

	Octubre 2011	Octubre 2012
Solvencia	AAA	AAA
Perspectivas	Estables	Estables

*Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes			
	2010	2011	Jun.2012
Margen Ebitda	49,0%	47,1%	37,7%
Rentabilidad patrimonial	41,4%	33,9%	23,0%
Endeudamiento total	3,5	2,4	2,1
Endeudamiento financiero	2,0	1,3	1,2
Endeudamiento financiero aj	2,1	1,4	1,2
Ebitda / Gastos financieros	23,8	28,0	12,9
FCNO / Deuda financiera	33%	29%	18%
FCNO / Deuda financiera aj	32%	28%	18%
Deuda financiera / Ebitda	1,2	1,0	1,2
Deuda financiera aj / Ebitda	1,2	1,0	1,2
Deuda financiera neta / Ebitda	1,0	0,8	1,1
Deuda financiera neta aj / Ebitda	1,1	0,8	1,1
Liquidez corriente	1,1	1,3	1,4

Ajuste de deuda financiera: Deuda financiera más avance de financiamiento de acuerdo con Minmetals.

Fundamentos

La clasificación asignada a la solvencia y bonos emitidos por la Corporación Nacional del Cobre de Chile (Codelco) refleja su fuerte posición de mercado como líder mundial en producción de cobre, su importancia estratégica para el Estado de Chile, su buena estructura de costos y sus altas reservas de mineral. En contrapartida 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 dada su alta carga tributaria y de inversión.

Codelco es el principal productor integrado de cobre del mundo, con un 11% de la producción mundial, y es el segundo productor a nivel mundial de Molibdeno, con un 9% de la producción global. En el año 2011, Codelco produjo 1,79 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 (costo de caja directo a junio de 2012 de 1,47 US\$/lb) lo cual genera importantes ventajas en el momento de administrar los ciclos negativos del precio del cobre.

La empresa pertenece al Estado de Chile (A+/Positivas por S&P en escala global) presentando una importancia estratégica para el Gobierno. Durante el año 2011, su aporte al fisco fue equivalente al 2,8% del PIB y representó un 13% 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, al 2011, correspondieron a un 60% de impuesto a la renta, 10% de impuesto a exportaciones y una tasa de impuesto específico a la minería. Además, el gobierno brinda un adecuado respaldo a la compañía a través de capitalizaciones con el fin de cumplir con sus obligaciones.

Históricamente, fuertes inversiones y un reparto integro de las utilidades, ha resultado que Codelco haya 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 otorgarían una adecuada flexibilidad financiera.

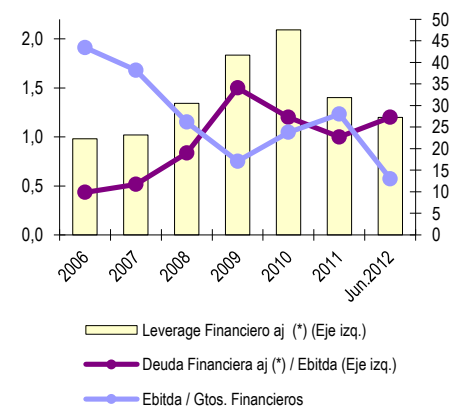
La compañía presenta una sólida posición de liquidez. Al 30 de junio de 2012, Codelco manejaba un nivel de caja cercano a los US\$670 millones. A la misma fecha, la compañía asumía vencimientos para el resto del año por US\$ 733 millones los cuales, a la fecha, se encuentran fondeados. Además, durante junio Codelco levantó recursos en el mercado por US\$ 2.000 millones a través de bonos y obtuvo créditos con entidades bancarias internacionales por US\$ 850 millones, fondos que permitirán refinanciar la totalidad de pasivos financieros y parte del financiamiento de las inversiones 2012.

Recientemente, Codelco y Anglo American PLC lograron un acuerdo en la disputa por el 49% de Anglo American Sur S.A. (AA Sur). Codelco adquirirá el 24,5% de acciones de AA Sur en US\$1.700 millones, las cuales serán aportadas a un *Joint Venture* con Mitsui, el cual adquirirá un 5% adicional en AA Sur. Con respecto al financiamiento del 24,5%, Codelco anunció la obtención de un crédito por US\$ 1.863 millones otorgado por Mitsui, a 7 años plazo, sin recurso para Codelco, concentrando el alcance de dicha obligación en una sociedad de propósito especial. Así, los flujos recibidos desde AA Sur estarán destinados a servir la deuda con Mitsui.

Perspectivas: 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 2011-2015. Dada la gran importancia que tiene Codelco en la economía nacional, por el papel que juega en la generación de recursos para el Estado y el fuerte vínculo en políticas financieras y de inversiones como empresa estatal, se espera que el Estado de Chile provea de los recursos necesarios a la Corporación en caso de que sea necesario.

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Ajuste de deuda financiera: Deuda financiera más avance de financiamiento de acuerdo con Minmetals.

FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- Favorable posición competitiva, a través de una adecuada estructura de costos, escala operacional y altas reservas de mineral
- Sólido respaldo del Estado de Chile.
- Importante acceso al mercado financiero

Riesgos

- Volatilidad de los precios del cobre.
- Fuerte plan de inversiones en conjunto a una agresiva política financiera de altos impuestos y reparto de dividendos.

Analista: Nicolás Martorell P.
nicolas.martorell@feller-rate.cl
(562) 757-0496
Benjamín Rojas A.
benjamin.rojas@feller-rate.cl
(562) 757-0427

Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS SATISFACTORIO

Adecuada diversificación operacional de yacimientos

Corporación Nacional del cobre de Chile (Codelco) 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. La compañía ejecuta sus operaciones a través de seis divisiones mineras: Chuquicamata, Radomiro Tomic, Salvador, Andina, El Teniente y División Ministro Hales, que se encuentra actualmente en construcción. A estas divisiones se agrega Ventanas (fundición y refinera). A partir de mayo de 2008, se incorporó la filial Minera Gaby S.A., 100% de propiedad de Codelco. Además, participa en otras operaciones como Purén y El Abra con el 35% y el 49% de la propiedad respectivamente. Destaca la diversificación operacional a lo largo de Chile junto con un adecuado portfollio de yacimientos mineros que permite diversificar y mitigar los riesgos propios de los yacimientos.

Importante respaldo del Estado de Chile dada su alta relevancia para el país

Codelco es la compañía de mayor tamaño en Chile, teniendo una alta importancia estratégica para el país y su economía. Durante el año 2011, su aporte al fisco fue equivalente al 2,8% del PIB y representó un 13% de los ingresos del gobierno central consolidado. Adicionalmente, en los últimos 20 años, Codelco representó un 20% de las exportaciones de Chile. Junto con su importante rol para la economía, destaca su fuerte vínculo con el Estado de Chile al ser 100% estatal, lo cual influye directamente en la calidad crediticia de la compañía. Producto de lo anterior, Feller Rate espera que el Estado de Chile provea de los recursos necesarios a la Corporación, brindado soporte extraordinario, en caso de que sea necesario.

Fuerte posición competitiva respaldada en su liderazgo, bajos costos y altas reservas le permite enfrentar ciclos negativos del cobre con mayor flexibilidad

A nivel mundial, Codelco Chile es el mayor productor de cobre, alcanzando el 11% de la producción mundial y controlando aproximadamente el 9% de las reservas de cobre probadas y probables (posee el mayor nivel de reservas y recursos conocidos en el planeta). Con los actuales niveles de producción, los yacimientos que hoy explota permiten una proyección de más de 65 años de vida útil. A diciembre de 2011, las reservas probadas y probables de Codelco llegaban a 60,5 millones de Tm. de cobre fino.

Las operaciones de Codelco están expuestas a la caída natural que experimenta la ley del mineral extraído, al igual que cualquier operación minera. Este aspecto se traduce en una continua presión hacia un mayor costo directo y un menor nivel de producción. Como contrapartida, la compañía ha desarrollado proyectos orientados a contrarrestar el deterioro de la ley de cobre, los cuales permitirían mantener estable la ley promedio de la compañía.

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. 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, perteneciendo al segundo cuartil más competitivo, con un costo de caja, a junio de 2012, de 1,47 US\$/lb, lo cual le permite enfrentar adecuadamente los ciclos negativos del precio del metal. 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 favoreció a la compañía dado los altos precios del Molibdeno previo al comienzo de la crisis financiera. No obstante, a pesar de su posterior recuperación, los precios del Molibdeno se han mantenido en torno a los 35 US\$/Kg, muy bajo con respecto a niveles precrisis.

Feller Rate espera la compañía continúe entre los productores de menor costo de la industria y que el actual contexto económico favorezca las iniciativas de mayores eficiencias operacionales que está llevando a cabo la empresa.

Alta diversificación geográfica de sus ventas y clientes, en conjunto con relaciones de largos años

Propiedad

Codelco es una empresa del Estado de Chile. 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.

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/Positivas" y moneda extranjera "A+/Positivas", 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.

Cifras de la operación

	2007	2008	2009	2010	2011
Producción (MTM de Cu Fino)	1.665	1.548	1.782	1.760	1.796
Precio Promedio de Cobre LME (US\$/lb.)	323,2	315,3	234,2	342,0	399,7
Costo Caja Directos C1 (US\$/lb.)	39,7	70,2	92,9	104,4	116,4
Ley de mineral promedio %	0,89	0,78	0,83	0,85	0,83
Producción de Molibdeno (MTM)	27,9	20,5	21,5	21,7	23,1
Precio Promedio Molibdeno (US\$/Kg)	66,7	63,3	24,5	34,8	34,2
Contribución al Fisco (US\$)	7.944	6.829	3.048	6.069	6.981

Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

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. El cobre se comercializa en forma de cátodos, refinado a fuego, blister y concentrado, productos con distinto grado de refinación

En cuanto a la estructura de ingresos, a junio de 2012, el 90% correspondía a ventas de cobre, 4% a molibdeno y 6% a otros subproductos, contando con una baja diversificación por productos. A pesar de esto, 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 2011 y parte de 2012, los principales destinos fueron Asia y Europa. Destacan como principales clientes: Minmetals, Maik Metals Int. Ltd., China Ordins Corporation, Ningbo Sunhu Chem products, LS Calbe Company Ltd. en Asia; KME, Nexans, Halcor, entre otros en Europa; y South Wire Company Inc, entre otros en Norteamérica, no presentando riesgo de concentración en particular.

Para sus productos, 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 nuevas cantidades. 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.

Asegurado abastecimiento de largo plazo de suministro eléctrico y desafíos en materia de costos energéticos

La empresa cuenta con disponibilidad de agua suficiente para sus operaciones en conjunto con contratos de largo plazo para el suministro de energía eléctrica. El suministro eléctrico es de vital importancia para la producción minera, llegando a alcanzar para Codelco cerca del 13% 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, 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. No obstante lo anterior, la industria minera nacional ha presentado presiones en los costos asociados a la energía eléctrica en base al escenario hídrico más seco y unidades térmicas de alto costo marginal, lo cual impacta los márgenes de la industria.

Pertenencia a una industria de alto riesgo operacional y sujeto a la volatilidad de precios

Las empresas mineras están expuestas a una serie de riesgos propios de la operación, tales como, la variabilidad en las leyes y reservas del mineral estimadas en estudios previos a la puesta en marcha o el uso de métodos inadecuados de explotación y de tratamiento del mineral.

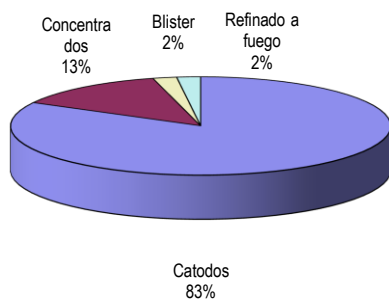
Los resultados de la empresa son fuertemente dependientes del precio del cobre, variable que presenta amplios ciclos, alta volatilidad y sobre la cual los productores tienen muy bajo control. A lo anterior, se suma la dependencia de la empresa de los costos de tratamiento y refinación del concentrado de cobre en los mercados internacionales.

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.

Ventas de Cobre de Codelco por Producto

Junio 2012



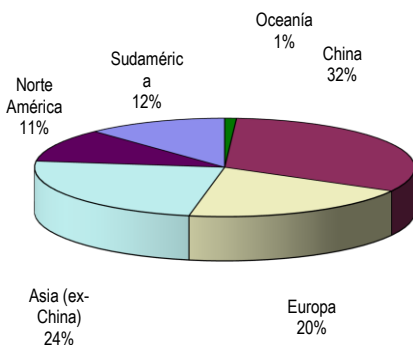
Cifras de la operación junio 2012

Jun. 2012 Jun. 2011 Variación

	Jun. 2012	Jun. 2011	Variación
Producción (MTM de Cu Fino)	767	818	- 6,4%
Precio Promedio de Cobre LME (US\$/lb.)	3,7	4,3	-13,8%
Costo Caja Directos C1 (US\$/lb.)	147,7	116,4	27%
Costo Caja Directos C3 (US\$/lb.)	209,1	171,6	22%
Ventas de cobre propio (MTMF)	732	748	-2,3%
Ventas de cobre propio minerales de terceros (MTMF)	81	110	-26%
Ventas de cobre comprado a terceros (MTMF)	97	67	46%
TOTAL Venta de cobre (MTMF)	910	926	-1,7%
Ventas de molibdeno propio y de terceros (MTMF)	10	10	0,6%

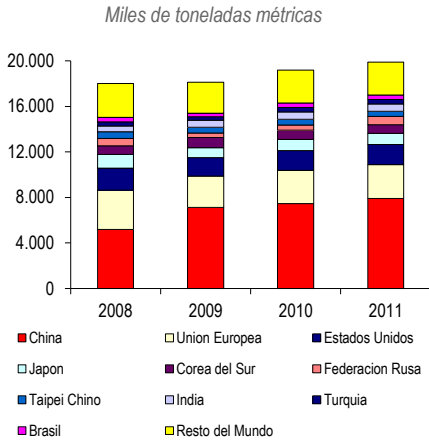
Ventas de Cobre de Codelco por Región

Junio 2012

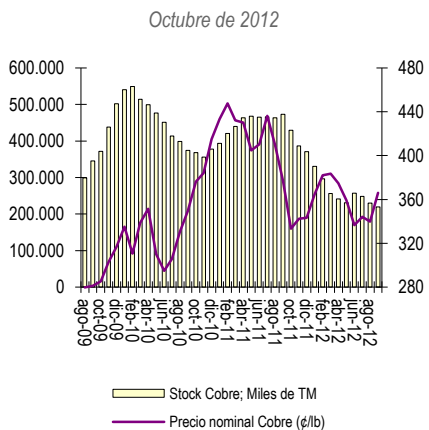


Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

Evolución del consumo mundial de cobre



Evolución de los precios de cobre e inventarios



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. 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 exhibir un comportamiento cíclico.

El alto grado de sindicalización en la industria es un factor importante dentro de los riesgos, pues altos precios del mineral pueden inducir conflictos laborales, en escenarios de pronta negociación colectiva. Destaca la finalización de la negociación colectiva de los contratos 2012, la cual no implicó impactos para la compañía.

Buenas perspectivas para la minería del cobre, no obstante fuerte dependencia a nivel mundial sobre la demanda desde China e incertidumbres en el corto plazo

Fundamentos estructurales respaldan las buenas perspectivas sobre el precio del mineral: una oferta mundial limitada, sin proyectos de alta capacidad en el corto y mediano plazo, en conjunto con una fuerte demanda desde países emergentes, en especial desde China, anticipan un estrecho mercado para el 2012 y un ajustado equilibrio en 2013. 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 niveles de inventario que se estarían alcanzando en dicho país, lo cual puede afectar de manera negativa el precio del metal. En lo inmediato, el alza en las tasas de interés en China junto con un moderado crecimiento en los niveles de inventario introduce incertidumbre sobre el comportamiento del mayor consumidor de cobre en el mundo (40% de la demanda mundial promedio en los últimos 3 años). Sin embargo, se espera que en el largo plazo la demanda mundial por cobre se mantenga sólida a través de la demanda de economías emergentes, en especial desde Asia.

Resolución sobre porcentaje de la propiedad en Angloamerican Sur S.A (AA Sur S.A.) tiene efecto neutral sobre rating de Codelco

De acorde al reciente acuerdo entre Codelco y Anglo American PLC (BBB+/Estables en escala global por S&P) en referencia a la disputa por el 49% del capital accionario de AA Sur, Codelco adquirirá el 24,5% de las acciones de AA Sur por US\$1.700 millones. Luego dichas acciones serán aportadas a un *Joint Venture* (JV) formado con Mitsui & Co. Ltd (A+/Estables por S&P en escala global), JV que adquirirá un 5% adicional de AA sur, obteniendo como resultado una estructura de propiedad de AA sur compuesta en un 50,1% por Anglo American PLC (AAP), 29,5% por este JV y 20,4% por Mitsubishi.

Con respecto al financiamiento del 24,5% de AA Sur, la Corporación, a través de un vehículo de inversiones, anunció la obtención de un crédito por hasta US\$ 1.863 millones otorgados por Mitsui. Este crédito, a 7 años plazo y tasa Libor+2,5%, es sin recurso para Codelco, concentrando el alcance de dicha obligación en esta sociedad de propósito especial. Así, los flujos recibidos desde AA Sur estarán destinados a servir la deuda con Mitsui, manteniendo la expectativa de que Codelco no recibirá dividendos desde esta SPE hasta que se salde el mencionado crédito. A su vez, Codelco tiene la opción de refinanciar dicho crédito si Mitsui ofrece condiciones atractivas de plazos y tasas. Si elige esta alternativa, Codelco vendería a Mitsui un 4,5% de la propiedad de AA Sur por un monto de US\$ 1.000 millones, aproximadamente, reduciendo su deuda a US\$863 millones y extendiendo el *duration* de la deuda.

Destaca el control por parte de Codelco en el JV, y el pacto de accionistas entre AAP, JV y Mitsubishi. En este pacto, AAP mantiene el control; sin embargo, el JV escoge a 2 directores (de un total de 5) y tiene derecho a veto de las decisiones de los otros accionistas (con respecto a determinados temas específicos). Conjuntamente, se ha fijado una política de dividendos del 100% de la utilidad de AA Sur.

Además, en el acuerdo en Codelco y AAP, este último transfiere 2 propiedades mineras a Codelco (Los Leones y Profundo Este) ubicadas cerca de la División Andina otorgando eventuales sinergias en la explotación y producción. No obstante, estos yacimientos aun no han sido explotados, encontrándose valorizados en US\$ 400 millones.

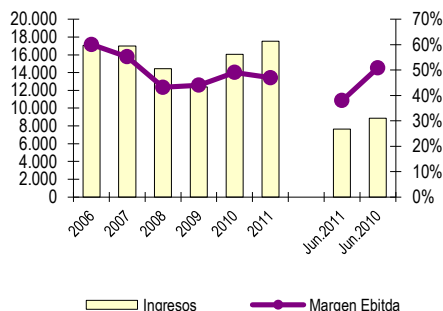
Por lo tanto, como resultado de lo anterior y dada la estructuración de financiamiento predefinida para dicha operación, esta tiene un efecto neutral sobre la clasificación.

Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

POSICION FINANCIERA **SÓLIDA**

Evolución de ingresos y márgenes

En millones de US\$



Resultados y márgenes:

Robusta capacidad de generación de caja, aunque sensible a precios del cobre a nivel internacional

Los resultados de Codelco reflejan la ciclicidad inherente a la industria de *commodities*. Durante el primer semestre 2012, el precio del cobre registró una caída del 14% respecto a junio de 2011, alcanzando los US\$ 3,7/lb, resultando en un deterioro del desempeño financiero y el debilitamiento de los ingresos de la compañía. A junio de 2012, estos ingresos consolidados acumulados a 12 meses alcanzaron los US\$16.260 millones, con una caída de 17% los 6 primeros meses de 2012 con respecto al primer semestre 2011. Esto como resultado de la caída en la producción propia (-6,4% con respecto a junio de 2011) y el menor precio del metal. Por el lado de los costos se han mantenido las alzas en los precios de insumos, mayores tratamientos de los minerales, y altos precios de la energía entre otros, dando como resultado un aumento de los costos de caja desde 105 cUS\$/lb en junio de 2011 a 147 cUS\$/lb en junio de 2012. En esta última fecha, el Ebitda reflejó las mencionadas condiciones alcanzando un margen del 38% y valor de US\$ 2.871 millones, en comparación a US\$4.517 millones en igual periodo de 2011.

Feller Rate espera que la generación de fondos (medido como Ebitda) se mantenga en un rango cercano a los US\$ 6.500 millones para este 2012, como reflejo de los precios del cobre y volúmenes de ventas tanto de cobre como de subproductos.

Fuerte plan de inversiones para periodo 2011-2015

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 2011-2015, 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 2.0 millones de toneladas de cobre fino. Los principales proyectos estructurales a continuación:

— DIVISIÓN CHUQUICAMATA

El principal proyecto es Chuquicamata Subterránea para el año 2018, aportando 341.500 toneladas métricas finas anuales (tmfa) a la producción. Actualmente el proyecto se encuentra en etapa de estudio de factibilidad.

— DIVISIÓN MINISTRO HALES

Mina Alejandro Hales que entraría en funcionamiento en de 2013. Se espera que esta explotación genere una producción de 170.000 tmfa. A destacar la potencial producción de plata, 300 toneladas al año, la cual ubicaría a Codelco dentro de los diez mayores productores de este metal.

— DIVISIÓN ANDINA

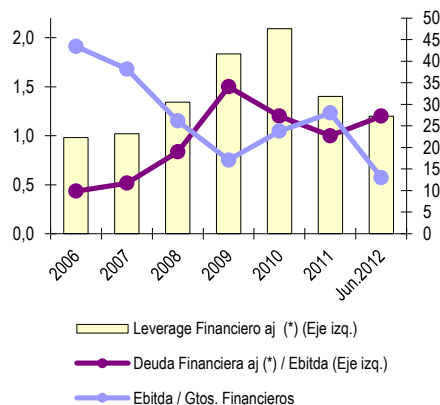
Para División Andina, el Plan de Desarrollo Andina Fase I se encuentra finalizado. Con esta ampliación, se pasó de producir 72.000 Tpd. (toneladas por día) a 94.500 Tpd. (lo que equivale a 30.000 Tmfa.). La Fase II del plan entraría a operar el año 2015 aportando con 350.000 tmfa adicionales a la División.

— DIVISIÓN EL TENIENTE

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 400.000 tmfa a la producción, manteniendo los actuales niveles de producción.

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. 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. 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

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Perfil de amortizaciones Obligaciones financieras

Al 30 de junio de 2012, millones de US\$

	Deuda Bonos	Deuda Bancaria	Total
2012	600	133	733
2013	500	133	633
2014	500	134	634
2015	-	688	688
2016	-	450	450
2017	-	-	-
2018+ (Hasta 2036)	3958	-	3958

Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

los 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.

Política financiera sustentada en un agresivo régimen impositivo dada la importancia de Codelco como fuente de ingresos para el Estado

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 (20%), un 40% adicional sobre las utilidades el cual se aplica a las empresas del Estado (D.L. 2398), y un porcentaje sobre el resultado antes de impuestos por la ley del Royalty (porcentaje que dependerá del margen operativo, según ley N°20.469 varía entre 5% y 14%) y, finalmente, un impuesto especial sobre las exportaciones de cobre de un 10% (Ley 13.196). Al 2011, la contribución de Codelco aumento en un 15% con respecto al año anterior producto de mayores utilidades dado la recuperación de los precios.

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

Endeudamiento y estructura de capital

A junio de 2012, la deuda financiera ascendía a US\$8.095 millones, compuesta por créditos bancarios, bonos locales e internacionales y obligaciones por coberturas. De este total, \$4.950 millones se encontraba estructurado con vencimientos importantes a partir del año 2016 y compuesto mayoritariamente por obligaciones con el público mediante Bonos Bullet a tasa fija en dólares.

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 2012 el saldo de la dicha deuda es aproximadamente US\$327 millones.

Como resultado de 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 2012. El *leverage* financiero aj. y el ratio Deuda Financiera aj. a Ebitda pasaron, respectivamente, desde 1,0x y 0,46x el año 2007, a 1,2x y 1,2x al cierre de junio de 2012. No obstante, mantiene indicadores crediticios acordes para su categoría *stand alone*, exhibiendo un nivel de cobertura de gastos financieros de 13x a junio de 2012.

Destaca la capitalización que permitió el Estado de Chile para este periodo por US\$ 800 millones en junio de 2012. Se espera el mantenimiento de estas acciones a futuro.

Robusta posición de liquidez y amplia flexibilidad financiera.

La compañía mantiene una amplia flexibilidad financiera sustentada en su estructura de vencimientos en el largo plazo y el amplio acceso al mercado financiero, nacional e internacional, lo que le permite refinanciar pasivos adecuadamente. Codelco mantiene una robusta posición de liquidez, esta mantenía saldos de caja de US\$ 670 millones a junio de 2012, y vencimientos cercanos a US\$ 733 millones en lo que resta de 2012 los cuales, a la fecha, se encuentran fondeados. El 10 de julio de este año, la compañía colocó en el mercado extranjero bonos *bullet* a 10 y 30 años por US\$2.000 millones y obtuvo créditos de largo plazo por US\$ 850 millones con entidades bancarias internacionales, con el fin de financiar parte del plan de inversiones 2012 y refinanciar vencimientos de deuda para ese año. De esta forma, Codelco ha asegurado gran parte de sus requerimientos de capital para el 2012.

	Octubre 2002	Abril 2005	Agosto 2009	Octubre 2012
Solvencia	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estables	Estables	AAA	Estables
Bonos Serie A	AAA	AAA	AAA	AAA
Bonos Serie B		AAA	AAA	AAA
Línea de Bonos 608			AAA	AAA

Resumen Financiero Consolidado

Periodo 2006-2008 bajo PCGA; 2009 en adelante bajo IFRS; Millones de US\$

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Junio 2012	Junio 2011
Ingresos	17.077	16.988	14.425	12.379	16.066	17.515	7.625	8.880
EBITDA (1)	10.261	9.382	6.233	5.452	7.877	8.254	2.871	4.517
EBIT	9.485	8.548	5.230	4.370	6.572	6.769	2.478	3.787
Gastos Financieros	-236	-245	-238	-319	-331	-294	-223	-106
Resultado Neto de EERR	444	457	284	311	303	353	232	125
Resultado antes de impuestos	7.901	7.070	3.810	2.988	4.488	5.547	1.776	3.183
Resultado (Pérdida) del período	3.339	2.982	1.567	1.176	1.878	2.056	708	1.188
Activos Totales	13.033	15.058	13.707	18.254	20.279	20.835	21.393	20.010
Deuda financiera	3.920	4.354	4.749	7.733	9.108	8.039	8.095	8.266
Deuda Financiera Aj	4.449	4.845	5.204	8.152	9.480	8.384	8.422	8.648
Pasivos Exigibles	8.503	10.309	9.828	13.811	15.748	14.770	14.549	14.380
Capital Patrimonial + IM	4.530	4.749	3.878	4.443	4.531	6.065	6.845	5.630
Flujo Caja Neto De La Operación	3.605	4.687	3.243	3.033	3.037	2.352	373	1.239
Inversiones en activos fijos	-1.219	-1.605	-1.975	-1.681	-2.309	-2.252	-1.518	-1.028
Inversiones permanentes netas	-111	7	-183	-69	-45	1.088	0	1.088
Flujo Caja Operación Neto de Inversiones	2.275	3.089	1.084	1.283	682	1.189	-1.145	1.299
Dividendos pagados	-1.857	-2.268	-3.232	-836	-2.206	-1.472	0	-663
Flujo Caja Neto Disponible de Operación	418	821	-2.148	447	-1.524	-283	-1.145	635
Variación de deudas financieras	182	378	486	-189	1.587	715	337	-18
Movimientos con Empresas Relacionadas	0	-28	-27	-13	-72	41	26	-4
Otros movimientos de inversiones	16	70	1	135	110	37	71	-118
Flujo de caja Neto del Ejercicio	616	1.241	-1.688	380	101	509	-711	496
Caja Inicial	218	833	2.074	393	773	874	1.383	874
Caja Final	833	2.074	387	773	874	1.383	672	1.370
Margen Ebitda	60,1%	55,2%	43,2%	44,0%	49,0%	47,1%	37,7%	50,9%
Rent. Patrimonial	73,7%	62,8%	40,4%	26,5%	41,4%	33,9%	23,0%	39,5%
Ebitda/Gtos. Financieros	43,5	38,2	26,2	17,1	23,8	28,0	12,9	42,7
Endeudamiento Financiero	0,9	0,9	1,2	1,7	2,0	1,3	1,2	1,5
Endeudamiento Financiero aj.	1,0	1,0	1,3	1,8	2,1	1,4	1,2	1,5
Deuda Financiera /Ebitda	0,4	0,5	0,8	1,4	1,2	1,0	1,2	0,9
Deuda Financiera aj. /Ebitda	0,4	0,5	0,8	1,5	1,2	1,2	1,0	1,0
FCNO/ Deuda Financiera	92%	108%	68%	39%	33%	29%	18%	35%
FCNO/ Deuda Financiera aj.	81%	97%	62%	37%	32%	28%	18%	34%
Deuda Financiera neta /Ebitda	0,3	0,2	0,7	1,3	1,0	0,8	1,1	0,8
Deuda Financiera neta aj. /Ebitda	0,4	0,3	0,8	1,4	1,1	0,8	1,1	0,8
Liquidez Corriente	2,2	1,8	1,1	1,2	1,1	1,3	1,4	1,4

(1) Ebitda = Resultado Operacional + Amortizaciones y depreciaciones de Inmovilizado material.

(2) Ajuste de deuda financiera: Deuda financiera más avance de financiamiento de acuerdo con Minmetals.

(3) Indicadores anualizados a junio de 2012 cuando corresponda.

Características de los instrumentos

LINEAS DE BONOS

608

Fecha de inscripción	26-08-2009
Monto de la línea	UF 11 millones
Plazo de la línea	25 años
Series vigentes inscritas al amparo de la línea	-
Rescate anticipado	Según escrituras complementarias/ Sólo ante algunos escenarios a decisión de cada tenedor de bonos: <ul style="list-style-type: none"> • Si el Estado de Chile deja de mantener el control directo o indirecto de Codelco durante la vigencia de la emisión. • Si los activos mantenidos por Codelco en el sector industrial minero no superan el 70% de sus activos totales consolidados • Si Codelco enajena activos esenciales que representan más del 50% de sus activos totales consolidados.
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	No tiene

BONOS VIGENTES

Serie A

Serie B

Numero de inscripción	308	411
Fecha de inscripción	17-10-2002	25-04-2005
Monto de la emisión	UF 7,0 millones	UF 6,9 millones
Plazo final	10 años, 01-09-2012*	20 años, 01-04-2025
Amortización de capital	Una amortización al final del período	Una amortización al final del período
Tasa de interés	4,0% anual, compuesto semestralmente	4,0% 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	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: <ul style="list-style-type: none"> • Si el Estado de Chile deja de mantener el control directo o indirecto de Codelco durante la vigencia de la emisión. • Si los activos mantenidos por Codelco en el sector industrial minero no superan el 70% de sus activos totales consolidados • Si Codelco enajena activos esenciales que representan más del 50% de sus activos totales consolidados. 	
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantías	No tiene	No tiene

* A la fecha del informe ya se encuentra pagado.

Los informes de clasificación 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 & Poor's Credit Markets 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.