Permanencia de Inventarios	213,47	30.989,03

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS

Los principales rubros de resultados referidos al 30 de septiembre de los años 2012 y 2013 son los siguientes:

Resultados

	Sep'13	Sep'12
- Ingresos Ordinarios	8.362	227.797
- Costo de Explotación	(7.922)	(32)
Margen de Explotación	440	227.765
- Otros Gastos Varios de Operación	(3.468)	(236.644)
Resultado Operacional	(3.028)	(8.879)

	Sep'13	Sep'12
Costos Financieros	(683)	(33.027)
Resultado No Operacional	3.066	11.433
R.A.I.I.A.D.I.E (1)	56	31.935
Utilidad/-Pérdida del Ejercicio	(1.777)	(9.933)

Índices de Rentabilidad

	Sep'13	Dic'12
Rentabilidad del Patrimonio	-6,2%	-87,40%
Rentabilidad del Activo	-2,566%	-9,500%
Rendimiento activos operacionales (2)	0,0%	0,0%
Utilidad/-Pérdida por acción US$	-0,0132	-0,3254
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:

	Sep'13	Sep'12
Flujo Originado por Actividades de la Operación	5.888	34.491
Flujo Originado por Actividades de Financiación	(1.099)	(11.555)
Flujo Originado por Actividades de Inversión	(4.053)	(38.395)
Flujo neto total positivo (negativo)	736	(15.459)

3. EVOLUCIÓN DE LAS ACTIVIDADES Y NEGOCIOS

Las inversiones de Sipsa S.A., se radican principalmente en dos áreas de negocios: Naviero e Inmobiliario, por lo cual, se comentan a continuación las áreas antes señaladas:

Sector Naviero:

El sector naviero de Sipsa S.A., se concentra en la subsidiaria Inversiones Los Avellanos S.A., donde está radicada la propiedad del 5,62% de la filial Ultrapetrol (Bahamas) Limited.

Hasta antes del 12 de diciembre de 2012, Sipsa S.A., a través de su subsidiaria Inversiones Los Avellanos S.A., poseía el 26,20% de Ultrapetrol (Bahamas) Limited y consolidaba sus estados financieros con dicha sociedad, debido a que con fecha 12 de diciembre de 2012, Ultrapetrol realizó un acuerdo de inversión con Sparrow Capital Investments Ltd., una subsidiaria de Southern Cross Latin America Private Equity Funds III y IV ("Southern Cross") en que los términos de dicho acuerdo establecieron que Southern Cross efectúa un aumento de capital por US$220.000.000, con lo que obtuvo un 78,38% del capital social de Ultrapetrol. Con esta nueva emisión de acciones, Ultrapetrol deja de ser asociada controlada de Sipsa S.A. Por lo anterior, hay que considerar que para un adecuado análisis y comparación, los estados financieros del ejercicio 2013 no son comparativos con los del ejercicio anterior, dado que a septiembre de 2012 la inversión de Ultrapetrol se presentaba consolidada y al 30 de septiembre de 2013, se presenta en una línea utilizando el método de la participación.

Ultrapetrol (Bahamas) Limited es una sociedad de transporte marítimo, que opera en tres áreas de negocios, la primera de ellas corresponde al negocio del río, en la que posee y opera remolcadores y barcazas fluviales en la región de la hidrovía de América del Sur, región que se caracteriza por sus aguas navegables de los ríos Paraná, Paraguay, Uruguay y parte del Río de la Plata, los cuales, recorren Brasil, Bolivia, Uruguay, Paraguay y Argentina. Otra área de negocios, corresponde al apoyo a plataformas petroleras (Offshore), la cual posee y opera buques que brindan servicios de logística y transporte a empresas de exploración y producción petrolífera en el Mar del Norte y en las aguas costeras de Brasil. La tercera área de negocios, corresponde al transporte oceánico, donde posee y opera buques que transportan productos petrolíferos, minerales, granos y contenedores.

De los principales aspectos a destacar, es señalar que registra ingresos totales para el tercer trimestre del año 2013 por US$112,6 millones, lo que significa un incremento del 36% respecto al mismo período del año anterior, que fue de US$82,8 millones. Acumulado en el tercer semestre del año 2013, registra ingresos totales de US$312,3 millones, comparados con los US$226,8 del mismo período del año pasado, significa un incremento del 38%.

El EBITDA ajustado de Ultrapetrol (Bahamas) Limited, acumulado para el tercer trimestre del año 2013, fue de US$82,1millones, comparado con US$25,9millones el mismo período del año 2012.

El 23 de enero de este año, se recompró la totalidad del bono convertible de US$80 millones por un valor del capital más los intereses devengados a esa fecha, lo que significó pagar $1.001,61 por cada US$1.000,00.

Durante el mes de junio se emitió un bono por un total de US$200 millones, a una tasa de interés anual del 8,875%, con vencimiento el año 2021 y con una opción de recompra a 3 años. El 2 de octubre de este año se efectuó una emisión adicional por US$25 millones con iguales características.

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.

La sociedad se encuentra desarrollando el proyecto inmobiliario Pilar del Este, ubicado en la zona de Pilar en Buenos Aires, República Argentina.

La variación mas importante en éste ejercicio radicó en una revalorización de sus inmuebles de inversión.

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. El mismo no se encuentra estipulado o normalizado, sino que, por el contrario, ILASA, debe evaluar cada situación en particular (moneda, plazo de financiación, situación del mercado, etc.)

En el año 2013 la sociedad desarrolló conjuntamente con el grupo EIDICO un nuevo barrio cerrado, proyecto que abarcará unas 30 ha. Durante el año 2013 se vendieron un total de 446 sitios en la urbanización antes mencionada.

El proyecto Pilar del Este tiene al 30 de Septiembre 2013, un total de 3.186 sitios vendidos distribuidos en 8 barrios distintos, el año 2012 habían 7 barrios con un total de 2.740 sitios vendidos.

Al tercer trimestre del año 2013, ILASA registró una utilidad de MUS$ 2.714, comparada con una pérdida de MUS$ 184 en el mismo período del año 2012. La participación de Sipsa Sociedad Anónima en Inversiones Los Andes S.A., es de un 52,18 %.

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, sectores naviero e inmobiliario.

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

Los principales pasivos financieros, además de los instrumentos derivados, incluyen préstamos, cuentas por pagar comerciales y otras cuentas por pagar. La finalidad principal de estos pasivos financieros es obtener financiación 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.

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

Riesgo de mercado

Ultrapetrol (Bahamas) Investments, mantiene posiciones de liderazgo en el negocio del río, ya que posee la mayor flota de barcazas y remolcadores en la región de la Hidrovía. La competencia está basada en calidad de servicio, credibilidad, eficiencia y precio. Esta área compite con otras formas de transporte, basadas en transporte terrestre en algunas zonas.

En materia de astilleros, la competencia se produce con astilleros de la región y otros ubicados fuera de Sudamérica, principalmente en China y Corea del Sur.

En el caso de los PSV, los competidores son principalmente las compañías locales que operan este tipo de embarcaciones y mantienen en construcción unidades adicionales, también operan compañías internacionales que han construido embarcaciones en Brasil. En el Mar del Norte, la competencia es con grandes compañías establecidas en la región.

La competencia en el área oceánica, es con otras compañías de transporte de petróleo y crudo. Esta área es altamente competitiva donde las tarifas son elementos fundamentales en la decisión, además de la reputación de la compañía.

En el transporte de contenedores, existe un competidor marítimo y también existen alternativas terrestres de transporte que compiten.

En el área inmobiliaria, la operación está basada en Argentina, donde el mercado es competitivo y su diferenciación está fundamentalmente definida por la ubicación, precio, forma de pago y las características de la urbanización, por lo que está expuesta a riesgos de: i) variación de tipo de cambio y ii) variaciones del precio de mercado.

(i) Variaciones del Tipo de Cambio.

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

(ii) Variaciones del precio de mercado.

El precio de mercado, en el rubro inmobiliario local, 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 compañía se registran en dólares estadounidenses o su equivalente, Inversiones Los Andes S.A. tiene una exposición a variaciones en el precio de mercado más bien reducida.

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

Riesgo de liquidez

Debido al carácter cíclico tanto del negocio naviero como inmobiliario, ambas sociedades mantienen un nivel de caja que le permite cubrir las necesidades operacionales, financieras y de inversión. En particular, en el caso naviero, esta sociedad tiene un uso intensivo de capital, por lo que se estructura su liquidez y sus requerimientos de inversión mediante una combinación de créditos de instituciones financieras, préstamos de sus accionistas, flujo de caja de su operación y eventuales aumentos de capital.

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.

Riesgo del precio del combustible e inflación

Las presiones inflacionarias en los países de Sudamérica, donde operan nuestras subsidiarias, no han sido compensadas en el corto plazo por ajustes equivalentes del tipo de cambio entre el dólar estadounidense y la moneda local. Adicionalmente, las revaluaciones de la moneda local contra el dólar estadounidense, aún con ausencia de inflación, tiene un efecto incremental de costo en la porción de los gastos operacionales incurridos en la moneda de origen medidos en dólares.

No prevemos que los aumentos de precios de combustible afecten significativamente las operaciones futuras en el caso de los buques marítimos que se explotan en virtud de acuerdos de

fletamento por tiempo a terceros, ya que son los fletadores los que se hacen cargo del combustible. En cambio, los buques que se contratan con la modalidad de contratos de fletamento por viaje, por lo general, son sensibles al precio de combustible del buque.

En el caso de los contratos del río, la mayoría de los contratos incluyen una cláusula de ajuste de precio por combustible, a pesar de ello, se pueden producir desalineamientos temporales entre el ajuste de tarifas y la compra de combustible, ya que las tarifas se ajustan mensualmente y el combustible tiene otra periodicidad de ajuste, en general en forma semanal. Sin embargo, no podemos asegurar que en todo momento el mercado aceptará dichos ajustes.

Riesgo de la tasa de cambio

Al operar en varios países y debido a que la información financiera se expresa en dólares estadounidenses, algunos de los negocios se llevan a cabo en monedas extranjeras. Se utiliza el dólar estadounidense como moneda funcional y, por ende, los resultados de operaciones futuras podrían verse afectadas por fluctuaciones en los tipos de cambio entre el dólar estadounidense y otras monedas. Una porción significativa de los ingresos se denominan en dólares estadounidenses, como también sucede con una porción significativa de los gastos. Se mantienen créditos impositivos en monedas locales, que podrían verse afectados si aquellas monedas se revalúan en relación al dólar estadounidense.

Riesgo crediticio

El riesgo crediticio, es el riesgo de que una contraparte no cumpla sus obligaciones en virtud de un instrumento financiero o contrato comercial, produciéndose una pérdida financiera. La Sociedad y sus afiliadas se encuentran expuestas al riesgo crediticio por sus actividades operativas (en particular para los deudores comerciales) y sus actividades financieras, incluidos los depósitos en bancos e instituciones financieras, operaciones de cambio y otros instrumentos financieros.

Deudores comerciales

Los límites de crédito se establecen para todos los clientes sobre la base de criterios de calificación internos. En el área marítima, la mayor parte de las cuentas por cobrar son exigibles a empresas petroleras, empresas de granos y comerciantes internacionales. Se realizan evaluaciones permanentes de crédito a los clientes comerciales y, por lo general, no se exige garantía.

Industria Cíclica

La industria naviera internacional es cíclica y volátil en términos de tarifas y rentabilidad. Las tarifas marítimas aún permanecen bajas comparadas con los valores obtenidos en los años precedentes a la crisis mundial. Esto, puede afectar las negociaciones de arriendo o renovación de las embarcaciones o de venta de las mismas cuando expiren los contratos vigentes, produciendo efectos adversos en los resultados, ya que podrían no generar los recursos suficientes que permitan operar en forma rentable.

Las fluctuaciones en los valores de las tarifas marítimas, son el resultado de cambios en la oferta y demanda de servicios de transporte y en la demanda de petróleo y subproductos del mismo, así como otras cargas transportadas por vías marítimas o de río. Los factores que afectan la oferta y

demanda de embarcaciones están fuera del ámbito de nuestro control y la naturaleza, período de ocurrencia y grados de cambio en la industria marítima son impredecibles.

Riesgos de la operación

La operación de cualquier barco está expuesta a accidentes ambientales, daños al negocio por interrupciones causadas por fallas mecánicas, errores humanos, u otras circunstancias o eventos. En todo caso, estas actividades cuentan con cobertura de seguros que protegen el valor de la flota y otras contingencias.

Otros Riesgos

Existen otros factores que también pueden influir significativamente en los resultados futuros, tales como las condiciones climatológicas, sequías u otros factores que pueden afectar la producción de algunas cargas que se transportan, así como también, la navegabilidad de los ríos utilizados.

Estabilidad económica

Eventuales cambios en la política macroeconómica pueden afectar la confianza de los consumidores y por lo tanto el ritmo de venta, tanto en el área marítima como inmobiliaria.