



CLASIFICADORA DE RIESGO

*Strategic Affiliate of Standard & Poor's*

INFORME DE CLASIFICACIÓN

# CORPORACION NACIONAL DEL COBRE DE CHILE

Noviembre 2008

[www.feller-rate.com](http://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**

<b>SOLVENCIA</b>	<b>AAA</b>
<b>PERSPECTIVAS</b>	<b>Estables</b>

Analista: Rodrigo Durán S.M. Fono: (562) 757-0454

**Clasificaciones**

	Marzo 2005	Octubre 2006	Octubre 2007	Octubre 2008
<b>Solvencia</b>	AAA	AAA	AAA	AAA
<b>Perspectivas</b>	Estables	Estables	Estables	Estables
<b>Bonos Serie A</b>	AAA	AAA	AAA	AAA
<b>Bonos Serie B</b>	AAA	AAA	AAA	AAA

**FUNDAMENTACION**

La clasificación asignada a los bonos emitidos por la Corporación Nacional del Cobre de Chile (Codelco) refleja su buena posición competitiva, constituyendo el principal productor de cobre del mundo, y la importancia estratégica que significa para el Estado de Chile, su único accionista. La clasificación considera, asimismo, la alta volatilidad del precio del cobre y el impacto financiero que significa el nivel de reparto de dividendos y la carga tributaria que mantiene el Estado de Chile sobre la empresa.

Codelco es, a nivel mundial, el mayor productor de cobre y uno de los mayores productores de molibdeno. La empresa opera cinco yacimientos en Chile, de los cuales obtiene tanto el cobre como el molibdeno que comercializa. En 2007, su producción de cobre fino llegó a 1,67 millones de toneladas métricas (tm), representando cerca del 11% de la producción mundial. Asimismo, su producción de molibdeno representó una participación cercana a 14% de la producción mundial.

En relación al promedio de la industria, la empresa presenta un menor nivel de costos operacionales, lo que le permite administrar los ciclos negativos del precio del cobre. Adicionalmente, Codelco posee altos niveles de reservas demostradas, las cuales le permitirían operar, a lo menos, 70 años a los actuales niveles de producción.

La compañía pertenece al Estado de Chile, para quien tiene una importancia estratégica. La empresa representa una fuente de ingresos extremadamente importante para la nación. El año 2007, su aporte al Estado de Chile fue equivalente al 4,6% del Producto Interno Bruto y representó un 17% de los ingresos del gobierno central consolidado.

Codelco opera en una industria commodity altamente competitiva. Los resultados de la compañía se relacionan directamente con la evolución del precio del metal, el que tiene un comportamiento cíclico.

Codelco esta sujeta a una alta carga tributaria e históricamente ha mantenido un alto nivel de reparto de dividendos. El régimen impositivo de la compañía incluye un 57% de impuestos por concepto de impuesto a la renta y por ser propiedad del Estado, junto a un 10% de impuestos a las exportaciones de cobre y sus subproductos, y el 5% de impuesto específico a la minería.

La compañía posee una buena flexibilidad financiera. Presenta un favorable acceso a los mercados de capitales y su deuda financiera se encuentra adecuadamente estructurada en el largo plazo.

**PERSPECTIVAS**

Las perspectivas de la clasificación son "Estables". En los próximos años la compañía podría incrementar su nivel de deuda financiera producto de los elevados montos involucrados en su plan de inversiones, un alto retiro de utilidades y una menor posición generadora de caja en escenarios de precios del cobre más cercanos al promedio histórico. En este contexto, las perspectivas reflejan la favorable posición competitiva de la empresa y la importancia que tiene para su principal accionista, quien posee una clasificación de riesgo soberano en moneda extranjera de "A+/Estables" por Standard and Poor's.

**Resumen Financiero Consolidado**

(Cifras en millones de dólares)

	2005	2006	2007	sep-08
Ingresos de explotación	10.491	17.077	16.988	16.154
Ebitda	6.052	10.261	9.382	7.538
Gastos financieros	-189	-236	-245	-241
Resultado no operacional	-1.356	-1.584	-1.478	-1.397
Utilidad (Pérdida) del ejercicio	1.780	3.339	2.982	2.222
Activos totales	10.739	13.033	15.058	14.067
Deuda financiera Aj	3.706	4.449	4.845	5.555
Patrimonio	2.941	4.528	4.744	4.043
Margen Ebitda	57,7%	60,1%	55,2%	46,7%
Ebitda / Activos	56,4%	78,7%	62,3%	53,6%
Rentabilidad patrimonial	60,5%	73,7%	62,8%	55,0%
Endeudamiento financiero Aj	1,3	1,0	1,0	1,4
Ebitda / Gastos financieros	32,0	43,5	38,2	31,3
Deuda financiera Aj/ Ebitda	0,6	0,4	0,5	0,7
Liquidez corriente	1,3	2,2	1,8	1,2

Ebitda = Resultado operacional + Depreciación + Amortiz. De Intangibles.

\* Cifras e Indicadores de septiembre anualizados.

## CODELCO

---

### FORTALEZAS Y RIESGOS **Fortalezas**

- *Favorable posición competitiva y liderazgo a nivel mundial en producción de cobre y molibdeno.* Codelco mantiene una favorable posición competitiva fundamentada en una buena estructura de costos y amplias reservas de mineral. La empresa es, a nivel mundial, el mayor productor de cobre y uno de los mayores productores de molibdeno. Su operación representa cerca del 11% de la producción mundial de cobre y un 14% de la producción mundial de molibdeno.
- *Respaldo del Estado de Chile.* Codelco pertenece al Estado de Chile, cuya clasificación implícita por parte de Feller Rate es “AAA”. Debido a la importancia que tiene la compañía en la economía y en la generación de recursos para el Estado, se espera que el éste último provea un adecuado soporte a la empresa en caso que fuera necesario. Esta fortaleza se ve parcialmente contrarrestada por el alto régimen de impuestos y dividendos.
- *Estable y diversificada base de clientes.* Codelco mantiene relaciones estables de largo plazo con la mayoría de sus clientes, los cuales se encuentran altamente diversificados geográficamente.

### **Riesgos**

- *Variabilidad de los precios del cobre.* Los resultados de la empresa son fuertemente dependientes del precio del cobre, variable que presenta amplios ciclos, alta volatilidad y sobre la cual los productores tienen muy bajo control.
- *Política financiera agresiva.* La empresa posee una buena capacidad de generación interna de flujos de caja. Sin embargo, los flujos de la corporación están sujetos a un elevado régimen impositivo, junto a una exigente política de dividendos y un alto nivel de inversiones. Con excepción de los años 2006 y 2007, la empresa ha repartido cerca del 100% de sus utilidades en los últimos 5 años. En consecuencia los niveles de deuda han aumentado significativamente.
- *Operación altamente regulada.* La operación de la compañía está altamente regulada por el Estado de Chile. El uso que se de a los recursos generados por Codelco está sujeto a aprobación por parte de los Ministerios de Minería y Hacienda. Asimismo, la compañía está sujeta a un impuesto adicional de 40%, además del impuesto de primera categoría, el impuesto específico a la minería y el impuesto de 10% a las exportaciones.

## CODELCO

### ESTRUCTURA CORPORATIVA, 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 de Decreto de Ley 1.350 y sus actividades principales son la exploración, actividades mineras, industriales y comerciales

La propiedad de Codelco responde a formas de organización distintas a las de las compañías privadas, no existiendo acciones o derechos negociables que la representen, sino que ella se constituye en virtud del decreto que la crea, con una personalidad jurídica propia dependiente del Estado. Codelco es 100% del Estado de Chile y para una eventual participación de privados en su propiedad sería necesaria una enmienda constitucional que lo permita.

Codelco es la compañía de mayor tamaño en Chile. El año 2007, su aporte al fisco fue equivalente al 4,6% del Producto Interno Bruto y representó un 17% de los ingresos del gobierno central consolidado<sup>1</sup>, siendo una fuente de ingresos extremadamente importante para la nación.

La República de Chile mantiene una clasificación de riesgo soberano en moneda extranjera "A+/Estable", asignada por Standard & Poor's. Esta clasificación es la más alta en la región y responde a la favorable posición crediticia del país, su transparencia monetaria y fiscal.

La conducción de Codelco está a cargo de un directorio de siete miembros, designados por el Presidente de la República de Chile, integrado por:

El Ministro de Minería, quien preside el directorio, el Ministro de Hacienda, tres directores designados por el Presidente, entre ellos dos ingenieros y un representante de las FF.AA.; y dos directores designados por el Presidente, a propuesta de las organizaciones sindicales de trabajadores y supervisores de la empresa.

#### Directorio

(Octubre de 2008)

	Cargo	Profesión
Santiago Gonzalez L.	Presidente, Ministro de Minería	Ingeniero Civil
Andrés Velasco B.	Director, Ministro de Hacienda	Economista
Jorge Bande B.	Director <sup>(1)</sup>	Economista
Nicolas Majluf S.	Director <sup>(1)</sup>	Ingeniero Civil Industrial
Gustavo Gonzalez J.	Director <sup>(2)</sup>	Oficial graduado en ciencias policiales
Jorge Candia D.	Director <sup>(3)</sup>	Ingeniero Civil Hidráulico
Raimundo Espinoza C.	Director <sup>(4)</sup>	Técnico Electricista

<sup>(1)</sup> Representante del Presidente de la República.

<sup>(2)</sup> Representante del Presidente de la República y de las Fuerzas Armadas.

<sup>(3)</sup> Representante de la Asociación Gremial Nacional de Supervisores del Cobre.

<sup>(4)</sup> Representante de la Federación de Trabajadores del Cobre.

<sup>1</sup> Fuente: Estadísticas de las Finanzas Públicas 1997-2006. Ministerio de Hacienda.

## CODELCO

La administración superior de la compañía está integrada por ejecutivos de larga trayectoria en el negocio minero y de exitosa gestión en el desarrollo de proyectos. El Presidente Ejecutivo de Codelco es designado por el directorio.

### POSICION COMPETITIVA

Codelco es el mayor productor de cobre del mundo y es uno de los mayores productores de molibdeno en el mundo. Su operación representa cerca del 11% de la producción mundial de cobre y un 14% de la producción mundial de molibdeno (Datos anuales a diciembre 2007). Codelco controla aproximadamente el 10% de las reservas demostradas de cobre en el mundo.

Sus principales actividades son la exploración minera, la explotación de minas, la operación de plantas de procesamiento de minerales oxidados y sulfurados, y la comercialización de cobre y subproductos.

La corporación mantiene operaciones en cinco yacimientos a lo largo de Chile entre la II y VI Región. Además participa en otras operaciones mineras como Gaby, El Abra y Purén, con un 99,9%, 49% y 35% de la propiedad respectivamente.

Sus principales instalaciones productivas de Codelco se agrupan en cinco divisiones: Codelco Norte, El Teniente, Andina, Salvador y Ventanas.

#### Codelco Norte

La división Codelco Norte se ubica en la II Región. Esta comprende los yacimientos Chuquicamata y Radomiro Tomic, y todo el equipamiento necesario para procesar el mineral, desde su extracción hasta la producción de cátodos.

La división representa aproximadamente un 50% de la producción de cobre y la mayor producción de molibdeno de la compañía. Debido a que para efectos del cálculo del costo directo los ingresos por subproductos se substraen del costo total de producción de cobre, la elevada producción de molibdeno en Chuquicamata y el alto precio de este mineral favorecen su posición de costos.

#### Resumen operacional división Codelco Norte

	2003	2004	2005	2006	2007	sep-08	sep-07
Producción de Cobre (Miles de tm)	902	894	907	941	896	552	641
Producción de Molibdeno (Miles de tm)	16	24	27	18	19	9,5	14,1
Costo directo (cent US\$/lb)	36,6	16,0	-24,9	10,3	33,1	60,7	25,8
Ley promedio del mineral tratado (%)	-	-	-	-	-	0,66	0,78%
Chuquicamata	1,1	1,11	1,08	1,11	0,86%	-	-
Radomiro Tomic	0,63	0,63	0,62	0,68	0,69%	-	-
Reservas (Millones de tm de cobre fino)	-	18	19	17	17	17	17

#### El Teniente

La división El Teniente, ubicada en la VI Región, produce principalmente concentrado de cobre, el cual es fundido posteriormente en la fundición Caletones, que forma parte de las instalaciones de la división.

## CODELCO

### Resumen operacional división El Teniente

	2003	2004	2005	2006	2007	sep-08	sep-07
Producción de Cobre (Miles de tm)	339	436	437	418	405	271	292
Producción de Molibdeno (Miles de tm)	4	4	5	5	5	3,3	3,7
Costo directo (cent US\$/lb)	42,1	39,1	32,7	38,9	47,0	52,2	42,9
Ley promedio del mineral tratado (%)	1,09	1,09	1,04	1,00	0,99	0,92	1,00
Reservas (Millones de tm de cobre fino)	-	19	19	18	17	17	17

### Andina

Esta división opera una mina subterránea y una mina a rajo abierto, ambas ubicadas en la V Región, 50 Km. al noreste de Santiago. Las instalaciones de la división Andina no incluyen fundición, por lo que el mineral concentrado es enviado a Caletones o a la fundición Ventanas.

### Resumen operacional división Andina

	2003	2004	2005	2006	2007	sep-08	sep-07
Producción de Cobre (Miles de tm)	236	240	248	236	218	159	163
Producción de Molibdeno (Miles de tm)	2	3	3	3	3	1,5	1,9
Costo directo (cent US\$/lb)	45,3	28,5	27,4	42,1	34,7	74,9	34,6
Ley promedio del mineral tratado (%)	1,10	1,10	1,13	1,06	1,04	1,07	1,05
Reservas (Millones de tm de cobre fino)	-	15	14	13	11	11	11

### Salvador

Es la más pequeña de las divisiones de Codelco. Sus instalaciones, ubicadas en la II Región, 900 Km. al norte de Santiago, incluyen la mina subterránea, un concentrador en Salvador, y la fundición y refinera en Potrerillos (con capacidad de 671.000 tons. de concentrado).

El costo directo de la división Salvador es el más alto de todas las divisiones, aunque su efecto en el costo directo promedio de Codelco es menor dada su baja participación en el volumen producido. Debido a los crecientes costos observados en la división los actuales planes contemplan la conclusión de las faenas de explotación de óxidos y de sulfuros en 2011- aunque se continuaría con la operación de la fundición y refinera.

### Resumen operacional división Salvador

	2003	2004	2005	2006	2007	sep-08	sep-07
Producción de Cobre (Miles de tm)	80	75	78	81	64	36	45
Producción de Molibdeno (Miles de tm)	1	1	1	1	1	0,6	0,9
Costo directo (cent US\$/lb)	59,5	60,0	53,4	73,7	77,6	125,9	67,3
Ley promedio del mineral tratado (%)	0,62	0,66	0,60	0,59	0,58	0,58	0,58
Reservas (Millones de tm de cobre fino)	-	1	1	0,4	0,3	0,3	0,3

### Ventanas

La división Ventanas fue creada en enero de 2005, como resultado de la adquisición de la fundición y refinera Las Ventanas a Enami. La fundición tiene una capacidad de 424.000 tm de concentrado.

## CODELCO

### Gaby

El proyecto Gaby corresponde a la explotación de un nuevo yacimiento de cobre el cual posee 555 millones de toneladas de mineral oxidado aproximadamente y una ley media de 0,41%. El proyecto, que involucró una inversión de US\$ 952 millones, produjo sus primeros cátodos en mayo 2008 y se espera que tenga una vida útil de 15 años. La capacidad de producción de la mina en régimen alcanzaría las 150 mil toneladas de cobre fino por año. A septiembre de 2008, Gaby ha producido 28.958 toneladas de cobre fino.

### Política comercial

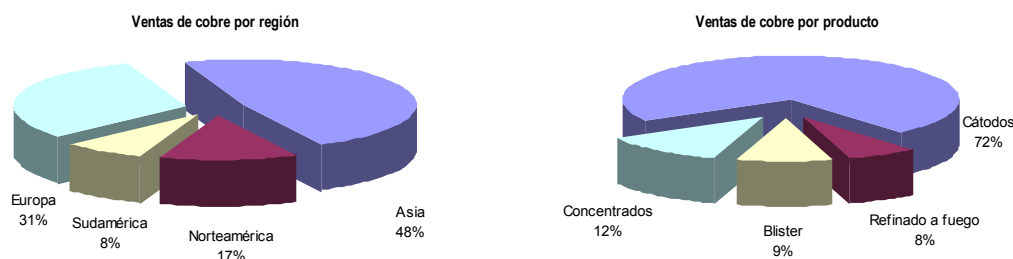
Codelco realiza ventas de producción propia (cobre, molibdeno y otros subproductos) y de cobre de terceros. Sin embargo, debido a que las ventas de cobre de terceros poseen un costo similar al valor de venta, la empresa obtiene sus márgenes operacionales principalmente a través de la comercialización del cobre propio y subproductos.

La mayor parte de los ingresos proviene de la venta de cobre, el cual comercializa en forma de cátodos, refinado a fuego, blíster y concentrado. Sin embargo, los distintos productos no mejoran la baja diversificación por producto que posee la empresa. A diciembre de 2007, un 80% de los ingresos correspondían a ventas de cobre, un 11% a ventas de molibdeno y un 9% a otros subproductos.

La empresa presenta una base de clientes diversificada geográficamente. Su presencia mundial le permite comercializar sus productos a precios competitivos en el mercado, establecer relaciones de largo plazo con sus clientes y ofrecer excelente calidad de productos y servicio. Los principales destinos durante el año 2007 fueron Asia y Europa. Entre los principales clientes de la empresa figuran: Minmetals, LG Cable, Tai-I Jiang Corp, Pacific Electric Wire y Taihan Electric Wire Co. entre otros, en Asia; Colata Continua Italiana, Halcor Metalworks, Europa Metall SPA, Nexans y Wieland Werke AG Metallwerke entre otros, en Europa; y Mueller Industries y Southwire en Norteamérica.

### Ventas de cobre de Codelco

(Diciembre de 2007)



La política de ventas de cobre refinado de la compañía ha estado orientada a profundizar sus relaciones directas con fabricantes o productores de semi-

## CODELCO

elaborados, asegurando la presencia de Codelco en los principales mercados regionales.

En el segmento de productos no refinados, la compañía busca la mejor utilización posible de sus instalaciones, para lo cual prioriza el abastecimiento de sus fundiciones (con concentrados) y refinерías (con ánodos). Mediante este proceso determina el excedente disponible para la venta.

Las ventas de Codelco se encuentran fuertemente relacionadas con el precio del cobre prevaeciente en los mercados. La mayor parte del cobre producido es vendido bajo contratos anuales a clientes con los que se ha establecido una relación de largo plazo. El precio de venta fijado se encuentra asociado con el precio promedio mensual registrado en la bolsa de metales de Londres, generalmente un mes después del embarque.

En 2005, el directorio aprobó fijar el precio para el equivalente a la producción remanente de la división Salvador, junto con la producción del depósito de mineral Gaby. La cobertura tiene un período de maduración hasta marzo del 2013, y cubre aproximadamente 918 mil de toneladas métricas no excediendo el 11% de la producción anual en los años que se encuentra vigente.

### Reservas y ley de mineral

Codelco posee una de las mayores reservas de cobre del mundo. A diciembre de 2007, las reservas demostradas de Codelco llegaban a 47 millones de tm de cobre fino (incluye proyecto Gaby) equivalentes a 71 años producción a los niveles actuales con los yacimientos que hoy explota. Adicionalmente, los recursos demostrados de la empresa incluyen 103 millones de toneladas de mineral de cobre y sus recursos identificados llegan a 328 millones de toneladas de mineral de cobre.

### Reservas y recursos de mineral de Codelco

(Estimadas a diciembre de 2007)

	Reservas de mineral (Millones de tm)	Ley de cobre (%)	Cobre fino (Millones de tm finas)
Recursos identificados	55.722	0,53	298
Otros recursos en plan minero	10.905	0,67	73
Reservas demostradas	5.559	0,76	47

Si bien la ley promedio del mineral de Codelco ha experimentado una importante caída en los últimos años, algo natural a medida que se explotan los yacimientos, la compañía ha logrado mantener estable su producción de cobre fino por medio de incrementos en la extracción de mineral.

### Evolución de la operación consolidada

	2003	2004	2005	2006	2007
Producción de cobre (Miles de tm) *	1.674	1.840	1.831	1.783	1.665
Costo directo (cent US\$/lb)	40,1	27,5	0,3	22,7	39,7
Ley de mineral promedio (%)	0,91	0,94	0,90	0,95	0,89
Producción de molibdeno (Miles de tm)	23,2	32,3	36,6	27,2	27,9
Precio promedio cobre LME (cent US\$/lb)	80,73	130,11	167,09	305,3	323,2

\* Incluye producción de El Abra, en la que Codelco posee un 49% de la propiedad.

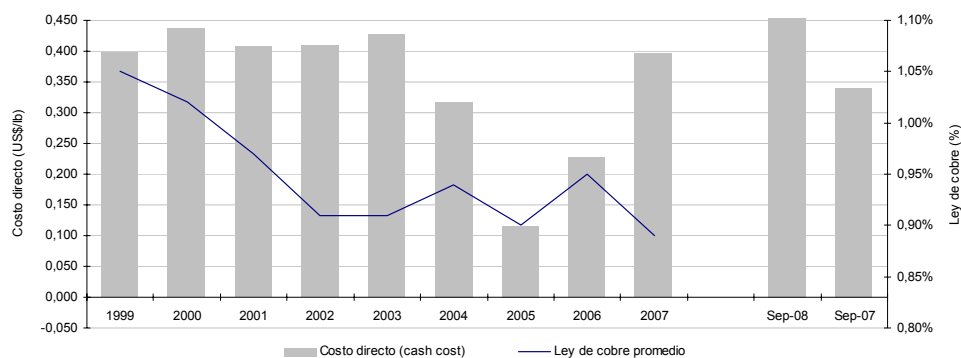


## CODELCO

### Posición en costos

La empresa posee una buena posición en costos respecto a sus competidores. Los yacimientos de Codelco se benefician de una buena ley en sus yacimientos y, en una alta magnitud, del crédito de los subproductos que obtiene. En los últimos años, los costos directos de producción han aumentado tanto por un mayor costo en los precios de los principales insumos (electricidad, combustible, repuestos, productos químicos, etc) como por efectos de menores leyes. Parte de este fenómeno obedece a que la compañía se encuentra en la parte alta del ciclo, momento en el cual los productores de cobre aumentan el volumen de sus operaciones y expanden sus negocios presionando al alza los precios de los insumos.

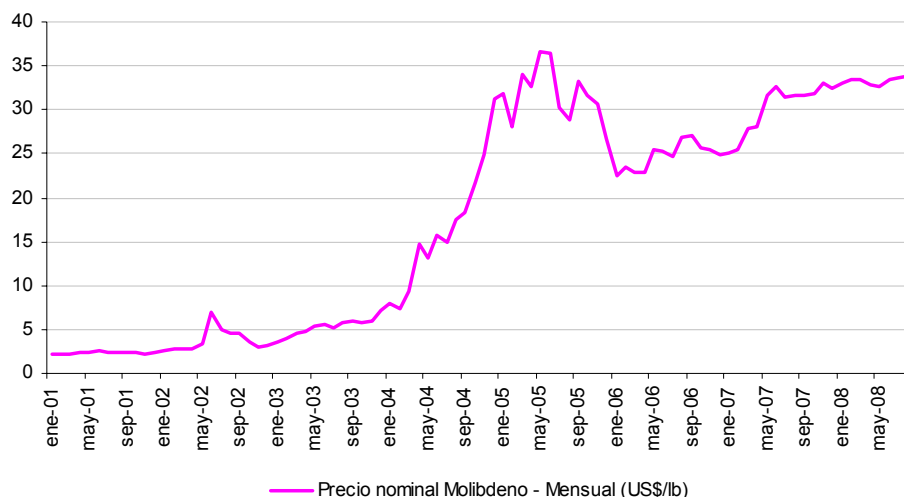
### Evolución de la ley de mineral y costo directo



En este contexto, la empresa ha sido capaz de mantener acotado el aumento de sus costos. El costo neto a cátodos, costo que incluye el crédito por subproductos, muestra valores promedio de 1,1 US\$/lb a septiembre de 2008 y 0,87 US\$/lb en 2007, aspecto que se compara favorablemente con precios promedio del cobre sobre 3 US\$/lb durante 2008 y 2007. Cabe destacar que los altos precios (en términos históricos) que han alcanzado sus subproductos (especialmente el molibdeno) han contribuido significativamente a mejorar la posición en costos de la empresa.

**CODELCO**

**Evolución del precio del molibdeno**



La crisis económica ha impactado en la cotización del cobre, el cual ha experimentado una alta volatilidad y, en ciertas oportunidades, ha alcanzado precios inferiores a 1,8 US\$/lb. Sin embargo, se estima que la posición costos de la empresa le permite enfrentar adecuadamente las fluctuaciones en el precio del cobre.

**Plan de inversiones y proyectos**

Codelco realiza en forma permanente importantes inversiones, que se orientan principalmente a la reducción de costos y al desarrollo de proyectos que permitan reponer minas en agotamiento y expandir el nivel de producción de la compañía en el largo plazo. Entre los principales proyectos de reposición y expansión de producción se encuentran el proyecto Mina Alejandro Hales, que contemplaría la producción de 200.000 toneladas en 2013 y el desarrollo de Chuquicamata subterránea de otras 340.000 toneladas en 2016. El desarrollo de la división Andina contempla, la Fase I del proyecto Andina que contempla un aumento de 78 mil toneladas de cobre fino en 2010 y la Fase II que permitiría elevar la producción en 320 mil toneladas de cobre hacia 2014. El desarrollo de la División el Teniente, incluye como principal proyecto el denominado Nuevo Nivel Mina, cuyo propósito es la explotación de la mina El Teniente por los próximos 40 años a una profundidad bajo los sectores de producción y transporte existentes. Su operación está contemplada a partir de 2017. Para los próximos dos años no se esperan aumentos importantes en la capacidad de extracción de cobre producto del ingreso de nuevos yacimientos o expansión de los existentes.

La energía eléctrica representa uno de los insumos de mayor importancia para la empresa. Su distribución varía según los distintos procesos y divisiones. Salvador, Andina, Ventanas y El Teniente obtienen su energía eléctrica del Sistema Interconectado Central (SIC). En cambio, la División Codelco Norte la obtiene del Sistema Interconectado del Norte Grande (SING). Existe, además, electricidad de

## CODELCO

---

generación propia en las divisiones Codelco Norte, Salvador, Andina y Ventanas. Con el propósito de asegurar el suministro eléctrico para la empresa en el largo en el SING, Codelco participa junto a Energy Suez en el proyecto de construcción de terminal de gas natural licuado (GNL) para el norte grande. La inversión aproximada del proyecto sería de US\$500 millones, de los cuales Codelco participaría con el 50%. En el caso del SIC, Codelco, se encuentra estudiando diversas alternativas a licitar entre las que se encuentran la construcción de la central Farellones de 700 MW cuya fecha estimada de operación sería el 2013 y la construcción de la central Energía Minera de 1.050 MW con una fecha estimada de operación en 2012.

### INDUSTRIA, MARCO NORMATIVO Y LEGAL

La industria minera involucra un conjunto de factores de riesgo, asociados a las diversas etapas que conforman el desarrollo de una inversión minera, por lo que presenta un nivel de riesgo superior al riesgo industria promedio.

Inicialmente se realiza la exploración de terrenos para establecer la existencia e identidad de recursos minerales explotables. Este proceso incluye la evaluación de reservas para estimar la cuantía y calidad de los recursos del yacimiento.

Esta etapa requiere de importantes inversiones en un contexto de baja certidumbre, con el riesgo de obtener un reconocimiento desfavorable. Aún en el caso de alcanzar buenos resultados en la prospección, el proyecto está expuesto al margen de error asociado a estos últimos.

Posteriormente, el proyecto está expuesto a riesgos técnicos relacionados con su puesta en marcha y la utilización de métodos de explotación y tratamiento de mineral adecuados a las condiciones del yacimiento. Además, las condiciones de mineralización pueden variar a través de los sectores de un yacimiento.

Durante su operación, una explotación minera podría ser afectada por cambios en su marco normativo y legal. Ello incluye la aparición de nuevas o mayores exigencias relacionadas a problemas ambientales.

La actividad minera presenta elevadas barreras de entrada asociadas al alto requerimiento financiero en las etapas iniciales no productivas de prospección y evaluación. Además, el desarrollo de yacimientos y plantas de tratamientos de minerales requiere la inversión de una gran cantidad de recursos en activos específicos al proyecto minero incrementando los costos de cambio.

La uniformidad del producto es uno de los factores que hace a la industria muy competitiva. Los metales y minerales son considerados "commodities", por lo que los productores generalmente son tomadores de precio. La oferta en el corto plazo es relativamente fija, por lo que cambios drásticos en la demanda o problemas operacionales en los procesos productivos pueden generar efectos importantes en los precios. Se considera que en el corto plazo la exposición a estas variaciones de precio constituye uno de los principales riesgos de la industria.

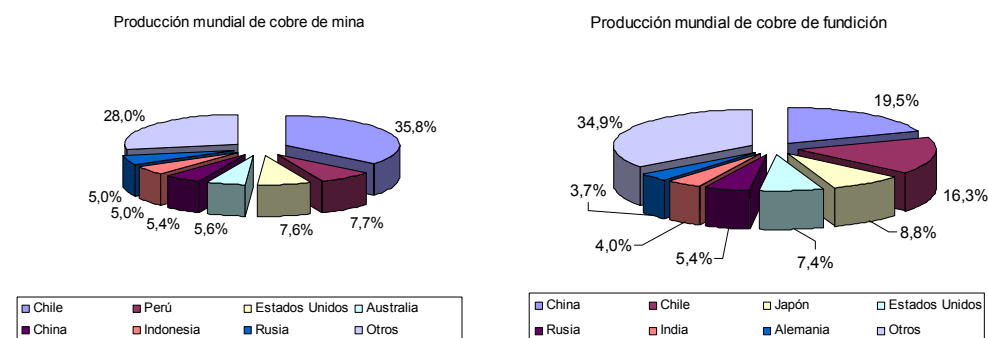
En el largo plazo, la sustentabilidad financiera de la empresa está relacionada con su capacidad de mantener o mejorar su operación (nivel de producción y posición de costos) considerando, entre otros aspectos, que la permanente extracción de mineral va reduciendo las reservas y recursos disponibles. Adicionalmente, debido a que generalmente la explotación privilegia la extracción de las reservas de mayor ley, la ley del mineral disponible en las minas va disminuyendo lo que obliga a las

## CODELCO

empresas mineras a estar permanentemente realizando nuevas exploraciones e incorporando nueva tecnología que permita rentabilizar la explotación de sus yacimientos.

En 2007, Chile representó el 35,8% de la producción de cobre de mina mundial en el mercado internacional del cobre, y junto a Perú, EE.UU., Australia y China concentró el 62% de la extracción de cobre. Sin embargo, las etapas de fundición y refinación del cobre se encuentran en mayor proporción distribuidas en los mayores países consumidores. En el mercado de cobre de fundición los cinco mayores productores en 2007 fueron: China, Chile, Japón, Estados Unidos y Rusia con un 57,3% de la producción.

### Participación en la producción mundial de cobre en 2007



Fuente: Comisión Chilena del Cobre.

Los países demandan cobre, de acuerdo a la intensidad de uso, en función de su actividad industrial. Además el cobre es transado con fines especulativos en las principales bolsas de metales del mundo y se le considera un refugio financiero en épocas de crisis. En cuanto a sus propiedades, las características más valoradas son su capacidad de conducción eléctrica y de calor, y su resistencia a la corrosión. El principal destino del consumo de cobre es la edificación y construcción (incluyendo alambre y cable para edificación), seguido por productos eléctricos y electrónicos, la industria de equipos y maquinaria y las aplicaciones en automóviles. Debido a su relación con estos sectores, la demanda por cobre tiende a seguir un comportamiento cíclico.

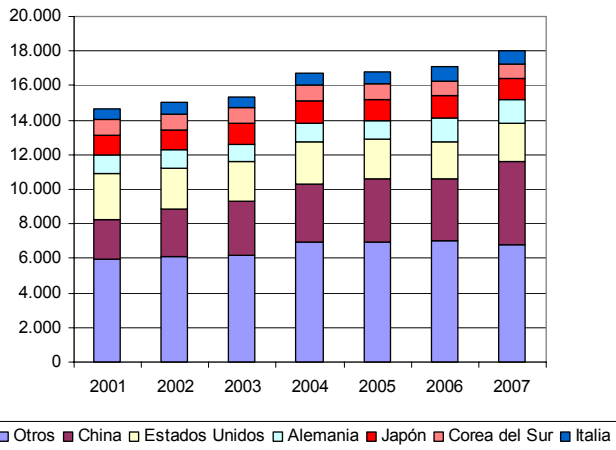
Los principales consumidores de cobre refinado a nivel mundial son países industrializados con sectores manufactureros desarrollados y los países emergentes que poseen un gran tamaño y elevado crecimiento económico. Entre los primeros destacan EE.UU (12%), Alemania (8%), Japón (7%) y Corea del Sur (7%). En el segundo grupo China (27%) y Rusia (4%) son los más relevantes. Cabe destacar que el desarrollo económico chino ha sido el principal motor de crecimiento de la demanda mundial de cobre. En 2007 la demanda China por cobre representó un 25% del consumo mundial.

Las fluctuaciones de precios y la posición competitiva en costos son las principales determinantes del desempeño operacional de una empresa minera. Ellas deben compensar la variabilidad de los precios a través de mayor eficiencia, para enfrentar

**CODELCO**

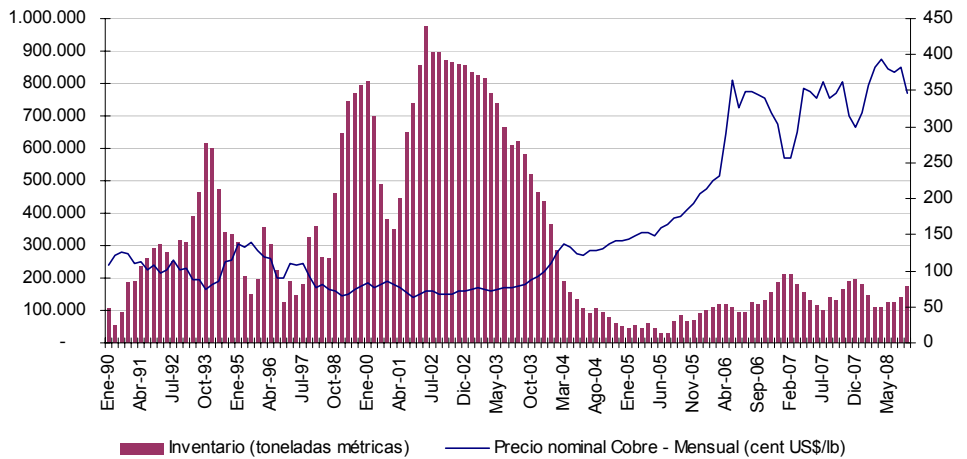
con mayor margen las condiciones del mercado. La posición en costos es de vital importancia en períodos de precios a la baja, cuando el nivel de precios genera un ajuste de la oferta a través de la salida del mercado de las empresas menos eficientes.

**Evolución del consumo mundial de cobre refinado**



Fuente: Comisión Chilena del Cobre.

**Evolución del precio e inventario de cobre fino**



Fuente: Bolsa de Metales de Londres.

## CODELCO

### SITUACION FINANCIERA

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

#### Resumen de estados financieros consolidados y principales indicadores

(Cifras en millones de dólares)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Sep-08	Sep-07
Producción de cobre (Miles de tm) *	1.630	1.674	1.840	1.831	1.783	1.665	1.107	1.201
Costo neto a cátodo (cent US\$/lb)	60,3	65,4	55,7	38,1	68,4	86,7	110,9	77,8
Producción de molibdeno (Miles de tm)	19,9	23,2	32,3	36,6	27,2	27,9	15	21
Precio prom.. cobre LME (cent US\$/lb)	70,65	80,73	130,11	167,09	305,3	323,2	361,3	321,5

\* Incluye producción de El Abra, en la que Codelco posee un 49% de la propiedad.

	2003	2004	2005	2006	2007	Sep-08	Sep-07
Ingresos de explotación	3.782	8.204	10.491	17.077	16.988	16.154	17.301
Ebitda	1.296	4.066	6.052	10.261	9.382	7.538	9.715
Pagos al Fisco	735	3.009	4.442	8.334	7.944	ND	ND
Gastos financieros	-106	-143	-189	-236	-245	-241	-244
Resultado no operacional	-476	-809	-1.356	-1.584	-1.478	-1.397	-1.612
Utilidad (Pérdida) del ejercicio	89	1.134	1.780	3.339	2.982	2.222	3.038
Activos totales	8.092	8.833	10.739	13.033	15.058	14.067	14.466
Deuda financiera	2.819	2.917	3.706	3.920	4.354	4.629	4.365
Deuda financiera Aj	2.819	2.917	3.706	4.449	4.845	5.093	4.866
Patrimonio	2.821	2.872	2.941	4.528	4.744	4.043	5.118
Margen Ebitda	34,3%	49,6%	57,7%	60,1%	55,2%	46,7%	56,2%
Ebitda / Activos **	16,0%	46,0%	56,4%	78,7%	62,3%	53,6%	67,2%
Rentabilidad patrimonial	3,2%	39,5%	60,5%	73,7%	62,8%	55,0%	59,4%
Endeudamiento financiero Aj	1,0	1,0	1,3	1,0	1,0	1,3	1,0
Ebitda / Gastos financieros	12,2	28,5	32,0	43,5	38,2	31,3	39,8
Deuda financiera Aj/ Ebitda	2,2	0,7	0,6	0,4	0,5	0,7	0,4
FFO / Deuda financiera Aj	27%	62%	66%	83%	75%	62%	74%
Liquidez corriente	1,4	2,0	1,3	2,2	1,8	1,2	2,2
Flujo de Fondos de la Operación	752	1.812	2.438	3.708	3.654	3.146	3.593
Var Cap. Trabajo	-608	163	-33	-103	1.032	591	535
Flujo Caja Neto Operacional	144	1.974	2.404	3.604	4.687	3.737	4.128
Flujo de Financiamiento	700	-943	-666	-1.675	-1.890	-2.896	-1.505
Flujo con público	500	491	719	500	0	0	500
Flujo con bancos	250	-438	-4	-318	378	293	63
Pago de Dividendos	-50	-1.003	-1.389	-1.857	-2.268	-3.189	-2.068
Flujo de Inversión	-938	-836	-1.776	-1.314	-1.555	-2.151	-1.473
Incorp. de Activos fijos	-895	-893	-1.845	-1.219	-1.605	-2.046	-1.514
Caja	60	255	218	833	2.074	530	1.840

## CODELCO

*Ebitda = Resultado operacional + Depreciación+ Amortización de Intangibles. Deuda financiera Aj = Deuda con bancos e inst. financieras, público y avance de financiamiento por acuerdo con Minmetals.  
Cifras e Indicadores de septiembre anualizados. ND: Sin Datos*

### **Rentabilidad**

Los resultados de la compañía se relacionan fundamentalmente con el valor que alcance el precio del cobre en el mercado mundial, lo que se traduce en una gran variabilidad en los principales indicadores de rentabilidad y generación de flujo de caja. Sin embargo, Codelco posee una posición de productor de bajo costo que le permite generar importantes flujos internos de caja, incluso en los ciclos negativos del precio del metal, situación que ha demostrado con anterioridad.

Las ventas físicas de cobre en los últimos años se han mantenido relativamente estables, sustentadas en una producción que se ha mantenido en torno a los 1,8 millones de toneladas de cobre fino. No obstante en 2008 comenzó la operación de Gaby con 150.000 toneladas de cobre adicionales, Feller Rate, no espera un cambio muy significativo en las ventas físicas de los próximos 3 años.

La empresa ha debido enfrentar alzas en sus costos en los últimos períodos, no obstante los principales indicadores de rentabilidad muestran una alta capacidad de generación de caja interna fundamentalmente debido al extraordinario aumento en el precio del cobre. El margen Ebitda anualizado a septiembre 2008 alcanzó un 47%. Pese al favorable contexto de precios, el flujo de caja de caja interno disponible no ha experimentado un incremento similar al de los flujos de fondos de operaciones de la empresa. La razón de pago de dividendos es muy alta y los repartos de dividendo se consideran relativamente rígidos. Al sustraer el pago de dividendos del flujo de fondos de operaciones de la empresa se observa que en los últimos tres períodos, estos últimos han estado ajustados en relación al alto nivel de inversión requerido por la empresa.

### **Política financiera y estructura de capital**

La política financiera de Codelco es definida al interior de la compañía y aprobada por los Ministerios de Hacienda y Minería. Codelco posee un régimen especial de impuestos, que incluye el pago de impuesto de primera categoría de un 17%, más un 40% adicional de impuesto sobre los excedentes que se aplica a las empresas de propiedad del estado según el D.L. 2.398. Además, desde Enero 2006, la corporación está sujeta a un 5% de impuestos sobre sus ventas netas de producción propia, producto de la ley de impuesto específico a la minería ("ley de royalty"). Por último, la Ley 13.196 impone a Codelco un impuesto especial sobre las exportaciones de cobre, equivalente al 10%.

La compañía mantiene una política financiera agresiva. Los flujos de la corporación están sujetos a un elevado régimen impositivo, junto a una exigente política de dividendos y un alto nivel de inversiones. Con excepción de los años 2006 y 2007, la empresa ha repartido cerca del 100% de sus utilidades en los últimos 5 años. En consecuencia los niveles de deuda han aumentado significativamente. A septiembre de 2008 la deuda bancaria y con público asciende a US\$ 4.629 millones, lo que representa un aumento de un 59% respecto a diciembre 2004. La mayor parte de la deuda financiera está denominada en dólares (80%). La compañía tiene baja

## CODELCO

exposición a cambios en la tasa de interés. Cerca del 70% de su deuda se encuentra a tasa fija.

En 2005, Codelco suscribió con Minmetals un acuerdo para la formación de una empresa, Copper Partners Investment Company Ltd., donde ambas compañías participan con un 50%. En 2006, se acordó un contrato de venta de cátodos a 15 años entre Codelco y la coligada, así como un contrato de compra de Minmetals a Copper Partners Investment Company Ltd por el mismo plazo y embarques mensuales iguales hasta totalizar 836.250 toneladas métricas (equivalente a 55.750 toneladas métricas anuales). Ese mismo año, Copper Partners Investment Company Ltd hizo el pago anticipado de US\$550 millones a Codelco. Feller Rate considera este avance similar a una deuda financiera de largo plazo con amortizaciones mensuales en la medida que el cobre es entregado. A septiembre de 2008, el saldo restante aproximado es de US\$460 millones.

Las medidas crediticias de deuda financiera ajustada a Ebitda y Ebitda a gastos financieros han evolucionado positivamente producto de los altos precios del cobre, alcanzando valores a septiembre de 2008 de 0,7 veces y 31 veces respectivamente. Sin embargo, la relación deuda a Ebitda se vería deteriorada fuertemente en un escenario que involucre el desarrollo de su plan de inversiones con un mayor nivel de deuda junto a precios del cobre que se encuentren más cercanos a los valores previos al comienzo del ciclo alcista.

Al comparar las medidas de flujo de fondos de operación (después del pago de dividendos) en relación a la deuda, el índice se ha deteriorado producto del elevado nivel de reparto de dividendos.

### Contribución de Codelco al Fisco

	(US\$ millones)				
	2003	2004	2005	2006	2007
Impuesto a la renta	339	1.334	2.214	5.195	4.297
Impuesto a las exportaciones	253	556	782	1.226	1.324
Dividendos	50	1.003	1.389	1.857	2.267
Otros	46	116	57	56	55
<b>Total</b>	<b>688</b>	<b>3.009</b>	<b>4.442</b>	<b>8.334</b>	<b>7.944</b>

Los planes de inversión para el período 2008-2011 contemplan montos por US\$ 7.000 millones en proyectos de expansión y desarrollo con un nivel de inversión anual varía entre los US\$1.500 y US\$2.000 millones anuales los primeros 4 años. La inversión en activos fijos alcanzó en 2007 a US\$1.600 millones y acumulado a septiembre 2008 a US\$1.491 millones. Feller Rate estima que la mantención de la actual política de dividendos podría afectar en los próximos dos años negativamente las medidas crediticias de la empresa.

Codelco presenta una buena flexibilidad financiera producto de una buena capacidad de generación de flujos, una adecuada estructura de deuda de largo plazo, el buen acceso en los mercados de capitales nacionales e internacionales, y la importancia estratégica que representa para el Estado de Chile. La empresa posee



## CODELCO

pasivos financieros en el corto plazo por US\$1.260 millones y no presenta vencimientos de deuda financiera en los años 2010 y 2011.

### 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 periodo
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 periodo
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