

---

---

## Codelco 2025: ¿Mejora real?

“... en el caso de Antofagasta Minerals, compañía de la familia Luksic, se observa que, pese a tener la mitad de los ingresos de Codelco, su margen Ebitda es de 60%, casi el doble del 34% de la estatal...”.

ERWIN HANSEN

FRANCISCO SÁNCHEZ

Académicos FEN, Universidad de Chile

En la reciente junta de accionistas de Codelco, el presidente del directorio, Máximo Pacheco, defendió el desempeño de la compañía destacando un Ebitda (medida contable de la capacidad de generación de caja del negocio minero de la compañía) históricamente alto. Desde el Gobierno entrante, en cambio, los ministros Quiroz y Mas criticaron la gestión.



Dos lecturas distintas sobre una misma empresa. Más allá de las interpretaciones, los estados financieros permiten evaluar esta tensión con mayor precisión.

Comencemos con lo evidente: los ingresos de Codelco han sido altos en los últimos años. En 2025 alcanzaron US\$ 19.608 millones, un aumento de 15% respecto de 2024. Por su parte, el Ebitda aumentó desde US\$ 5.439 millones a US\$ 6.670 millones, mejorando 22% en 12 meses.

A primera vista, las cifras parecen auspiciosas, sin embargo, este repunte de ingresos no se explica por una mejor gestión operacional. El precio del cobre subió 8,7% en 2025, llegando a US\$ 4,5/lb, mientras que la producción se mantuvo estable en torno a 1,44 millones de tonela-

das, lejos de los 1,8 millones que la empresa producía hace una década. Por otra parte, los costos de producción aumentaron 4,8%, llegando a US\$ 2,9/lb, alcanzando su nivel más alto en el mismo período. Así, se ve que Codelco no produce más y sus mayores ingresos se explican principalmente por un precio del cobre favorable.



¿Cómo se compara este desempeño con otras compañías en la industria del cobre? En el caso de Antofagasta Minerals, compañía de la familia Luksic, se observa que, pese a tener la mitad de los ingresos de Codelco, su margen Ebitda es de 60%, casi el doble del 34% de la estatal. En términos simples, por cada dólar de ingresos, Antofagasta convierte 60 centavos en Ebitda, mientras Codelco, solo 34 centavos. La diferencia refleja una estructura de costos operacionales significativamente más alta en Codelco. Algo similar sucede con Southern Copper Corporation, cuyo margen Ebitda alcanzó el 58%.

Así, en general, se deduce que pese a su mayor escala, Codelco reportó utilidades relativamente bajas, como lo ha hecho ver el Gobierno. La comparación no es perfecta, dado el carácter estatal de Codelco, lo que en términos concretos se traduce en que esta última transfiere recursos relevantes al Estado de Chile (US\$ 1.778 millones en 2025), reduciendo su capacidad de reinversión.

Ahora, incluso considerando este factor, la diferencia sigue siendo significativa.

Así, aunque la generación de flujos operacionales de Codelco mejoró en 2025, esta resulta insuficiente para financiar el elevado nivel de inversión. En Codelco, la inversión supera los US\$ 5.000 millones, absorbiendo la caja generada y aumentando el endeudamiento. La deuda neta de Codelco alcanzó 3,8 veces su Ebitda, frente a 0,53 veces en Antofagasta Minerals y menos de 0,5 veces en Southern Copper, indicando que Codelco necesita varios años para pagar lo que debe respecto de los pocos meses de sus pares comparables.

Si bien en primera instancia esta diferencia se ve como un problema, la discusión de fondo no es tomar deuda, sino el tipo de proyectos de inversión que se financian con esa deuda. En tanto, proyectos rentables generan utilidades futuras, proyectos poco rentables reducen la competitividad de la compañía.

Mientras sus pares privados convierten su flujo operativo en caja disponible, Codelco sistemáticamente debe reinvertirlo para sostener su producción. No se trata, por tanto, solo de cuánto Ebitda se genera, sino de cuánto de ese resultado se convierte en caja para financiar proyectos rentables.

En resumen, la diferencia está en la eficiencia operativa y retornos sobre la inversión. Cuando el ciclo del cobre es favorable, estas brechas pueden atenuarse. El desafío es cuando las condiciones dejan de acompañar.