

# Análisis de la situación económico-financiera de empresas de petróleo y gas

Al 31 de diciembre de 2014

Fuente: Memoria y Balance de las empresas publicadas en el CNV  
Comentarios y cuadros expresados en millones de pesos

## 1. Introducción

En este informe se presenta en forma resumida la situación de algunas de las Empresas más importantes del Sector de Energía.

A los fines del análisis, hay que considerar previamente que:

- ✓ El Decreto N° 664 del PEN estableció que los Estados Contables que cerraran a partir del 25 de marzo de 2003 fueran expresados en moneda nominal, es decir que **no consideran los efectos de la inflación**. Esto produce que:
  - El impuesto a las ganancias se liquide sobre valores que no reflejan la verdadera situación económica de las empresas.
  - Las cifras de los Estados Contables no expresen los valores reales de los diferentes rubros que la integran; en particular, las referidas a los Bienes de Uso y sus respectivas amortizaciones.
- ✓ Hasta el presente **se mantiene vigente la Ley de “Emergencia Económica”**, sancionada el 6 de enero de 2002.
- ✓ **No se han terminado de Renegociar los Contratos de las Empresas Reguladas.**

Se analizan a continuación los parámetros económico – financieros más importantes de algunas de las empresas del sector de petróleo y gas al 31 de diciembre de 2014.

## 2. Empresas de Petróleo

### YPF SOCIEDAD ANONIMA

#### Situación Patrimonial

Los estados financieros (resumidos) comparados de los años 2014 y 2013 se muestran a continuación:

| SITUACION PATRIMONIAL   |            |            |           |      |
|-------------------------|------------|------------|-----------|------|
|                         | 31/12/2014 | 31/12/2013 | Variación |      |
|                         | M\$        | M\$        | M\$       | %    |
| <b>Total del Activo</b> | 200.649,0  | 131.860,0  | 68.789,0  | 52,2 |
| Activo corriente        | 38.567,0   | 32.932,0   | 5.635,0   | 17,1 |
| Activo no corriente     | 162.082,0  | 98.928,0   | 63.154,0  | 63,8 |
| <b>Total del Pasivo</b> | 128.019,0  | 83.844,0   | 44.175,0  | 52,7 |
| Pasivo corriente        | 52.061,0   | 32.286,0   | 19.775,0  | 61,2 |
| Pasivo no corriente     | 75.958,0   | 51.558,0   | 24.400,0  | 47,3 |
| <b>Patrimonio Neto</b>  | 72.630,0   | 48.016,0   | 24.614,0  | 51,3 |

Los activos de la sociedad alcanzaron en el año 2014 los 200.649 M\$, de los cuales un 81% corresponde a activos fijos y 19% a activos corrientes. Durante el año 2014, los activos totales se han incrementado en 68.789 M\$ (52,2%) respecto al año anterior, debido fundamentalmente a las inversiones en Bienes de Uso (60.213 M\$), y en menor medida a incrementos de créditos por ventas y de otros créditos, disponibilidades, inversiones en otras sociedades, bienes de cambio e intangibles. La empresa terminó con un capital de trabajo operativo negativo de 459 M\$ y un índice de liquidez de 0,74, lo que nos indica que tiene sólo 74 ctv. para hacer frente a cada peso adeudado en el corto plazo.

Las inversiones en Bienes de Uso (60.213 M\$) aumentaron en 26.468 M\$ (78,4%) respecto del ejercicio anterior (33.745 M\$). Las mayores inversiones se relacionan a la mayor actividad de explotación en Upstream, tanto el desarrollo de los proyectos de producción convencional como no convencional, y al avance de proyectos referentes al segmento *downstream*.

Los pasivos totales suman 128.019 M\$, habiendo aumentado un 52,7% respecto al año anterior. El total de préstamos al 31 de diciembre de 2014 es de 47.395 M\$, de

los cuales 13.035 M\$ corresponden al corto plazo y 34.360 M\$ al largo plazo, conformado por Obligaciones Negociables y deudas con entidades financieras.

El indicador patrimonio neto sobre activos totales fue de 0,36, mientras que la solvencia medida como patrimonio neto sobre pasivos totales fue del 0,57.

Al 31 de diciembre de 2014, el patrimonio neto de la Sociedad ascendía a 72.630 M\$, observándose un incremento del 51,3% respecto del ejercicio anterior, aumento que se origina principalmente por el resultado positivo del ejercicio 9.002 M\$, otros resultados integrales por 16.276 M\$, por diferencia de conversión de YPF S.A., conceptos a los cuales hay que deducir 200 M\$ por recompra de acciones propias en cartera y la distribución de dividendos en efectivo por 464 M\$.

Los fondos netos generados por las actividades operativas en 2014 fueron de 44.695 M\$; 82,85% mayores que el año anterior, debido entre otros factores al mayor resultado operativo obtenido por la sociedad durante 2014. A este origen de fondos hay que agregarle los préstamos obtenidos por un valor aproximado a 23.042 M\$, las sumas obtenidas por cobro de seguros por daño material 1.818 M\$ y por ventas de participaciones en UTE 349 M\$

Las principales aplicaciones de fondos en actividades de inversión y financiación en 2014 incluyeron 47.336 M\$ en adquisiciones de bienes de uso, al pago de capital (12.750 M\$) e intereses (4.862 M\$) de préstamos, así como al pago de dividendos en efectivo 464 M\$, a la recompra de acciones 200 M\$ y otros conceptos menores.

### **Situación Económica**

El ejercicio 2014 cerró con una utilidad neta de 9.002 M\$, superior a la del ejercicio anterior (5.125 M\$) en un 75,6%.

Los ingresos ordinarios fueron de 131.356 M\$ con un aumento del 54,6% respecto a igual periodo del año anterior, destacándose las mayores ventas de naftas, gasoil y gas natural en el mercado local.

Los resultados del año 2014, comparados con los del año anterior, fueron los siguientes:

| <b>RESULTADOS</b>                             |                   |                   |                  |             |
|---|-------------------|-------------------|------------------|-------------|
|   | <b>31/12/2014</b> | <b>31/12/2013</b> | <b>Variación</b> |             |
|   | M\$               | M\$               | M\$              | %           |
| Ventas  | 131.356           | 84.983            | 46.373           | 54,6        |
| Costo de ventas                               | (96.516)          | (64.171)          | (32.345)         | 50,4        |
| <b>Utilidad bruta</b>                         | <b>34.840</b>     | <b>20.812</b>     | <b>14.028</b>    | <b>67,4</b> |
| Gastos de comercialización                    | (9.415)           | (7.163)           | (2.252)          | 31,4        |
| Gastos de administración                      | (3.712)           | (2.324)           | (1.388)          | 59,7        |
| Gastos de exploración                         | (1.672)           | (765)             | (907)            | 118,6       |
| Otros Ingresos/Egresos                        | 163               | 444               | (281)            | -63,3       |
| <b>Resultado operativo</b>                    | <b>20.204</b>     | <b>11.004</b>     | <b>9.200</b>     | <b>83,6</b> |
| Resultados inversiones permanentes            | (509)             | 70                | (579)            | -827,1      |
| Resultados financieros (netos)                | 2.594             | 3.111             | (517)            | -16,6       |
| Impuesto a las Ganancias                      | (13.287)          | (9.060)           | (4.227)          | 46,7        |
| <b>Resultado Neto del Ejercicio</b>           | <b>9.002</b>      | <b>5.125</b>      | <b>3.877</b>     | <b>75,6</b> |
| Otros resultados integrales                   | 16.276            | 12.031            | 4.245            | 35,3        |
| <b>Resultado integral Total del Ejercicio</b> | <b>25.278</b>     | <b>17.156</b>     | <b>8.122</b>     | <b>47,3</b> |

El costo de ventas (incluye depreciaciones) en 2014 fue de 96.516 M\$, un 50,4% más que en el 2013. Este incremento se debió al incremento del precio expresado en pesos del crudo comprado a terceros en el mercado doméstico y a mayores importaciones de gasoil y de naftas.

En cuanto a los gastos de producción, el incremento se debió a un aumento en las regalías, originado en mayores volúmenes producidos, y un mayor valor en boca de pozo. Se han registrado también incrementos en las contrataciones de obras y servicios, en los costos salariales y en el cargo por amortizaciones.

Los gastos de administración correspondientes a 2014 presentan un aumento de 1.388 M\$ (59,7%) frente al año anterior, debido principalmente a los mayores gastos de personal, cargos de publicidad y mayores costos de contrataciones de servicios. Los gastos de comercialización en 2014 aumentaron en 2.252 M\$ (31,4%), entre otras causas por los mayores cargos del impuesto a los débitos y créditos bancarios; así como también por los mayores costos de transporte de productos. A su vez, los gastos de exploración que alcanzaron a 1.672 M\$ aumentaron en 907 M\$ (118,6%).

Los efectos mencionados, sumados a otros ingresos por 163 M\$, determinaron que la utilidad operativa en 2014 alcance a 20.204 M\$, en comparación con los 11.004 M\$ correspondiente al año 2013. Los márgenes operativos (utilidad operativa dividida por ventas netas) fueron del 15,4 % y 12,9 %, respectivamente.

Los resultados financieros y por tenencia correspondientes al año 2014 fueron positivos en 2.594 M\$, al igual que el año 2013 (3.111 M\$). El hecho que los resultados financieros sean positivos se debe a que la empresa ha tenido ganancias por diferencias de cambio.

El cargo por impuesto a las ganancias correspondiente al año 2014 fue de 13.287 M\$, lo que implica un aumento respecto de los 9.060 M\$ correspondiente al año 2013, motivado como consecuencia del mayor resultado - antes de impuesto - en razón de las causas mencionadas en párrafos anteriores.

**En base a todo lo expuesto, la utilidad neta correspondiente al año 2014 fue de 9.002 M\$, lo que en comparación con 5.125 M\$ para el año 2013 representa un aumento del 75,6%.**

Según las normas NIIF, a los resultados del ejercicio se le agregan “otros resultados integrales” (16.276 M\$) que elevan el Resultado Integral Total del Ejercicio a 25.278 M\$, los que según nota a los Estados Contables de YPF, están relacionados con diferencias de conversión generadas por inversiones en sociedades con moneda funcional distinta del dólar y por la conversión de los estados contables de YPF a su moneda de presentación (pesos), no tienen efecto en el impuesto a las ganancias ni en el impuesto diferido ya que al momento de su generación dichas transacciones no tuvieron impacto en la utilidad contable ni impositiva.

**NOTA:**

A los fines de ver el potencial de la empresa, resulta de interés acudir al informe financiero anual que YPF S.A. presentó ante la SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) donde hace algunas reflexiones sobre la realidad económica del país. ***En dicho informe, aseguró que sus reservas y su producción podrían caer sin financiamiento. Además, enumeró ocho riesgos a la hora de invertir en el país, entre los que destacó "niveles altos de inflación, cambios en el valor de la moneda y controles del tipo de cambio, de precios y de salarios". Con todo, YPF subrayó que el resultado de la economía argentina depende de una "variedad de factores", entre los cuales se menciona la estabilidad y competitividad del peso contra otras monedas, los niveles de consumo interno, y la tasa de inflación.***

### 3. Empresas de Transporte de Gas

#### Situación Patrimonial

En el siguiente cuadro se muestra la situación patrimonial de TGS y TGN en el ejercicio cerrado el 31 de diciembre de 2014:

| <b>SITUACION PATRIMONIAL</b>      |            |            |
|-----------------------------------|------------|------------|
| <b>al 31 de diciembre de 2014</b> |            |            |
|                                   | <b>TGS</b> | <b>TGN</b> |
|                                   | <b>M\$</b> | <b>M\$</b> |
| <b>Total del Activo</b>           | 6.174,4    | 3.259,1    |
| Activo corriente                  | 1.959,0    | 724,4      |
| Activo no corriente               | 4.215,5    | 2.534,7    |
| <b>Total del Pasivo</b>           | 4.306,9    | 2.429,6    |
| Pasivo corriente                  | 1.251,8    | 570,4      |
| Pasivo no corriente               | 3.055,1    | 1.859,2    |
| <b>Patrimonio Neto</b>            | 1.867,5    | 829,5      |
| <b>PN al 31.12.2013</b>           | 2.023,1    | 1.086,2    |

La situación patrimonial de las empresas muestra que gran parte del activo está financiado con capital de terceros; ya que, la relación “pasivo total sobre activo total” es del 70% (TGS) y del 75% (TGN). A su vez, el índice de solvencia medido por el cociente entre el “patrimonio neto sobre el pasivo total” es del 0,43 y del 0,34, respectivamente. **Estos indicadores están marcando un alto grado de endeudamiento, con el riesgo que significa dicha situación.** Esto se debe al continuo deterioro de su ecuación económico-financiera derivada de cuadros tarifarios que no se ajustan a las necesidades operativas y de inversión de las empresas prestadoras del servicio.

La empresa TGN ha informado en su Memoria del ejercicio finalizado al 31 de diciembre de 2014 que:

---

*Debido al continuo deterioro de su ecuación económico-financiera derivada del congelamiento de las tarifas, la caída en los ingresos por transporte para exportación y el incremento de sus costos operativos, en diciembre de 2008 TGN suspendió el pago de su deuda financiera a fin de privilegiar la prestación segura y confiable del servicio público de transporte de gas natural a su cargo, preservar el principio de empresa en marcha y asegurar la igualdad de trato a todos sus acreedores financieros. A partir de allí, la Sociedad inició un proceso de reestructuración de sus pasivos financieros, el cual fue finalizado durante el mes de marzo de 2014 por medio de una recompra de obligaciones negociables Serie A y B por un valor nominal de US\$ 5,8 millones. No obstante y en consideración de su situación tarifaria, la deuda reestructurada de TGN ha sido calificada como “CCC (arg)” en razón de representar un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones en el país.*

---

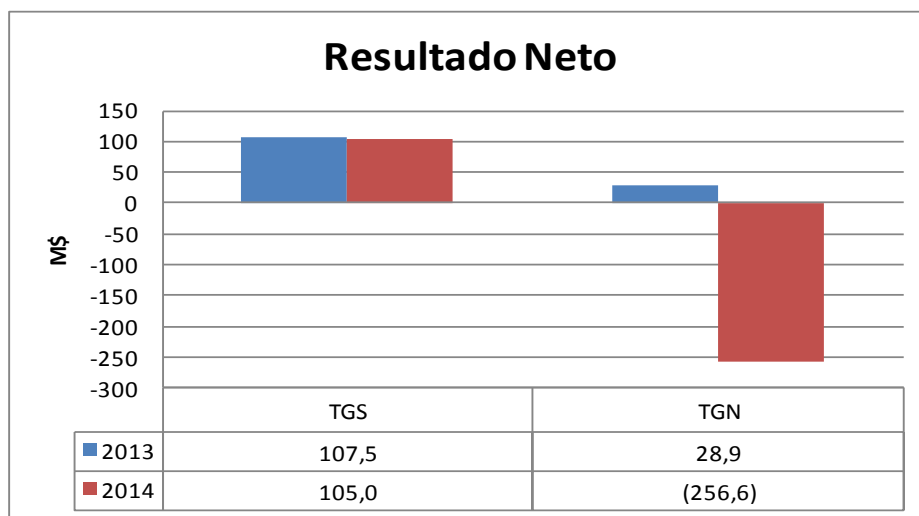
Las empresas tienen un Capital de Trabajo positivo, de 1012,5 M\$ (TGS) y de 237,6 M\$ (TGN), y un índice de liquidez corriente que alcanza a 1,56 y 1,27 respectivamente.

## **Resultados**

Los estados de resultados del año 2014 de las empresas de Transporte de Gas han sido los siguientes:

| <b>ESTADOS DE RESULTADOS<br/>al 31 de diciembre de 2014</b> |            |            |
|---|------------|------------|
|   | <b>TGS</b> | <b>TGN</b> |
|   | <b>M\$</b> | <b>M\$</b> |
| Ventas  |            |            |
| Servicios de Transporte de Gas                              | 744,1      | 497,4      |
| Producción y comercialización de líquidos                   | 3.243,3    |            |
| Otros Servicios   | 316,6      | 74,5       |
|   | 4.304,0    | 571,9      |
| <i>Menos:</i>   |            |            |
| Gastos de explotación                                       | (2.325,3)  | (483,1)    |
| <b>Ganancia bruta</b>                                       | 1.978,7    | 88,9       |
| Gastos de Comercialización                                  | (647,4)    | (40,0)     |
| Gastos de Administración                                    | (149,4)    | (159,0)    |
| Otros ingresos/ (egresos)                                   | 4,9        | 29,6       |
| <b>EBITDA</b>   | 1.186,8    | (80,6)     |
| Depreciación Bienes de Uso                                  | (254,3)    | (137,9)    |
| <b>Resultado operativo</b>                                  | 932,5      | (218,5)    |
| Resultados inversiones permanentes                          | 2,9        | 5,6        |
| Resultados financieros (netos)                              | (765,7)    | (175,7)    |
| Impuesto a las Ganancias                                    | (64,8)     | 131,9      |
| <b>Resultado Neto del Ejercicio</b>                         | 105,0      | (256,6)    |
| Otros resultados integrales                                 | 0,0        | 0,0        |
| <b>Resultado integral Total del Ejercicio</b>               | 105,0      | (256,6)    |

TGS ha tenido un Resultado Neto positivo, de 105,0 M\$; mientras que TGN ha arrojado un pérdida neta de 256,6 M\$. Los resultados muestran un deterioro respecto del ejercicio anterior, tal como se puede ver en el siguiente gráfico.



Estos resultados finales responden a los siguientes componentes de las empresas:



Los ingresos de **TGS SA (transportadora de Gas del Sur S.A.)** se incrementaron aproximadamente en un 50%, fundamentalmente por el aumento de la Producción y Comercialización de Líquidos, que representa el 75,4% de los ingresos de la compañía y, a pesar de la baja de los precios internacionales de referencia del propano, butano y gasolina natural. Este Segmento de Producción y Comercialización de Líquidos es el que posibilitó que la empresa haya cerrado el ejercicio con un Resultado Neto positivo, presentando una ganancia operativa de 816,9 M\$.

Los ingresos por Transporte de Gas aumentaron en 12,57%, que se fundamenta por el incremento de las tarifas reguladas aprobado por Resolución del ENARGAS y en los mayores ingresos por servicios de Transporte de Gas Natural interrumpible y de intercambio y desplazamiento. Después de un largo congelamiento de tarifas desde 1999. A partir de abril de 2014, la Resolución 2852/14 dictada por el ENARGAS dispuso un ajuste escalonado en el cuadro tarifario aplicable para el servicio de Transporte de Gas Natural alcanzando un aumento total del 20% en el mes de agosto de 2014. No obstante, dicho incremento es considerado insuficiente para compensar el aumento en los costos durante los últimos años. En efecto durante el año 2014 la empresa tuvo una pérdida operativa en el Segmento Regulado de 42,4 M\$.

Si se tiene en cuenta que el Segmento de Otros Servicios, la empresa tuvo una ganancia operativa de 158,1 M\$. En conjunto, la Sociedad tuvo una ganancia operativa de 932,5 M\$, a pesar del fuerte incremento de los costos.

Los resultados financieros y por tenencia negativos afectaron fuertemente los resultados (765,7 M\$) debido a la pérdida por diferencias de cambio, los intereses de la deuda y los resultados negativos por instrumentos financieros derivados.

**El resultado final del año fue de 105,0 M\$, levemente inferior – a valores históricos - al del año 2013, que fue de 107,5 M\$. El ROE (Resultado neto sobre Patrimonio) fue de 5,6 % y el ROA (Rentabilidad operativa sobre el Activo) de 9,8 %.**

**TGN S.A. (Transportadora Gas del Norte)** tuvo ingresos por ventas del servicio de transporte de gas y otros servicios de 572,0 M\$ un 18,2% por encima

del año anterior. Los ingresos aumentaron por: a) una mayor facturación del servicio de transporte en moneda extranjera principalmente como consecuencia del aumento del tipo de cambio del dólar estadounidense, b) por el aumento del servicio de transporte interrumpible e intercambio y desplazamiento con destino local y de exportación, y c) al incremento en las tarifas de transporte con destino local a partir de abril de 2014, con asignación específica a un plan de inversiones aprobado por el ENARGAS. A su vez, los costos de explotación (619 M\$, incluyendo depreciaciones) crecieron un 30,2%, principalmente por el aumento de los costos laborales y los gastos de reparación y mantenimiento de Bienes de Uso. Los Gastos de Comercialización (40,3 M\$) aumentaron un 46,4 %, mientras que, los Gastos Administrativos (160,7 M\$ incluido depreciaciones) crecieron en 18,3%. **Los factores antes descriptos más los otros ingresos (29,6 M\$), ocasionaron que los Resultados Operativos fueran negativos por 218,5 M\$.**

A su vez, los resultados financieros netos fueron negativos en 175,7 M\$, debido principalmente a diferencias de cambios negativas e intereses de la deuda.

Si a lo expuesto precedentemente le sumamos un crédito por impuesto a las ganancias diferido de 131,9 M\$ y el resultado por inversiones en sociedades afiliadas, por 5,6 M\$, **el Resultado Neto final arrojó una pérdida de 256,6 M\$**, mientras que en el ejercicio anterior la Sociedad tuvo una ganancia de 28,8 M\$.

## 4. Empresas Distribuidoras

La Situación Patrimonial de las tres empresas analizadas se muestra en el siguiente cuadro.

| <b>SITUACION PATRIMONIAL<br/>al 31 de diciembre de 2014</b> |  |                         |                 |
|---|--|-------------------------|-----------------|
|   | <b>CAMUZZI GAS<br/>PAMPEANA<br/>S.A.</b> | <b>GAS BAN<br/>S.A.</b> | <b>METROGAS</b> |
| <b>Total del Activo</b>                                     | 1.369,6                                  | 1.831,4                 | 2.805,2         |
| Activo corriente  | 327,7                                    | 623,0                   | 836,5           |
| Activo no corriente   | 1.041,9                                  | 1.208,4                 | 1.968,7         |
| <b>Total del Pasivo</b>                                     | 749,6                                    | 1.185,7                 | 3.012,2         |
| Pasivo corriente  | 653,9                                    | 1.058,0                 | 1.363,0         |
| Pasivo no corriente   | 95,7                                     | 127,7                   | 1.649,2         |
| <b>Patrimonio Neto</b>                                      | 619,9                                    | 645,7                   | (207,1)         |

La situación patrimonial de las empresas muestra que CAMUZZI y GAS BAN tienen una estructura financiera adecuada, aunque no exentas de la problemática de la industria de la energía general, dada la falta de actualización de las tarifas, mientras que Metrogas tiene un “patrimonio neto negativo” atribuible a la sociedad controlante de 207,1 M\$. Si comparamos la situación patrimonial respecto al año anterior, observamos que el crecimiento del Pasivo es muy importante en las empresas, aumentando 35,8%, 49,11% y 56,81%, respectivamente. Como se observa, el caso de Metrogas es preocupante, dado que en un año duplicó su pasivo corriente. Sin embargo, los activos de las empresas no han aumentado al mismo ritmo, ya que lo hicieron al 8,74%, 22,31% y 19,62%, respectivamente. De esta manera, los patrimonios de las empresas decrecieron significativamente.

A su vez, el índice de solvencia medido por el cociente entre el “patrimonio neto sobre el pasivo total” es de 0,83 en el caso de Camuzzi, 0,54 para Gas Ban, y negativo en -0,07 para el caso de Metrogas, ya que, como se expuso, su patrimonio neto es negativo. Estos indicadores están marcando un alto grado de endeudamiento en el caso de Metrogas, aumentando el riesgo de la Sociedad. Con motivo de esta situación financiera, que se fue generado desde hace varios ejercicios, la empresa solicitó en junio de 2010 la apertura del concurso preventivo de acreedores, presentando una

propuesta de acuerdo con los acreedores quirografarios. En septiembre de 2012, el Juzgado interviniente homologó el concurso preventivo y la empresa llevo a cabo el canje de Obligaciones Negociables, así como la capitalización y pago de intereses. Por otra parte, la Sociedad se encuentra en negociaciones con los acreedores privilegiados a efectos de la cancelación de sus respectivas acreencias. Derivado de la presentación del concurso preventivo de acreedores en junio de 2010, Metrogas fue intervenida por el ENARGAS, disponiendo la conclusión de dicha intervención en mayo del 2013.

En su memoria, el Directorio de la compañía afirma que “Al 31 de diciembre de 2014 no ha ocurrido ningún evento de incumplimiento. La Sociedad ha cumplido durante el ejercicio 2014 con las condiciones y compromisos establecidos en el Prospecto de Emisión”.

El 31 de diciembre de 2014, la Sociedad pagó los intereses semestrales desde el 30 de junio de 2014 hasta el 31 de diciembre de 2014.

A su vez, dentro de la perspectiva de la empresa, se deja aclarado que **“Al 31 de diciembre de 2014, el total del patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora era negativo y ascendía a miles de \$ 210.186, encontrándose la Sociedad alcanzada por las disposiciones del art. 94 inciso 5to, y del art. 96 de la Ley N°19.550 de Sociedades Comerciales”.**

Al respecto, el artículo 94° inciso 5to establece que la sociedad es causal de disolución: “Por pérdida del capital social”

A su vez, el artículo 96 de la Ley de sociedades comerciales establece que “En el caso de pérdida del capital social, la disolución no se produce si los socios acuerdan su reintegro total o parcial del mismo o su aumento”.

Esta fórmula se repite al momento de la opinión de los auditores contables.

Las empresas tienen un Capital de Trabajo negativo, a excepción de Gas BAN, y su índice de liquidez corriente alcanza a 0,50 en el caso de Camuzzi, 1,14 en el caso de Gas Ban, y 0,61 en el de Metrogas, lo que demuestra el bajo margen de maniobra que están teniendo las empresas para salir de una situación financiera preocupante.

## Resultados

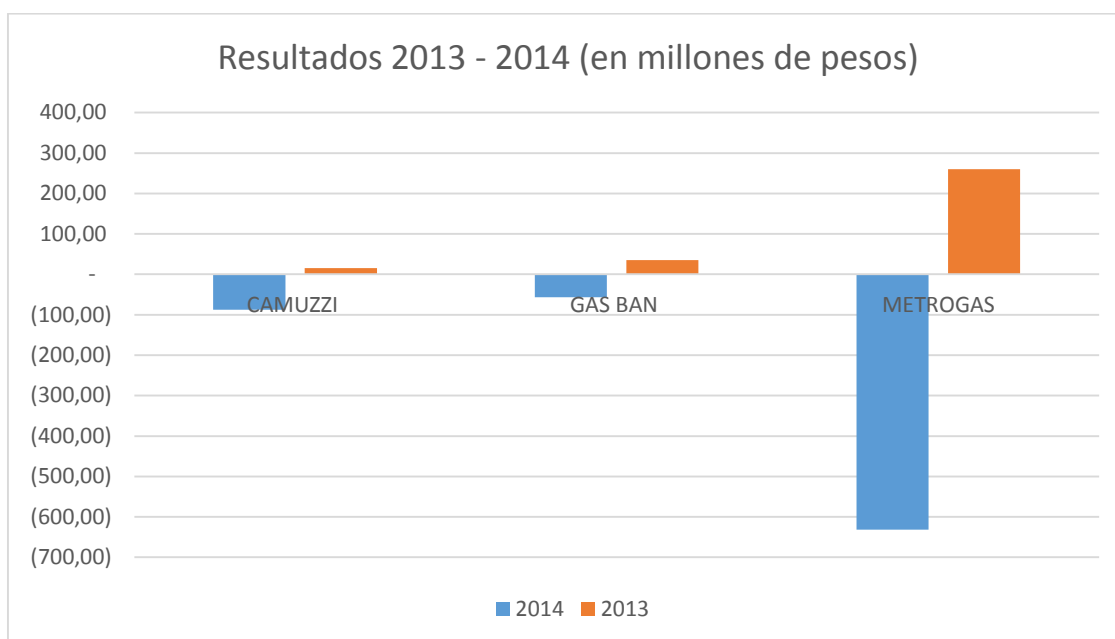
Los Resultados del año 2014 de las empresas de Distribuidoras de Gas se exponen a continuación:

| <b>ESTADO de RESULTADOS</b>                         |  |                         |                 |
|---|--|-------------------------|-----------------|
| <b>al 31 de diciembre de 2014</b>                   |  |                         |                 |
| <i>En Millones de pesos</i>                         | <b>CAMUZZI GAS<br/>PAMPEANA<br/>S.A.</b> | <b>GAS BAN<br/>S.A.</b> | <b>METROGAS</b> |
| Ventas  | 1.285,1                                  | 1.607,4                 | 3.184,5         |
| Otros Servicios                                     | 4,5                                      |                         |                 |
|   | 1.289,6                                  | 1.607,4                 | 3.184,5         |
| <i>Menos:</i>                                       |  |                         |                 |
| Costo de explotación administ y comerc. (erogables) | (1.382,6)                                | (1.631,7)               | (3.194,4)       |
|   | (93,0)                                   | (24,3)                  | (9,9)           |
| Otros ingresos/ (egresos)                           | 9,3                                      | 14,8                    | 6,7             |
| <b>EBITDA</b>                                       | (83,7)                                   | (9,5)                   | (3,2)           |
| Depreciación Bienes de Uso                          | (58,3)                                   | (74,1)                  | (87,0)          |
| Amortización de Intangibles                         | (1,2)                                    | (4,3)                   | 0,0             |
| <b>Resultado operativo</b>                          | (143,2)                                  | (87,8)                  | (90,2)          |
| Resultados financieros (netos)                      | 11,0                                     | 2,8                     | (515,1)         |
| Impuesto a las Ganancias                            | 44,7                                     | 28,6                    | (25,8)          |
| <b>Resultado Neto del Ejercicio</b>                 | (87,5)                                   | (56,4)                  | (631,2)         |
| Otros resultados integrales                         |  |                         |                 |
| <b>Resultado integral Total del Ejercicio</b>       | (87,5)                                   | (56,4)                  | (631,2)         |

De las cifras arriba indicadas, se puede apreciar cómo los gastos operativos superan a los ingresos de las empresas, lo cual expresa la urgencia respecto al reajuste tarifario. Si realizamos un análisis interanual de las principales partidas del Estado de Resultados, podemos observar que, mientras que los ingresos de manera agregada crecieron un 55%, los egresos operativos lo hicieron a razón del 71,5%. Esto explica fundamentalmente el deterioro de los resultados de las empresas. Seguidamente exponemos esta información desagregada por empresa:

|                            | <b>CAMUZZI<br/>GAS<br/>PAMPEANA</b> | <b>GAS BAN</b> | <b>METROGAS</b> |
|----------------------------|-------------------------------------|----------------|-----------------|
| <b>Ingresos por Ventas</b> | 37,16%                              | 53,71%         | 64,47%          |
| <b>Egresos Operativos</b>  | 60,06%                              | 75,55%         | 75,17%          |

La comparación de los resultados del 2014 con el ejercicio anterior se puede ver en el siguiente gráfico:



Como se puede observar, en todas las empresas los resultados netos del ejercicio 2014 presentan una situación desfavorable. Esta pérdida fue consecuencia de un resultado operativo negativo que obedece a que los mayores ingresos (aplicados por la Resolución SE 226/2014), surgidos de la implementación de los nuevos cuadros tarifarios, no alcanzaron a cubrir los aumentos de precios de los gastos operativos, y al desfase generado por el incremento asimétrico entre el margen de distribución y el componente gas.

Un resumen de los principales Indicadores económico – financieros se presenta a continuación:

| <b>INDICADORES</b>                                       |                                 |                         |                 |
|--|---------------------------------|-------------------------|-----------------|
|  | <b>CAMUZZI GAS<br/>PAMPEANA</b> | <b>GAS BAN<br/>S.A.</b> | <b>METROGAS</b> |
| Capital de trabajo operativo (AC-PC+DFaCP)               | -306,6                          | -408,0                  | -417,5          |
| Indice de liquidez (AC/PC)                               | 0,50                            | 0,59                    | 0,61            |
| Indice de solvencia (PN / PT)                            | 0,83                            | 0,54                    | -0,07           |
| Pasivo Total sobre Activo total                          | 0,55                            | 0,65                    | 1,07            |
| Patrimonio Neto sobre Activo Total                       | 0,45                            | 0,35                    | -0,07           |
| Deuda Financiera sobre Pasivo Total                      | 0,03                            | 0,02                    | 0,48            |
| Inversiones en Bienes de Uso sobre Depreciación          | 1,78                            | 2,11                    | 2,29            |
| Capacidad de reinversión (cash flow sobre Inversiones)   | -0,27                           | 0,14                    | -2,73           |
| ROE (Resultado neto sobre patrimonio)                    | -14,11%                         | -8,74%                  | 304,83%         |
| Margen operativo sobre ventas                            | -11,1%                          | -5,5%                   | -2,8%           |
| Ventas sobre activo total                                | 0,94                            | 0,88                    | 1,14            |
| ROA (Rentabilidad sobre el activo) (Res Oper (1-t) / AT) | -6,79%                          | -3,12%                  | -2,09%          |
| Leverage (ROE/ROA)                                       | 2,08                            | 2,80                    | -145,80         |
| EBITDA (M\$)   | -84                             | -9                      | -3              |
| Cash flow (ganancia neta más amortizaciones)             | -28                             | 22                      | -544            |
| Costos operativos (erogables) sobre ventas               | 107,59%                         | 101,51%                 | 100,31%         |