

	Octubre 2012	Octubre 2013
Solvencia	AAA	AAA
Perspectivas	Estables	Estables

*Detalle de clasificaciones en Anexo

Indicadores Relevantes			
	2011	2012	Jun.2013
Margen Ebitda	47,1%	38,2%	34,3%
Rentabilidad patrimonial	33,9%	31,7%	28,9%
Endeudamiento total	2,4	1,6	1,5
Endeudamiento financiero	1,3	0,8	0,9
Endeudamiento financiero aj	1,4	0,8	0,8
Ebitda / Gastos financieros	28,0	14,9	13,2
FCNO / Deuda financiera	29%	13%	21%
FCNO / Deuda financiera aj	28%	13%	22%
Deuda financiera / Ebitda	1,0	1,7	2,1
Deuda financiera aj / Ebitda	1,0	1,6	2,0
Deuda financiera neta / Ebitda	0,8	1,5	1,8
Deuda financiera neta aj / Ebitda	0,8	1,4	1,7
Liquidez corriente	1,3	1,6	1,4

Ajuste de deuda financiera: Deuda financiera más avance de financiamiento de acuerdo con Minmetals menos financiamiento sin recurso de Mitsui para adquisición de AAS

Fundamentos

La clasificación asignada a la solvencia y bonos emitidos por la Corporación Nacional del Cobre de Chile (Codelco) responde a su importancia estratégica para el Estado de Chile y su fuerte vínculo; su posición como líder mundial en producción de cobre; 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 resultados, 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 10% de la producción mundial, y es el segundo productor a nivel mundial de molibdeno, con un 8% de la producción global. En el año 2012, Codelco produjo 1,76 millones de toneladas métricas de cobre fino, 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.

La empresa pertenece al Estado de Chile ("AA-/Estables" por S&P en escala global), presentando una importancia estratégica para el Gobierno. Durante el año 2012, su aporte al fisco fue equivalente al 1,3% del PIB aprox. y representó un 6% aprox. 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 2012, 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 íntegro de las utilidades han derivado en 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 vencimientos en el largo plazo y su buen acceso al mercado internacional del crédito le otorgarían una adecuada flexibilidad financiera.

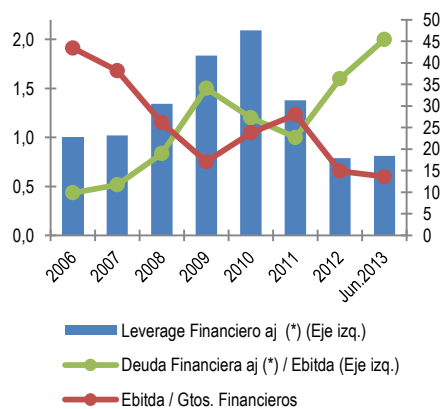
Durante el primer semestre 2013, a pesar del aumento en las ventas físicas de cobre de un 5% con respecto a junio de 2012, el precio del cobre registró una caída del 7% respecto a junio de 2012, alcanzando los US\$ 3,4/ lb, resultando en un debilitamiento de los ingresos de la compañía, con una caída de 5,4% los 6 primeros meses de 2013, con respecto al primer semestre 2012. Por el lado de los costos, se han mantenido las alzas, resultando en un aumento del *cash cost* desde 147,7 cUS\$/lb, en junio de 2012, a 171,2 cUS\$/lb, en junio de 2013. Con todo, el Ebitda alcanzó un margen de 34% y un monto de US\$ 2.475 millones, a junio de 2013, en comparación con US\$3.389 millones, en igual periodo de 2012. A igual fecha, el *leverage* financiero aj. y el ratio Deuda Financiera aj./Ebitda alcanzaron 0,3 y 2,0x, respectivamente, manteniendo acordes para su categoría *stand alone*, exhibiendo un nivel de cobertura de gastos financieros de 13,2x.

La compañía ha presentado de forma histórica una sólida posición de liquidez junto con un importante acceso al mercado financiero tanto local como internacional. Al 30 de junio de 2013, Codelco manejaba un nivel de caja cercano a los US\$761 millones. Además, en agosto y octubre de 2013, la compañía levantó recursos por US\$ 1.700 millones a través de bonos que permitirán refinanciar la totalidad de pasivos financieros (vencimientos de corto plazo por US\$1.300 millones) y parte de las inversiones 2013-2014.

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 2012-2016. Asimismo, 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 los recursos necesarios a la Corporación en caso de que se requiera.

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Ajuste de deuda financiera: Deuda financiera más avance de financiamiento de acuerdo con Minmetals menos financiamiento sin recurso de Mitsui para adquisición de AAS.

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 de reparto de dividendos.

Contacto: Nicolás Martorell P.
nicolas.martorell@feller-rate.cl
(562) 2757-0496

Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

ESTADO DE CHILE: FUERTE SOPORTE POTENCIAL

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.

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, El Abra y Angloamerican Sur con el 35%, el 49% y el 20% de la propiedad respectivamente. Destaca la diversificación operacional a lo largo de Chile junto con un adecuado portfolio de yacimientos mineros que permite diversificar y mitigar los riesgos propios de los yacimientos.

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 es el mayor productor de cobre, alcanzando el 10% 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 2012, las reservas probadas y probables de Codelco llegaban a 63,6 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 2013, de 1,71 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 24 US\$/Kg, muy bajo con respecto a niveles precrisis.

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+/Estables" y moneda extranjera "AA-/Estables", 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

	2008	2009	2010	2011	2012
Producción (MTM de Cu Fino)	1.548	1.782	1.760	1.796	1.758
Precio Promedio de Cobre LME (US\$/lb.)	315,3	234,2	342,0	399,7	360,6
Costo Caja Directos C1 (US\$/lb.)	70,2	92,9	104,4	116,4	163,5
Ley de mineral promedio %	0,78	0,83	0,85	0,95	0,86
Producción de Molibdeno (MTM)	20,5	21,5	21,7	23,1	19,7
Precio Promedio Molibdeno (US\$/Kg)	63,3	24,5	34,8	34,2	28,1
Contribución al Fisco (US\$)	6.829	3.048	6.069	6.981	3.341

Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

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

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 2013, el 93% correspondía a ventas de cobre, 4% a molibdeno y 3% 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 2012 y parte de 2013, 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 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

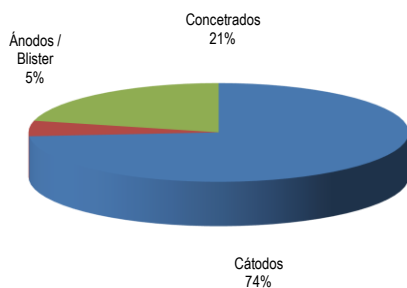
Las empresas mineras están expuestas a una serie de riesgos propios de la operación, tales como, la variabilidad en las leyes y reservas del mineral estimadas en estudios previos a la puesta en marcha o el uso de métodos inadecuados de explotación y de tratamiento del mineral.

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

Ventas de Cobre de Codelco por Producto

Junio 2013



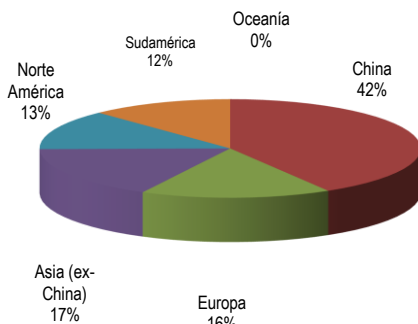
Cifras de la operación junio 2013

Jun. 2013 Jun. 2012 Variación

	Jun. 2013	Jun. 2012	Variación
Producción (MTM de Cu Fino)	843	803	5%
Precio Promedio de Cobre LME (US\$/lb.)	3,4	3,7	-6,8%
Costo Caja Directos C1 (US\$/lb.)	171,2	147,7	16%
Costo Caja Directos C3 (US\$/lb.)	219,9	209,1	5%
Ventas de cobre propio (MTMF)	777	732	6,24%
Ventas de cobre propio minerales de terceros (MTMF)	60	81	-26,49%
Ventas de cobre comprado a terceros (MTMF)	111	97	14,41%
TOTAL Venta de cobre (MTMF)	948	910	4,18%
Ventas de molibdeno propio y de terceros (MTMF)	11	10	7,26%

Ventas de Cobre de Codelco por Región

Junio 2013



Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

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.

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.

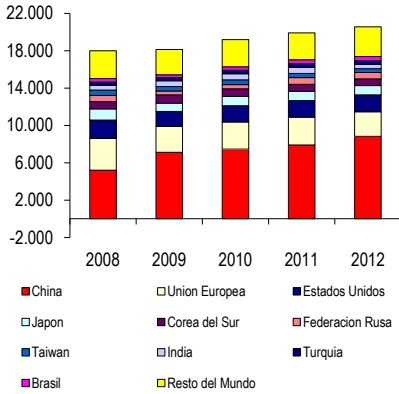
El alto grado de sindicalización en la industria es un factor importante dentro de los riesgos, pues altos precios del mineral pueden inducir conflictos laborales, en escenarios de pronta negociación colectiva. Destaca la finalización de la negociación colectiva de los contratos 2012, la cual no implicó 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 2013 y un ajustado equilibrio en 2014. 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.

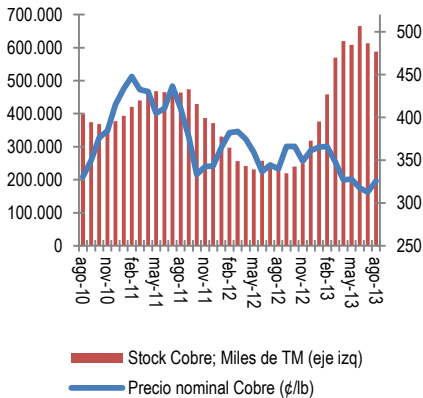
Evolución del consumo mundial de cobre

Miles de toneladas métricas



Evolución de los precios de cobre e inventarios

Octubre de 2013

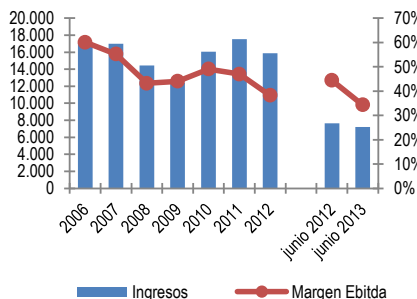


Solvencia **AAA**
Perspectivas **Estables**

POSICION FINANCIERA SATISFACTORIA

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 2013, el precio del cobre registró una caída del 7% respecto a junio de 2012, alcanzando los US\$ 3,4/ lb, resultando en un deterioro del desempeño financiero y en un debilitamiento de los ingresos de la compañía, a pesar del aumento en las ventas físicas de cobre de un 5% para igual periodo. A junio de 2013, estos ingresos consolidados acumulados a 12 meses alcanzaron los US\$15.453 millones, con una caída de 5,4% los 6 primeros meses de 2013, con respecto al primer semestre 2012.

Por el lado de los costos, se han mantenido las alzas en los precios de insumos, mayores tratamientos de los minerales, un menor precio del molibdeno y altos precios de la energía, entre otros, resultando en un aumento del *cash cost* desde 147,7 cUS\$/lb, en junio de 2012, a 171,2 cUS\$/lb, en junio de 2013. En consecuencia, el Ebitda reflejó las condiciones más ajustadas, alcanzando un margen de 34% y un monto de US\$ 2.475 millones a junio de 2013, en comparación con los US\$3.389 millones, en igual periodo de 2012.

Feller Rate espera que la generación de Ebitda mantenga en un rango cercano a los US\$ 6.000 millones para este 2013, como reflejo de los precios del cobre y volúmenes de ventas, junto con su actual estructura de costos.

Fuerte plan de inversiones para periodo 2013-2017

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 2013-2017, 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 son:

— DIVISIÓN CHUQUICAMATA

El principal proyecto es Chuquicamata Subterránea para el año 2018, aportaría 366.000 toneladas métricas finas anuales (tmfa) a la producción. El proyecto finalizó su etapa de factibilidad y se encuentra en inicio de sus primeras obras.

— DIVISIÓN MINISTRO HALES

Mina Alejandro Hales que entraría en funcionamiento el primer trimestre de 2014. Se espera que una vez en explotación genere una producción de 183.000 tmfa. A destacar la potencial producción de plata del yacimiento (300 toneladas al año) lo que ubicaría a Codelco dentro de los diez mayores productores de este metal.

— DIVISIÓN ANDINA

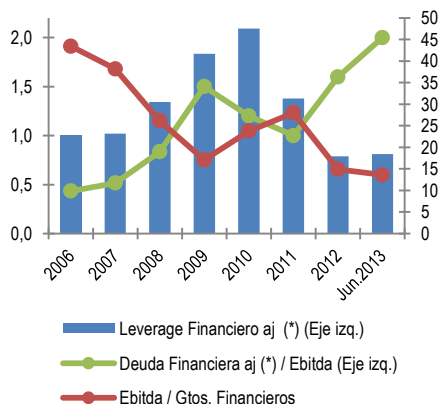
Para División Andina, el Plan de Desarrollo Andina Fase I se encuentra finalizado. Con esta ampliación, se pasó de producir 72.000 Tpd. (toneladas por día) a 94.500 Tpd. (lo que equivale a 30.000 Tmfa.). La Fase II del plan entraría a operar el año 2021 aportando con 350.000 tmfa adicionales a la División.

— 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 se estima para el año 2017, contribuyendo con 431.000 tmfa a la producción, lo que permitiría mantener 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.

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



Perfil de amortizaciones Obligaciones financieras

Al 30 de junio de 2013, millones de US\$

	Deuda Bonos	Deuda Bancaria	Total
2013	500	133	633
2014	500	134	634
2015	-	688	688
2016	-	950	950
2017	-	-	-
2018	-	-	-
2019+ (Hasta 2042)	6.708	-	6.708

Solvencia	AAA
Perspectivas	Estables

Feller-Rate considera que el agresivo plan de inversiones, junto con mayores necesidades de financiamiento, podría deteriorar los indicadores crediticios de la compañía los próximos años. A pesar del proyectado deterioro en sus indicadores crediticios, se espera que este sea moderado. Lo anterior, considera el aporte a resultados derivados del aumento en la producción y las ganancias en eficiencia asociadas a los nuevos proyectos; y un actual escenario de precios del cobre y del molibdeno que anticipa que eventuales caídas se mantendrían acotadas en el mediano plazo. Dichos factores contribuirían a compensar parcialmente el mayor endeudamiento y su impacto en los ratios financieros. Adicionalmente, 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). A esta exigencia impositiva se agrega el alto reparto 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

Al 30 de junio de 2013, la deuda financiera ajustada ascendió a US\$10.062 millones, compuesta por créditos bancarios, bonos locales e internacionales y obligaciones por coberturas. De este total, \$6.508 millones se encontraban estructurados con vencimientos importantes a partir del año 2016 y hasta 2025, compuesto mayoritariamente por obligaciones con el público con estructuras del tipo *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 2013, el saldo de la dicha deuda es de US\$291 millones, aproximadamente.

De igual forma, la deuda financiera ajustada no considera el crédito otorgado por Mitsui para financiar la adquisición del 24,5% de AA Sur. Este crédito por hasta US\$ 1.863 millones, a 7 años plazo y tasa Libor+2,5%, es sin recurso para Codelco, radicando dicha obligación exclusivamente en la 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.

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 2013. El *leverage* financiero aj. y el ratio Deuda Financiera aj. a Ebitda pasaron, respectivamente, desde 1,0x y 0,46x el año 2007, a 0,28 y 2,0x al cierre de junio de 2013. No obstante, la entidad continúa manteniendo indicadores crediticios acordes para su categoría *stand alone*, exhibiendo un nivel de cobertura de gastos financieros de 13,2x a junio de 2013.

Destaca la capitalización que permitió el Estado de Chile para por US\$ 800 millones en junio de 2012 y cerca de US\$1000 millones en junio de 2013 provenientes de ganancias retenidas dada la adquisición de AAS. Feller Rate espera el mantenimiento de estas acciones a futuro.

Robusta posición de liquidez y satisfactoria flexibilidad financiera

La compañía exhibe una satisfactoria flexibilidad financiera sustentada en su estructura de vencimientos en el largo plazo y un amplio acceso al mercado financiero, nacional e internacional, lo que le permite refinanciar pasivos sin problema. Codelco mantiene una robusta posición de liquidez, al 30 de junio de 2013, Codelco manejaba un nivel de caja cercano a los US\$761 millones. Además, en agosto y octubre de 2013, la compañía levantó recursos en el mercado internacional por US\$ 750 millones y US\$ 950 millones, respectivamente, a través de bonos tipo *bullet* con vencimientos en 2023 y 2043, respectivamente. Estas emisiones permitirán refinanciar la totalidad de pasivos financieros (vencimientos de corto plazo por US\$1300 millones) y parte de las inversiones 2013-2014.

	Octubre 2002	Abril 2005	Agosto 2009	Octubre 2012	Octubre 2013
Solvencia	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Bonos Serie B	AAA	AAA	AAA	AAA	AAA
Línea de Bonos 608			AAA	AAA	AAA

Resumen Financiero Consolidado

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

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Junio 2012	Junio 2013
Ingresos	16.988	14.425	12.379	16.066	17.515	15.860	7.625	7.217
EBITDA (1)	9.382	6.233	5.452	7.877	8.254	6.059	3.389	2.475
EBIT	8.548	5.230	4.370	6.572	6.769	4.453	2.603	1.638
Gastos Financieros	-245	-238	-319	-331	-294	-406	-223	-187
Resultado Neto de EERR	457	284	311	303	353	457	232	226
Resultado antes de impuestos	7.070	3.810	2.988	4.488	5.547	6.249	1.901	1.216
Resultado (Pérdida) del período	2.982	1.567	1.176	1.878	2.056	3.868	758	495
Activos Totales	15.058	13.707	18.254	20.279	20.835	31.678	21.393	31.695
Deuda financiera	4.354	4.749	7.733	9.108	8.039	10.127	8.095	10.587
Deuda Financiera Aj	4.845	5.204	8.152	9.480	8.384	9.582	8.422	10.044
Pasivos Exigibles	10.309	9.828	13.811	15.748	14.770	19.478	14.549	19.214
Capital Patrimonial + IM	4.749	3.878	4.443	4.531	6.065	12.191	6.845	12.481
Flujo Caja Neto De La Operación	4.687	3.243	3.033	3.037	2.352	1.258	395	1.317
Inversiones en activos fijos	-1.605	-1.975	-1.681	-2.309	-2.252	-3.687	-1.518	-2.226
Inversiones permanentes netas	7	-183	-69	-45	1.088	-2.800	0	0
Flujo Caja Operación Neto de Inversiones	3.089	1.084	1.283	682	1.189	-5202	-1.123	-909
Dividendos pagados	-2.268	-3.232	-836	-2.206	-1.472	-106	0	-143
Flujo Caja Neto Disponible de Operación	821	-2.148	447	-1.524	-283	-5308	-1.123	-1.051
Variación de deudas financieras	378	486	-189	1.587	715	3.976	769	891
Movimientos con Empresas Relacionadas	-28	-27	-13	-72	41	53	-406	-364
Otros movimientos de inversiones	70	1	135	110	37	60	75	21
Flujo de caja Neto del Ejercicio	1.241	-1.688	380	101	509	-119	-685	-503
Caja Inicial	833	2.074	393	773	874	1.383	1.383	1.264
Caja Final	2.074	387	773	874	1.383	1.264	698	761
Margen Ebitda	55,2%	43,2%	44,0%	49,0%	47,1%	38,2%	44,4%	34,3%
Rent. Patrimonial	62,8%	40,4%	26,5%	41,4%	33,9%	31,73%	23,8%	28,8%
Ebitda/Gtos. Financieros	38,2	26,2	17,1	23,8	28,0	14,9	15,2	13,2
Endeudamiento Financiero	0,9	1,2	1,7	2,0	1,3	0,8	1,2	0,9
Endeudamiento Financiero aj.	1,0	1,3	1,8	2,1	1,4	0,8	1,2	0,8
Deuda Financiera /Ebitda	0,5	0,8	1,4	1,2	1,0	1,7	1,1	2,1
Deuda Financiera aj. /Ebitda	0,5	0,8	1,5	1,2	1,2	1,6	1,0	2,0
FCNO/ Deuda Financiera	108%	68%	39%	33%	29%	13%	19%	21%
FCNO/ Deuda Financiera aj.	97%	62%	37%	32%	28%	13%	18%	22%
Deuda Financiera neta /Ebitda	0,2	0,7	1,3	1,0	0,8	1,5	1,0	1,8
Deuda Financiera neta aj. /Ebitda	0,3	0,8	1,4	1,1	0,8	1,4	1,0	1,7
Liquidez Corriente	1,8	1,1	1,2	1,1	1,3	1,4	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 menos financiamiento sin recurso de Mitsui para adquisición de AAS

(3) Indicadores anualizados a junio de 2013 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: 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 B
Numero de inscripción		411
Fecha de inscripción		25-04-2005
Monto de la emisión		UF 6,9 millones
Plazo final		20 años, 01-04-2025
Amortización de capital		Una amortización al final del período
Tasa de interés		4,0% anual, compuesto semestralmente
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: 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
Garantías		No tiene

La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

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. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta 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.