



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of *Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACIÓN

CORPORACION NACIONAL DEL COBRE DE CHILE

Noviembre 2010

www.feller-rate.com

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poors Credit Market Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.

CORPORACION NACIONAL DEL COBRE DE CHILE

SOLVENCIA	AAA
PERSPECTIVAS	Estables

Analista: Nicolás Martorell Fono: (562) 757-0496

Clasificaciones

	Octubre 2002	Abril 2005	Octubre 2010
Solvencia	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables
Bonos Serie A	AAA	AAA	AAA
Bonos Serie B	-	AAA	AAA

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a los bonos emitidos por la Corporación Nacional del Cobre de Chile (Codelco) refleja su fuerte posición de mercado como líder mundial en producción de cobre, la importancia estratégica para el Estado de Chile, su buena estructura de costos y sus altas reservas de mineral. También considera el alto impacto de la volatilidad del precio del cobre y del molibdeno en la variabilidad de sus ventas y la agresiva política financiera influenciada por una alta carga tributaria y de inversión.

Codelco es el principal productor integrado de cobre del mundo y es el segundo productor a nivel mundial de Molibdeno, con un 9% de la producción global. En el año 2009, Codelco produjo 1,78 millones de toneladas métricas de cobre fino, equivalente a un 11% de la producción mundial, conservando las mayores reservas de mineral cuprífero en el mundo.

La compañía opera en una industria donde sus resultados varían directamente con el precio del cobre, el cual está ligado fuertemente al ciclo económico mundial y en el último tiempo a la demanda de países asiáticos, como China. No obstante, Codelco posee bajos costos directos, lo cual genera importantes ventajas en el momento de administrar los ciclos negativos del precio del cobre.

La empresa pertenece al Estado de Chile y presentando una importancia estratégica para el Gobierno. Durante el año 2009, su aporte al fisco fue equivalente al 1,7% del PIB y representó un 9% de los ingresos del Gobierno Central consolidado. Estas entradas son obtenidas por medio de una alta carga tributaria y un alto

nivel de reparto de dividendos. Las tasas impositivas corresponden a un 57% de impuesto a la renta, 10% de impuesto a exportaciones y 5% de impuesto específico a la minería.

Históricamente, al repartir íntegramente las utilidades, Codelco ha financiado gran parte de su plan de inversiones mediante emisión de deuda, tanto en Chile como en el extranjero, lo cual ha provocado un aumento constante en la deuda financiera a largo plazo. Sin embargo, su estructura de endeudamiento con un perfil de vencimiento en el largo plazo, y el buen acceso al mercado internacional del crédito le otorgarán una adecuada flexibilidad financiera.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas asignadas a la clasificación son “Estables”. Estas se fundamentan en la posición de liderazgo en el mercado mundial del cobre de la compañía, y las perspectivas para la demanda por cobre mundial, considerando su fuerte plan de inversiones para el periodo 2011-2014. Dada la gran importancia que tiene Codelco en la economía nacional, por el papel que juega en la generación de recursos para el Estado, se espera que el Estado de Chile provea de los recursos necesarios a la Corporación en caso de que sea necesario.

CODELCO

FORTALEZAS Y RIESGOS **Fortalezas**

- *Favorable posición competitiva y liderazgo a nivel mundial en producción de cobre.* Codelco mantiene una favorable posición competitiva fundamentada en sus altos niveles de producción, valiosas reservas y bajos costos, siendo el primer productor a nivel mundial de cobre con un 11% de la producción y cerca del 10% de las reservas internacionales. Sus bajos costos se fundamentan en la posición de segundo productor mundial de Molibdeno con un 9,6% de la producción global.
- *Respaldo del Estado de Chile.* La importancia que tiene Codelco para su principal accionista, el Estado de Chile (cuya clasificación implícita por parte de Feller-Rate es “AAA”) es alta. Se espera que el Estado de Chile provea de los recursos necesarios a la Corporación en caso de que esta los necesite, dada la gran importancia que tiene Codelco en la economía nacional debido al papel que juega en la generación de recursos para el Estado.
- *Estable y diversificada base de clientes.* Codelco cuenta con una base de clientes estable, con los cuales mantiene relaciones de largo plazo (30 años aprox.) enviando cobre a todo el mundo: China, Francia, Italia, Alemania, Taiwán, Estados Unidos, etc.
- *Alta Flexibilidad Financiera.* Gracias al buen acceso al mercado de capitales nacionales e internacionales, la alta generación de efectivo y su estructura de endeudamiento a largo plazo, la estatal posee una buena flexibilidad financiera.

Riesgos

- *Volatilidad de los precios del cobre y molibdeno.* Los resultados de la compañía dependen de manera directa del precio del cobre en la estructura de ingresos y del precio de los subproductos, como el molibdeno, en la estructura de costos, variables altamente sensibles al ciclo y donde el productor tiene muy bajo control.
- *Política Financiera Agresiva.* Codelco está sujeto a un alto régimen impositivo, una exigente política de dividendos y un alto nivel de inversiones lo que ha traído como consecuencia un significativo aumento de su deuda.
- *Dependencia a la demanda por parte de China.* En los últimos años, China ha pasado a tener un rol protagónico en el precio de los *commodities*, en desmedro del histórico protagonismo de las tradicionales potencias. El desarrollo en infraestructura de China, ha tenido un impacto relevante en el alza en el precio del cobre, no obstante hay que considerar el riesgo especulativo y los altos niveles de inventario que se estarían alcanzando en dicho país, lo cual puede afectar de manera negativa el precio del metal.

ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

Codelco es una empresa autónoma del Estado de Chile dependiente del ministerio de minería. Su origen se remonta a 1976, con la promulgación del Decreto de Ley 1350, y se dedica principalmente a la exploración, explotación y comercialización de actividades mineras.

CODELCO

La propiedad de la compañía responde a formas de organización distintas a las de empresas privadas, no existiendo ningún derecho negociable que la representa, sino que ella se establece en virtud del decreto que la crea, con personalidad jurídica propia dependiente del estado.

Al ser 100% del Estado, este respalda las operaciones de la compañía. Cabe mencionar que la Republica de Chile mantiene una clasificación de riesgo soberano en moneda local de "AA/Estable" y moneda extranjera "A+/Estable", asignada por Standard & Poor's. Esta clasificación es la más alta de la región debido a la favorable posición crediticia del país, su transparencia monetaria y fiscal.

El 6 de octubre de 2009 la Cámara de Diputados y el Senado aprobaron la nueva Ley de Gobierno Corporativo de Codelco. La ley introduce cambios en la composición, designación y atribuciones del Directorio dando un carácter de mayor transparencia en la administración, poniendo a la empresa a competir de igual forma con las privadas. En definitiva, la ley aplica a la estatal una nueva administración e información 100% pública, regida por las normas de empresas privadas de la Superintendencia de Valores y Seguros.

De acuerdo a la nueva norma establecida en la Ley N° 20.392, promulgada el 4 de noviembre de 2009, la Corporación es encabezada por un Directorio con nueve integrantes designados de la siguiente manera: tres directores nombrados directamente por el Presidente de la República; cuatro directores designados a partir de una quina seleccionada por el Consejo de la Alta Dirección Pública; un director escogido a partir de una quina presentada por la Federación de Trabajadores del Cobre (FTC), y un director elegido de una quina presentada, en conjunto, por la Federación de Supervisores del Cobre (FESUC) y la Asociación Nacional de Supervisores del Cobre (ANSCO)

Directorio

(Octubre de 2010)

	Cargo	Profesión
Gerardo Jofre M.	Presidente	Ingeniero Comercial
Fernando Porcile V.	Director	Ingeniero Civil en Minas
Juan Luis Ossa B.	Director	Abogado
Andres Tagle D.	Director	Ingeniero Comercial
Marcos Lima A.	Director	Ingeniero Civil Industrial
Marcos Büchi B.	Director	Ingeniero Civil Estructural
Jorge Bande B.	Director	Economista
Raimundo Espinoza C	Director	Técnico Electricista
Jaime Gutiérrez C	Director	Ingeniero Civil Eléctrico

Durante el año 2010, Codelco ha llevado un plan de reestructuración gerencial, simplificando las líneas de mando y descentralizando el poder. Destaca la creación de la Vicepresidencia Corporativa de Administración y Finanzas, Vicepresidencia Corporativa de Desarrollo Humano, Vicepresidencia de Operaciones Norte y Vicepresidencia de Operaciones Sur, eliminando otras vicepresidencias. Se espera que estos procesos redunden en mejorar la eficiencia de la compañía.

CODELCO

POSICION COMPETITIVA

Codelco es la compañía de mayor tamaño en Chile, teniendo una alta importancia estratégica para el país. Durante el año 2009, su aporte al fisco fue equivalente al 1,7% del PIB y representó un 9%¹ de los ingresos del gobierno central consolidado. A nivel mundial, Codelco Chile es el mayor productor de cobre, alcanzando el 11% de la producción mundial y controlando aproximadamente el 10% de las reservas de cobre demostradas en el planeta².

A nivel local, Codelco consolidado es el mayor productor de cobre alcanzando el 34,6% de la producción nacional, seguido por Escondida y Collahuasi, que en integrados los tres obtienen el 69% de la extracción local. Sin embargo, a nivel individual, el mayor yacimiento corresponde a Escondida, manejada por BHP Billiton, con una producción para el 2009 de 1,10 millones de toneladas, seguida de División Codelco Norte con 0,88 millones de toneladas.

La empresa se dedica a la exploración minera, explotación de mina, operaciones de plantas de sulfuros y oxidados, y a la comercialización del cobre y subproductos, destacando el molibdeno, con lo cual aporta al 9,6% de la producción mundial. La compañía ejecuta sus operaciones a través de cinco divisiones mineras: Codelco Norte (compuesta por los yacimientos Chuquicamata y Radomiro Tomic, los cuales, a partir de 2011, operarán como divisiones por separado), Salvador, Andina, El Teniente y Ventanas. A partir de mayo de 2008, se incorporó la filial Minera Gaby S.A., 100% de propiedad de Codelco y a partir de septiembre de 2010 se creó la División Ministro Hales. Además, participa en otras operaciones como Purén y El Abra con 49% y 35% de la propiedad respectivamente.

Evolución de la operación consolidada

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Producción de cobre (Miles de Tm.)	1.840	1.831	1.783	1.665	1.548	1782
Costo Directo (Cent US\$/lb)	27,5	30,0	22,7	39,7	70,2	92,9
Ley de mineral promedio (%)	0,94	0,90	0,95	0,89	0,78	0,83
Producción de Molibdeno (Miles de Tm.)	32,3	36,6	27,2	27,9	20,5	21,5
Precio Promedio cobre LME (Cent US\$/lb.)	130,1	167,09	305,3	323,2	315,3	234,2

En los últimos años se ha observado una reducción en la producción de cobre, explicado principalmente por la disminución en las leyes de los minerales tratados en planta debido al envejecimiento de los yacimientos. La empresa realiza constantes inversiones que permitan mantener acotada la reducción de la producción, como la implementación de nuevas tecnologías y la entrada en operaciones de nuevos yacimientos, como Minera Gabriela Mistral, aumentando los niveles el año 2009.

La caída en la ley de los minerales, en conjunto con el aumento en los precios de insumos y energía, ajustes de IPC y tipo de cambio provocaron un fuerte incremento en el costo directo de producción, no obstante Codelco sigue manteniendo una adecuada competitividad en costos dentro de la industria local.

Codelco posee el mayor nivel de reservas y recursos conocidos en el planeta. Con los niveles de producción³, los yacimientos que hoy explota permiten una proyección de más de 70 años de vida útil. A diciembre de 2009, las reservas demostradas

¹ Fuente: Estadísticas de Finanzas Públicas 2009. Ministerio de Hacienda.

² A Diciembre de 2009.

³ A Diciembre de 2009.

CODELCO

de Codelco llegaban a 52,7 millones de Tm. de cobre fino, lo cual indica que existe la capacidad potencial de abastecer la demanda por un largo periodo de tiempo.

Reservas y recursos de mineral de Codelco			
<i>(Estimadas a diciembre de 2009)</i>			
	Reservas de mineral	Ley de cobre	Cobre Fino
	Millones de TM.	%	Millones de TM.
Recursos Identificados	55.290	0,556	307,2
Recursos en plan minero	14.913	0,759	113,3
Reservas demostradas	6.787	0,777	52,7

División Codelco Norte

División ubicada en la II región, formada por los yacimientos Chuquicamata y Radomiro Tomic, dedicada a la producción de cátodos electrorrefinados, electroobtenidos, y concentrado de cobre (Chuquicamata) y cátodos electroobtenidos (Radomiro Tomic). Esta división representa aproximadamente el 50% de la producción de cobre de la estatal y la mayor producción de molibdeno de la compañía. Se espera que la nueva estructura administrativa que empieza a regir a partir de enero de 2011 (División Chuquicamata y División Radomiro Tomic) permita enfocar mejor los recursos y objetivos de cada yacimiento, mejorando la posición de costos y competitividad de la empresa.

Resumen operacional Codelco Norte					
	2005	2006	2007	2008	2009
Producción de cobre (Miles de TM.)	907	941	896	755	875
Producción de Molibdeno (Miles de TM.)	27	18	19	13	13
Costo Directo (cent US\$/libra)	24,9	10,3	33,1	67,9	93,2
Ley Promedio de mineral tratado (%)	n.r.	n.r.	n.r.	0,7	0,79
Chuquicamata	1,08	1,11	0,86	n.r.	n.r.
Radomiro Tomic	0,62	0,68	0,69	n.r.	n.r.
Reservas (Millones de TM. de cobre fino)	19	17	17	16	18

División Salvador

Esta división, ubicada en la III región, es la más pequeña de la empresa. Produce cátodos electrorrefinados, electroobtenidos, y concentrado de cobre. Como se puede apreciar, esta división es la menos competitiva de Codelco al aportar solo 2,8% de la producción de la estatal y contar con los costos directos más altos. Debido al aumento sostenido en los costos, dado la caída en la ley de la mina y la baja en las reservas, Codelco había decidido cerrar la faena de explotación de óxidos y sulfuros para el 2011, continuando las operaciones de fundición y refinera, dado la alta capacidad de estas operaciones (671.000 Tm. de concentrado). Sin embargo, recientemente se ha extendido la vida útil de la línea de sulfuros hasta el año 2021, dadas las buenas expectativas del precio del metal en el largo plazo.

CODELCO

Resumen operacional Salvador

	2005	2006	2007	2008	2009
Producción de cobre (Miles de TM.)	78	81	64	43	65
Producción de Molibdeno (Miles de TM.)	1	1	1	0,9	1,1
Costo Directo (cent US\$/libra)	53,4	73,7	77,6	150,7	136,7
Ley Promedio de mineral tratado (%)	0,6	0,59	0,58	0,57	0,55
Reservas (Millones de TM. de cobre fino)	1	0,4	0,3	0,2	0,6

División Andina

La división Andina, ubicada en la V región a 50 Km. de Santiago, se dedica exclusivamente a la explotación de mineral obteniendo concentrado de cobre, el cual es enviado a las fundiciones Caletones y/o Ventanas, debido a que no cuenta con dichos procesos.

Resumen operacional Andina

	2005	2006	2007	2008	2009
Producción de cobre (Miles de TM.)	248	236	218	220	210
Producción de Molibdeno (Miles de TM.)	3	3	3	2,1	2,2
Costo Directo (cent US\$/libra)	27,4	42,1	34,7	70,7	84,9
Ley Promedio de mineral tratado (%)	1,13	1,06	1,04	1,07	1,04
Reservas (Millones de TM. de cobre fino)	14	13	11	17	16

División El Teniente

Esta división, ubicada en la VI región, cuenta con la faena subterránea más grande del mundo y produce refinado a fuego y ánodos de cobre por medio de la fundición Caletones, la cual forma parte de las instalaciones. Esta división, junto con Codelco Norte, cuenta con las mayores reservas de cobre fino de la compañía, por lo cual se espera una serie de proyectos que, sumados a tener los costos directos más bajos, otorguen a la faena una sólida posición dentro del negocio.

Resumen operacional El Teniente

	2005	2006	2007	2008	2009
Producción de cobre (Miles de TM.)	437	418	405	381	404
Producción de Molibdeno (Miles de TM.)	5	5	5	5	5
Costo Directo (cent US\$/libra)	32,7	38,9	47	54,7	83,3
Ley Promedio de mineral tratado (%)	1,04	1	0,99	0,99	0,97
Reservas (Millones de TM. de cobre fino)	19	18	17	16	16

Minera Gabriela Mistral

Esta mina a rajo abierto, ubicada en la II región, inicio sus operaciones en 2008 elaborando sus primeros cátodos electroobtenidos en mayo de dicho año. Esta iniciativa, con una vida útil esperada de 15 años, ha mostrando en su primer año de funcionamiento que aporta por sobre los 150 mil toneladas de cobre fino por año, su-

CODELCO

pliendo, en parte, las caídas de ley de los yacimientos más antiguos y ayudando a mejorar los indicadores globales de competitividad y costos.

Resumen operacional Minera Gabriel Mistral

	2005	2006	2007	2008	2009
Producción de cobre (Miles de TM.)	0	0	0	68	148
Producción de Molibdeno (Miles de TM.)	0	0	0	0	0
Costo Directo (cent US\$/libra)	0	0	0	112	93,3
Ley Promedio de mineral tratado (%)	0	0	0	0,68	0,77
Reservas (Millones de TM. de cobre fino)	0	0	0	2,4	2,2

División Ventanas

La división Ventanas, creada en 1995 producto de la adquisición de la fundición y refinera Ventanas a Enami ubicada en Quintero, V región, se dedica exclusivamente a la fundición de cobre obteniendo cátodos de cobre, lingotes de oro y granallas de plata, contando con una capacidad de 424.000 Tm. de concentrado.

Costos

Codelco históricamente ha tenido una buena posición competitiva en costos con respecto a sus competidores, manteniéndose en los primeros puestos con un bajo costo directo y con altos niveles de producción. A continuación se presenta un cuadro comparativo del C1⁴ entre diferentes compañías mineras de cobre.

C1 Mineras en Chile

Costos unitarios (Cash Cost - C1)

	En centavos de dólar por libra			
	2009	Ene-Mar 2010	Ene-Mar 2009	Ene-Mar 10 v/s 09
Codelco	92,9	102,3	95,2	7,50%
Minera Escondida	83,1	83,4	84,1	-0,80%
Antofagasta Minerals	96,3	94,7	97,5	-2,90%
Los Pelambres	80,4	74,1	84,7	-12,50%
El Tesoro	123,4	134,3	124,2	8,10%
Michilla	157,6	172,3	140,3	22,80%
Collahuasi	100	n.r.	n.r.	n.r.
Zaldivar	117	105	130	-19,20%
PROMEDIO SIMPLE	104	96,4	101,7	-5,30%
PROMEDIO PONDERADO	82,2	109,8	108,5	1,20%

Fuente: CESCO

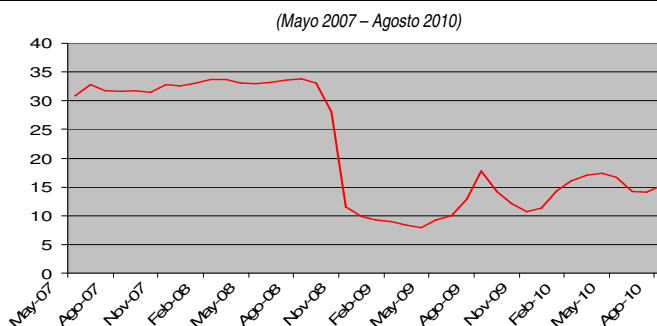
Esta posición de costos se debe principalmente a los subproductos de la extracción de cobre en la estructura de costos. Esto quiere decir que los costos unitarios incluyen un abono derivado de los ingresos de los subproductos (como el Molibdeno), lo cual provoca que factores externos, como la volatilidad de los subproductos influyan en los costos del metal, hecho que ha favorecido a la compañía dado los altos

⁴ C1: Costo de mina + costo de planta + gastos generales + costo de fundición + costo de refinación + costo de fletes. Este costo unitario es el costo directo de producción, el cual se utiliza para comparar las diferentes empresas en la industria.

CODELCO

precios del Molibdeno previo al comienzo de la crisis financiera, y su posterior recuperación.

Precios mensuales nominales de Molibdeno



Fuente: Corporación Chilena del Cobre

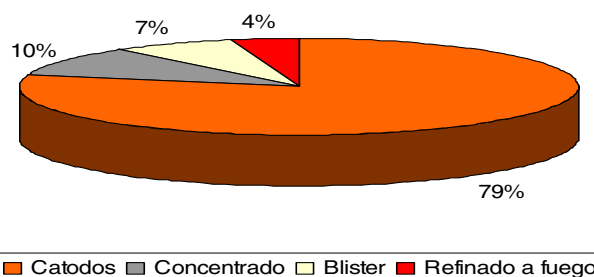
Políticas Comerciales

Como política comercial, Codelco vende producción propia y cobre de terceros. No obstante, dado que el costo del cobre de terceros tiene un valor similar al precio de venta, la empresa obtiene sus márgenes operacionales principalmente de la comercialización de sus productos y subproductos.

En cuanto a la estructura de ingresos, a diciembre 2009, el 84% correspondía a ventas de cobre, 4% molibdeno y 12% a otros subproductos, contando con una baja diversificación por productos. El cobre se comercializa en forma de cátodos, refinado a fuego, blister y concentrado, productos con distinto grado de refinación.

Ventas de Cobre de Codelco por producto

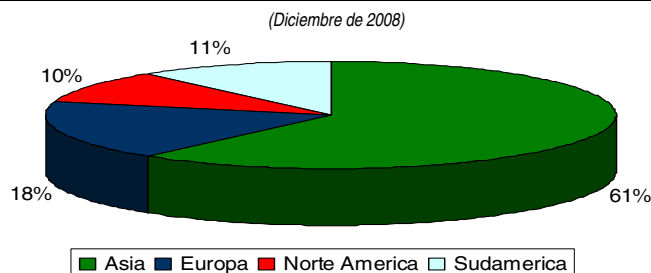
(Diciembre de 2009)



A pesar de la baja diversificación por productos, Codelco cuenta con una base de clientes diversificada geográficamente gracias a su presencia mundial, lo cual le permite establecer relaciones de largo plazo comercializando a precios competitivos de mercado. Durante el 2009, los principales destinos fueron Asia y Europa y dentro de los principales clientes de la empresa figuran: Minmetals, Kingboard, Taihuan Electric Wire Co., LS Cable Ltd., Poongsan Corporation, Toyota Tsusho Corporation, en Asia; KME, Nexans, Halcor, entre otros en Europa; y South Wire Company Inc, entre otros en Norteamérica.

CODELCO

Ventas de Cobre de Codelco por región



Para los productos refinados, Codelco establece profundas relaciones de largo plazo con fabricantes o productores de semielaborados, con lo cual asegura la presencia en los principales mercados regionales.

Para los productos no refinados, Codelco prioriza el óptimo funcionamiento de sus instalaciones, por lo cual abastece con concentrado sus fundiciones y con ánodos las refinерías, y el excedente queda disponible para la venta.

Con respecto a las políticas de precio, la mayor parte del cobre producido es vendido bajo contratos anuales con clientes que se ha establecido una relación de largo plazo, los cuales renuevan año a año a nuevos precios y cantidad. El precio de venta fijado para los cátodos corresponde a un promedio mensual del precio spot cotizado en la bolsa de metales de Londres, por lo general 1 mes después del embarque.

Inversiones y Proyectos

Codelco realiza en forma constante importantes inversiones con el fin de reducir los costos y desarrollar proyectos que permitan reponer minas en agotamiento y expandir el nivel de producción de la compañía en el largo plazo. Para el periodo 2010-2011, Codelco espera invertir US\$17.000 millones, con lo cual se busca alargar la vida útil de los yacimientos otros 50 años más, y así afrontar la caída en las leyes de mineral y aumentar el nivel de producción hacia el 2020 a 2 millones de toneladas de cobre fino.

Para la División Norte, el principal proyecto es Chuquicamata Subterránea para el año 2018, aportando 340.000 tmfa a la producción. Actualmente el proyecto se encuentra en etapa de estudio de factibilidad y necesita una inversión estimada US\$2.000 millones respectivamente. Actualmente, está en su fase de inicio de operaciones las obras del proyecto Explotación Sulfuros Mina Radomiro Tomic Fase I y partalelemante sigue la revisión de los antecedentes técnicos y económicos del Estudio de Perfil para la explotación de los Sulfuros Radomiro Tomic Fase II.

Para División Andina, el Plan de Desarrollo Andina Fase I se encuentra en construcción con fecha de operaciones para el segundo semestre de 2010. Con esta ampliación, se pasará de producir 72.000 Tpd. (toneladas por día) a 94.500 Tpd. (lo que equivale a 30.000 Tmfa.), con una inversión estimada de US\$980 millones. La Fase II del plan entraría a operar el año 2015 aportando con 350.000 tmfa a la División, con una inversión aproximada de US\$4.800 millones.

Para División El Teniente, se incluye como principal proyecto el denominado Nuevo Nivel Mina, con el cual se explotará la mina El Teniente por los próximos 40 años a una profundidad bajo los niveles existentes actualmente. La puesta en marcha sería para el año 2017, contribuyendo con 430.000 tmfa a la producción, mante-

CODELCO

niendo los actuales niveles de producción. La inversión necesaria sería de US\$1.500 millones, y actualmente se encuentra en etapa de factibilidad. Mina Pilar Norte, la cual comenzó a operar en septiembre de 2010, aportando 55.000 tmfa a la división, reemplazando sectores agotados de El Teniente.

Para División Salvador, se encuentra en estudio de factibilidad el proyecto San Antonio, que considera la explotación de minerales oxidados remanentes de la Mina Vieja de Potrerillos. La inversión es cercana a los US\$ 230 millones, y permitirá producir 30.000 tmfa durante 24 años comenzando en 2014.

División Ventanas se encuentra realizando el estudio de prefactibilidad del proyecto FURE Centro, el cual permite integrar las fundiciones de Caletones (El Teniente) con el complejo fundición y refinación Ventanas, lo cual permitiría lograr sinergias y mejorar la competitividad en costos del negocio de fundición y refinación de la compañía.

La Minera Gabriela Mistral se encuentra actualmente ejecutando el proyecto Gaby Fase II, cuya meta es aumentar la capacidad de producción hasta 170.000 tmfa de cobre fino hacia el año 2011, con un costo estimado de US\$ 200 millones

En lo referente a proyecto Mina Alejandro Hales (al cual corresponde la nueva división creada en septiembre de este año) que entraría en funcionamiento a fines de 2013, actualmente se encuentra en etapa de factibilidad, esperando su aprobación a fines de 2010. Se espera que esta explotación genere una producción de 170.000 tmfa (toneladas métricas finas anuales) con un costo de inversión de US\$1700 millones. A destacar la potencial producción de plata, la cual ubicaría a Codelco dentro de los diez mayores productores de este metal.

El suministro eléctrico es de vital importancia para la producción minera, llegando a alcanzar para Codelco cerca del 15% de los costos de insumos. Para asegurar el suministro eléctrico en el Norte grande, GDF Suez y Codelco Chile crearon el Terminal de Gas Natural Licuado en el norte grande, GNL Mejillones, el cual inició su operación comercial en junio de 2010. Este posee una capacidad de envío de 5,5 millones m³ de gas por día, lo cual permitirá disponer de una capacidad equivalente a 1.100 MW para generación de electricidad en el SING. Asimismo, Codelco mantiene adecuados contratos de largo plazo para el suministro eléctrico lo que otorga una adecuada confiabilidad en sus operaciones. A razón de esto, una posible venta de activos eléctricos relacionados con la compañía no afectaría la clasificación de la compañía.

Feller-Rate considera que el agresivo plan de inversiones que lleva a cabo Codelco, junto con mayores necesidades de financiamiento, podría deteriorar los indicadores crediticios de la compañía los próximos años.

MARCO REGULATORIO E INDUSTRIA

Mercado mundial de cobre

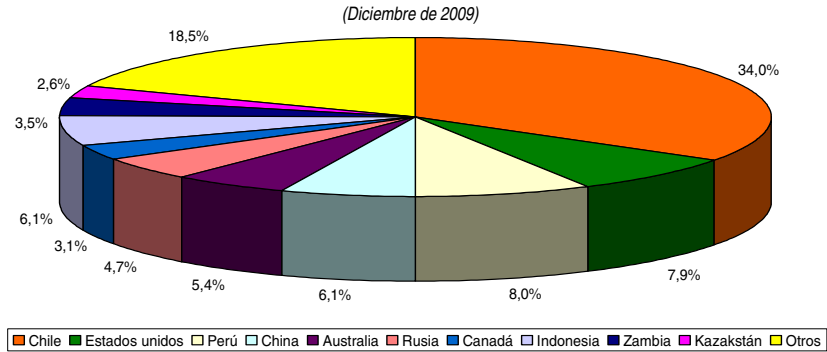
Desde 1994, Chile es el mayor productor mundial de cobre contando con más del 30% del mercado global. Durante el año 2009, la producción mundial alcanzó las 15,84 millones de Toneladas Métricas (TM.), encabezada por Chile con 5.39 millones de TM. que, junto con Estados Unidos, Perú, China y Australia concentró el 61,4% de la extracción.

Con respecto al 2009, la producción mundial de cobre creció un 2,0%, comparado con 2008, dado el repunte de las expectativas económicas y la mayor demanda de

CODELCO

cobre por parte de China. Asimismo el repunte en las inversiones mineras, postergadas por la crisis financiera, con la recuperación de niveles productivos precrisis hacen esperar una producción mundial estimada para el 2010 de 15,95 millones de TM.

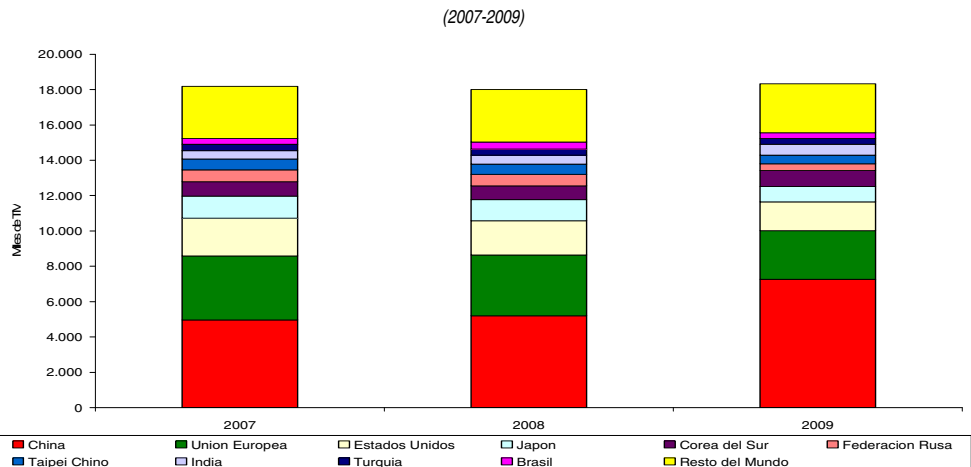
Producción mundial de Cobre de mina



Fuente: Comisión Chilena del Cobre

Por el lado del consumo, el cobre es solicitado en función del uso industrial que presta a la nación demandante, o bien, es transado con fines especulativos en las principales bolsas de metales del mundo ligado a futuros o Forwards actuando como cobertura en periodos de crisis. Los principales consumidores de cobre refinado a nivel mundial son países industrializados con sectores manufactureros desarrollados y economías emergentes de elevado crecimiento económico. Destacan China (39,6%), Unión Europea (15,0%), Estados Unidos (8,9%), Japón (4,8%), Corea del Sur (4,8%) y Federación rusa (2,1%).

Consumo de cobre refinado por países



Fuente: Comisión Chilena del Cobre

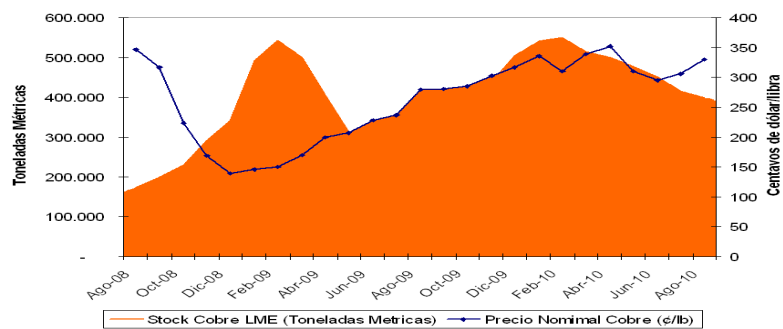
La demanda por parte China, ha sido el *driver* fundamental de la demanda a nivel mundial, gracias al crecimiento y desarrollo económico que ha tenido las últimas décadas. Para Chile, cerca del 33% de las exportaciones de cobre al extranjero son

CODELCO

demandados por China, seguido por Japón y Corea del Sur con un 9,9% y 7,9% respectivamente. El principal uso de cobre a nivel mundial es la construcción, seguido por productos eléctricos y electrónicos, industria de equipos y maquinaria y aplicaciones en automóviles. Sin embargo, el consumo está ligado a sectores económicos altamente sensibles a los ciclos, por lo cual la demanda de cobre tiende a seguir un comportamiento cíclico, presentando un riesgo en la industria el cual se acota gracias a la eficiencia en costos de cada compañía productora.

Evolución del precio e inventario del cobre fino

(Agosto 2008 a Agosto 2010)



La tendencia alcista mostrada por el precio del cobre tuvo un fuerte freno producto de la crisis financiera global, haciendo caer su cotización en más de US\$1,50/lb. entre septiembre de 2008 y enero de 2009, en conjunto con el aumento de inventarios. No obstante, la cotización ha mostrado una fuerte tendencia alcista post crisis alcanzando, el primer semestre del año 2010, un precio promedio del cobre cotizado en la Bolsa de Metales de Londres de US\$3,23/lb., valor que está un 76,2% sobre el promedio alcanzado el mismo periodo del año 2009 y es un 14% mayor al promedio del semestre anterior, no obstante presentando cierta volatilidad durante 2010. Se espera que, en el largo plazo, el precio del metal se mantenga por sobre las US\$2,0/lb.

Principales riesgos en la producción de cobre

Los factores de riesgo dentro de la industria minera son relativamente superiores al promedio de las industrias, debido a que estos se encuentran en las distintas etapas que conforman el desarrollo de un proyecto minero, destacando:

- Riesgo operacional:
 - i) En la fase de exploración: debido a las altas inversiones bajo poca certidumbre. Aquí se exploran terrenos en busca de potenciales yacimientos evaluando la cantidad y calidad de los recursos mineros involucrados, lo cual puede arrojar resultados desfavorables o con alto margen de error.
 - ii) En la puesta en marcha y en las operaciones del negocio, relacionados con los procesos productivos adecuados al mineral, y la posibilidad de que las condiciones de este varíen a través del yacimiento.
 - iii) Huelgas de los sindicatos mineros, tal como sucedió con la paralización de Minera Escondida en Agosto de 2006.

CODELCO

- Riesgo regulatorio: relacionando con calidad ambiental, de seguridad, sindicatos, concesiones, etc.
- Riesgo de mercado: asociado a las fluctuaciones de precio, alza en los costos. En periodos bajos del ciclo económico, la oferta se ajusta mediante la salida de aquellas empresas ineficientes que no cuentan con suficiente holgura para sortear dichos valores, por lo tanto una empresa será sustentable en el tiempo si es capaz de mejorar su posición de costos, en conjunto con un aumento en el nivel de producción. Esto último, puede generar incertidumbre producto de la disminución en la ley de cobre por la permanente extracción de mineral que reduce las reservas disponibles.
- Otros riesgos relevantes están asociados al acceso a energía segura, el mantenimiento de la licencia para operar, el encogimiento de las fuentes y la nacionalización de los recursos.

POSICIÓN FINANCIERA

Política Financiera y Endeudamiento

La política financiera de la compañía es definida en su interior y aprobada por el Ministerio de Hacienda y de Minería. Codelco posee un alto régimen impositivo, el cual incluye el pago del impuesto de primera categoría (17%), un 40% adicional sobre las utilidades el cual se aplica a las empresas del Estado (D.L. 2398), un 5% sobre las ventas de producción propia por la ley Royalty y finalmente un impuesto especial sobre las exportaciones de cobre de un 10% (Ley 13.196). Al 2009 la contribución de Codelco cayó en un 55% con respecto al año anterior producto de menores utilidades dado mayores costos y menores precios. No obstante, se espera una fuerte recuperación en el aporte al Fisco a partir de este año.

Contribución de Codelco al Fisco

	(US\$ millones)					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Impuesto a la Renta	1.334	2.214	5.195	4.276	2.134	1.218
Impuesto a las exportaciones	556	782	1.226	1.324	1.375	912
Dividendos	1.003	1.389	1.857	2.267	3.232	836
Otros	116	57	56	55	88	82
Total	3.009	4.442	8.334	7.944	6.829	3.048

Fuente: Memoria Codelco 2007 -2009

A esta exigencia impositiva hay que agregarle la fuerte política de dividendos que posee la estatal (dividendos 100%) y el altísimo nivel de inversiones necesario año a año para mantener y ampliar la producción, lo cual se financia en gran parte mediante deuda.

A junio de 2010, la deuda financiera asciende a US\$7.377 millones (bajo IFRS incluye obligaciones por cobertura). De este total, \$4363 millones se encuentra estructurada con vencimientos importantes a partir del año 2012 y está compuesta mayoritariamente por obligaciones con el público mediante Bonos *Bullet* a tasa fija en dólares. De la mano con la agresiva política de dividendos de Codelco y los altos niveles de inversión, a partir del año 2008, los índices de endeudamiento financiero aumentaron con respecto a ejercicios previos y se han mantenido a junio de 2010. La relación Deuda Financiera a Ebitda pasó de 0,46x el año 2007 a 1,11x al cierre de

CODELCO

junio de 2010. Lo mismo ha ocurrido con la capacidad de pago de la empresa, con una cobertura financiera que presentó un deterioro a junio de 2010 de 22,6x v/s 38,22x reportada el año 2007.

Adicionalmente *Feller-Rate* considera dentro de la deuda financiera ajustada el pago anticipado por US\$550 millones realizado durante el 2006 por parte de *Copper Partners Investment Company* (empresa controlada 50% por Codelco y 50% por Minmetals) producto de la venta de cátodos por 15 años entre Codelco y su coligada. Este avance es considerado como deuda financiera de largo plazo con amortizaciones periódicas en la medida de que el cobre es entregado. A junio de 2010 el saldo de la dicha deuda es aproximadamente US\$400 millones.

La compañía mantiene una buena flexibilidad financiera sustentada en el buen acceso al mercado de capitales internacional lo que le permite refinanciar pasivos adecuadamente. Esta mantiene saldos de caja de US\$ 524 millones a junio de 2010, y vencimientos cercanos a US\$ 800 millones en lo que resta de 2010 y US\$ 300 millones para 2011. Recientemente la compañía colocó en el mercado extranjero un bono *bullet* a 10 años por US\$1000 millones con el fin de financiar parte del plan de inversiones 2010-2011 (el cual asciende a US\$2.300 millones) y refinanciar vencimientos de deuda en el corto plazo.

La empresa estima que las inversiones para el periodo 2010-2014, demandarán recursos por US\$17.000 millones. Considerando la alta carga impositiva y reparto de dividendos, el nivel de inversiones programado para dicho período sería financiado tanto por la generación interna de fondos como por financiamiento externo, el cual a su vez también se utilizaría para refinanciar vencimientos de deuda. A pesar de un posible deterioro en sus indicadores crediticios, se espera que el aumento en la producción gracias a los nuevos proyectos, en conjunto con un adecuado nivel de precios de cobre y molibdeno, logren compensar en parte aumentos en los niveles de endeudamiento. También se espera que potenciales capitalizaciones de utilidades por parte de la Corporación ayuden a acotar el aumento en los ratios financieros.

Rentabilidad y márgenes

Los resultados de Codelco reflejan la ciclicidad inherente a la industria de *commodities*. Durante el primer semestre 2010, tanto el precio promedio del cobre como el del molibdeno registraron fuertes alzas (76,2% y 77,5% respectivamente respecto a junio de 2009), reflejando la recuperación post crisis financiera y sosteniendo los ingresos de la compañía.

A junio de 2010, estos ingresos consolidados acumulados alcanzaron los US\$7.079 millones, registrando una alza de 46% en comparación con el ejercicio anterior. A pesar de mejorar la producción propia, las ventas físicas de cobre y molibdeno disminuyeron, sin embargo, gracias a la buena demanda del meta, y en consecuencia un efecto precio positivo, se obtuvo un aumento en los ingresos. Por el lado de los costos, durante este año, éstos han aumentado por alzas en los precios de insumos, menores tratamientos de los minerales, entre otros. A junio de 2010, el Ebitda reflejó una mejor cotización del metal, a pesar de aumentar levemente los costos. A esa fecha, el margen Ebitda alcanzó un 47% desde 45% en diciembre de 2009. Se espera que en los próximos períodos los resultados de la compañía sigan recuperándose conforme el precio del cobre continúe aumentando y los volúmenes

CODELCO

aumenten o al lo menos se mantengan producto de las mayores eficiencias en la extracción y se comiencen a operar nuevos yacimientos.

El siguiente cuadro presenta, de manera resumida, la situación financiera de Codelco a nivel consolidado, para sus años de operación más recientes.

Resumen de Estados Financieros Consolidados

(Cifras en millones de dólares)

Millones de US\$	Bajo norma chilena				Bajo IFRS			
	2006	2007	2008	2009	01-Ene-09	31-Dic-09	Jun-10	Jun-09
Ingresos	17.077	16.988	14.425	12.148			7.079	4.837
Costos y gastos de oper., adm y vta*	-6.816	-7.606	-8.191	-6.678			-3.768	-3.169
Costos	-6.496	-7.224	-7.837	-6.369				
Gastos	-320	-382	-354	-309				
EBITDA	10.261	9.382	6.233	5.470			3.311	1.668
Depreciación y Amortización intang.	-776	-835	-1.004	-1.085			-634	-669
EBIT	9.485	8.548	5.230	4.385			2.677	999
Gastos Financieros	-236	-245	-238	-239			-147	-171
Ingresos Financieros	58	97	57	27			12	15
Resultado Neto Empresas Relacionadas	444	457	284	323			137	122
Otros Ingresos (gastos) netos	-1.891	-1.713	-1.750	-1.096			-699	-422
Diferencia de cambio, reajuste y otros	41	-74	228	-290			31	-182
Resultado antes de impuestos	7.901	7.070	3.810	3.110			2.011	361
Resultado (Pérdida) del período	3.339	2.982	1.567	1.262			833	146
Recaudación	18.504	17.932	16.038	11.702			7.866	4.249
Otros ingresos	822	1.086	1.551	1.520			783	701
Pagos a proveedores y personal	-8.580	-8.200	-8.998	-7.492			-4.597	-3.378
IVA	-780	-886	-1.108	-981			n.r.	n.r.
Impuesto a la renta	-5.195	-4.277	-2.139	-321			-1.097	-57
Otros egresos	-1.464	-1.578	-2.122	-1.237			-1.575	-820
Intereses recibidos	49	71	21	10			5	2
Intereses pagados	-70	-72	-242	-251			-104	-120
Dividendos recibidos	319	611	241	47			82	16
Flujo Caja Neto De La Operación	3.605	4.687	3.243	2.999			1362	593
Inversiones en activos fijos	-1.219	-1.605	-1.975	-1.645			-1.186	-762
Inversiones permanentes netas	-111	7	-183	-69			-1	-59
Flujo Caja Operación Neto de Inversiones	2.275	3.089	1.084	1.285			175	-228
Dividendos pagados	-1.857	-2.268	-3.232	-836			-1.064	0
Flujo Caja Neto Disponible de Operación	418	821	-2.148	449			-889	-228
Variación de deudas financieras	182	378	486	-189			705	341
Movimientos con Empresas Relacionadas	0	-28	-27	-13			-72	0
Otros movimientos de inversiones	16	70	1	-104			62	13
Flujo de caja Neto del Ejercicio	616	1.241	-1.688	243			-193	126
Caja Inicial	218	833	2.074	387			766	393
Caja Final	833	2.074	387	630			524	496
Activos Totales	13.033	15.058	13.707	16.039	15.793	18.246	19.714	
Deuda Financiera	3.920	4.354	4.749	4.680	5.244	7.573	7.377	
Deuda Financiera Aj	4.449	4.845	5.204	5.108	5.639	7.391	7.777	
Pasivos Exigibles	8.503	10.309	9.828	10.727	11.108	13.037	14.732	
Capital patrimonial + IM	4.530	4.749	3.878	5.312	4.688	5.211	4.982	
Margen Ebitda	60,1%	55,2%	43,2%	45,0%			47%	
Rentabilidad patrimonial	73,7%	62,3%	40,4%	23,3%				
Liquidez corriente	2,2	1,8	1,1	1,8	1,2	1,3	1,0	
Deuda financiera / (Patrimonio +IM)	0,9	0,9	1,2	0,9	1,1	1,5	1,5	
Deuda financiera Aj / (Patrimonio +IM)	1,0	1,0	1,3	1,0	1,2	1,5	1,6	
Ebitda / gastos financieros*	43,5	38,2	26,2	22,9			22,6	
Deuda financiera / Ebitda*	0,38	0,46	0,76	0,86			1,11	
Deuda financiera Aj / Ebitda*	0,43	0,52	0,83	0,93			1,17	
FCNO / Deuda financiera *	92%	103%	63%	64%			37%	
FCNO / Deuda financiera Aj*	81%	97%	62%	59%			35%	
Deuda financiera neta / Ebitda *	0,30	0,24	0,70	0,74			0,96	
Deuda financiera neta Aj / Ebitda*	0,30	0,24	0,70	0,74			1,02	
Pagos al Fisco	8.334,0	7.944,0	6.829,0	3.048,0			n.r.	

*Indicadores anualizados a junio de 2010. Al no presentar estados financieros IFRS a diciembre de 2009, se reemplaza el método de anualización TTM por múltiplos de flujo (2x) **Ajuste de deuda financiera: Deuda financiera más avance de financiamiento de acuerdo con Minmetals

CODELCO

***Ebitda: Resultado operacional más amortización y depreciación.

CARACTERISTICAS DE LOS INSTRUMENTOS

Bonos Serie A

Número de inscripción	308
Fecha de inscripción	17 de octubre de 2002
Monto de la emisión	UF 7 millones, 70.000 bonos de UF 100 cada uno
Plazo final	10 años , el 1 de septiembre de 2012
Amortización de capital	Una amortización al final del período
Tasa de interés	4% anual, compuesto semestralmente
Pago de intereses	Semestrales, los días 1 de marzo y 1 de septiembre de cada año, a partir del 1 de marzo de 2003
Rescate anticipado	No contempla / Sólo ante algunos escenarios a decisión de cada tenedor de bonos
Resguardos	Suficientes
Garantías	No contempla

Bonos Serie B

Número de inscripción	411
Fecha de inscripción	25 de abril de 2005
Monto de la emisión	UF 6,9 millones, 6.900 bonos de UF 1000 cada uno
Plazo final	20 años , el 1 de abril de 2025
Amortización de capital	Una amortización al final del período
Tasa de interés	4% anual, calculado semestralmente en forma simple
Pago de intereses	Semestrales, los días 1 de abril y 1 de octubre de cada año, a partir del 1 de octubre de 2005
Rescate anticipado	No contempla / Sólo ante algunos escenarios a decisión de cada tenedor de bonos
Resguardos	Suficientes
Garantías	No contempla