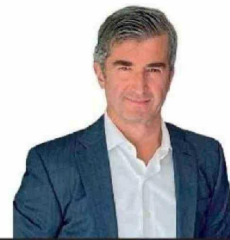


## PUNTO DE VISTA

— Por **Tomás Casanegra**  
Ingeniero Civil PUC y MBA  
The Wharton School  
(@tomcasanegra)



### Codelco

**H**ace unos 15 años Codelco reportaba utilidades por US\$2.000 millones por año, y los excedentes, que incluyen impuestos y dividendos, podían llegar a ser el triple de eso. Vivíamos todavía en los años dorados de la estatal. De 2013 a 2024, con años mejores y años peores, la utilidad reportada por Codelco promedió los US\$260 millones. Monto semejante al que gana una empresa mediana/chica del IPSA.

En 2025 Codelco volvió a reportar una utilidad estelar: US\$2.422 millones. Utilidad que sin embargo no fue el resultado de una gran producción (Codelco produce hoy casi un 25% menos de lo que producía hace quince años). Tampoco fue resultado de los precios extraordinarios que ha tenido el mineral. Fue resultado de más de US\$2.000 millones de utilidad anotada producto de la estimación del valor razonable de Nova Andino (asociación con SQM para explotar el litio). Así es, las reglas contables obligan a la administración a dar una opinión sobre el valor justo de esta nueva empresa, valor que es función de las ganancias futuras esperadas para ella. La utilidad es una opinión, la capacidad de generar caja es la realidad, me gusta repetir.

En estos 15 años, Codelco ha reportado utilidades por US\$12 mil millones, mucho viene de efectos extraordinarios como lo mencionado para Nova Andino. Utilidades que, por ser opinión, no se ven necesariamente en el flujo. El flujo de caja libre de Codelco durante ese mismo período ha sido muy negativo, -US\$13 mil millones. Codelco, numéricamente hablando, parece más un

startup que una “vaca lechera”. Un megaproyecto minero que lleva más de una década en etapa de construcción (los proyectos estructurales), y por lo mismo requiera una altísima inversión (US\$5 mil millones anuales). Inversión que si no renta terminará siendo un gigantesco gasto.

A esos -US\$13 mil millones de flujo de caja que el negocio ha necesitado, no generado, hay que agregar US\$7 mil millones en dividendos pagados. ¿De dónde salieron esos US\$20 mil millones entonces? De deuda, la mayor parte. La deuda financiera de Codelco se incrementó en US\$17 mil millones en el período, desde US\$9 mil millones a los US\$26 mil millones actuales. Aumentos de capital del accionista explican el resto.

Como escribí en 2022 en este diario, los males de Codelco no creo que pasen por un dueño que no reinvierte. Pasan a mi juicio por proyectos que después de más de una década, y con precios del cobre históricos, no han todavía mostrado frutos. Aun confiando que las utilidades reportadas serán realizadas (que la megainversión será inversión), el retorno sobre el patrimonio que hemos visto por más de diez años en torno al 2% anual (>30% anual en los años dorados), simplemente no invita a reinvertir. Por otra parte, si para que el Estado reciba dividendos de su empresa y esta le pueda pagar sus obligaciones tributarias se hace necesario que ella se endeude, la pregunta es por qué simplemente no se endeuda el Fisco. Mal que mal, la garantía estatal ya está implícita en la deuda de Codelco.

Sé que es de buena crianza decir que Codelco es un orgullo para Chile, pero para alguien que se gana la vida mirando balances, se me hace difícil hoy por hoy decirlo.