



# Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Razón reseña:  
**Anual y Cambio de  
Clasificación y Tendencia**

Analista  
Carlos García B.  
Tel. 56 - 22433 52 00  
carlos.garcia@humphreys.cl

## **Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A.**

Diciembre 2019

Isidora Goyenechea 3621 - Piso 16º  
Las Condes, Santiago - Chile  
Fono 224335200 - Fax 224335201  
ratings@humphreys.cl  
www.humphreys.cl

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría
Línea de bonos y bonos Tendencia	A <sup>1</sup> Desfavorable <sup>2</sup>
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	30 septiembre 2019

Número y fecha de Inscripción de emisiones de deuda	
Línea de bonos a 15 años Serie A (BCALI-A)	Nº 896 de 28.06.2018 Primera Emisión

Estado de Resultados Consolidado IFRS (SQM <sup>3</sup> )					
MUS\$ corrientes	2015	2016	2017	2018	Sept 19
Ingresos de Actividades Ordinarias	1.728.332	1.939.322	2.157.323	2.265.803	1.471.436
Costos de Venta	-1.185.583	--1.328.285	-1.394.822	-1.483.524	-1.049.223
Gastos de Administración	-86.830	-88.436	-101.171	-118.126	-83.767
Otros	-94.500	-74.271	-43.268	4.512	-10.080
<b>Resultado Operacional</b>	<b>361.419</b>	<b>448.330</b>	<b>618.062</b>	<b>668.665</b>	<b>328.366</b>
Costos Financieros	-58.283	-46.948	-36.625	-37.381	-39.600
Resultado integral total	210.485	282.472	423.469	441.577	217.565
Dividendos Recibidos (Pampa Calichera)	28.301	91.641	85.476	134.858	65.041

Balance general consolidado					
MUS\$ corrientes	2015	2016	2017	2018	Sept-19
Activos corrientes	441.182	470.807	589.222	620.969	697.538
Activos no corrientes	1.027.128	1.005.445	991.486	1.249.327	1.251.185
<b>Total Activos</b>	<b>1.468.310</b>	<b>1.476.252</b>	<b>1.580.708</b>	<b>1.870.296</b>	<b>1.948.723</b>
Pasivos corrientes	25.535	163.281	68.588	56.660	197.328
Pasivos no corrientes	458.170	294.586	435.984	677.070	582.459
<b>Total Pasivos</b>	<b>483.705</b>	<b>457.867</b>	<b>504.572</b>	<b>733.730</b>	<b>779.787</b>
Patrimonio	984.605	1.018.385	1.076.136	1.136.566	1.168.936
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.468.310</b>	<b>1.476.252</b>	<b>1.580.708</b>	<b>1.870.296</b>	<b>1.948.723</b>
Deuda Financiera	469.698	450.289	496.124	723.670	772.887
Valor Mercado Acciones SQM	1.510.815	1.884.146	3.516.097	2.578.175	1.797.887

<sup>1</sup> Clasificación anterior: Categoría A+.

<sup>2</sup> Tendencia anterior: Estable.

<sup>3</sup> Se presenta el Estado de Resultados de SQM dado que corresponden al principal activo de Pampa Calichera S.A.

## Opinión

### Fundamento de la clasificación

**Sociedad de inversiones Pampa Calichera S.A. (Pampa Calichera o Calichera)**, constituida en el año 1986, tiene como propósito la inversión en bienes muebles o inmuebles, corporales o incorporeales y, en general, en diversos tipos de instrumentos financieros o de participación. No obstante, en la práctica, el objetivo de la sociedad se ha materializado en la enajenación y mantenimiento de títulos accionarios emitidos por Sociedad Química Minera de Chile S.A. (SQM o Soquimich).

Durante el año 2018 **Calichera** tuvo una utilidad de US\$ 84 millones, percibiendo dividendos por US\$ 135 millones. A la misma fecha sus obligaciones financieras ascendían a US\$ 724 millones y el valor bursátil de sus acciones era de aproximadamente US\$ 2.578 millones.

El cambio de clasificación desde "Categoría A+" a "Categoría A" y de su tendencia desde "Estable" a "Desfavorable" se debe a la continua caída del valor de las acciones mantenidas en prenda como garantía de la deuda financiera de la compañía, reduciéndose las holguras que originalmente tenía la emisora, estimándose que esta trayectoria de precios de los títulos accionarios, dado el período abarcado, responde a una tendencia de mediano plazo.

En efecto, según información disponible al 30 de septiembre del año en curso, el valor de mercado de los títulos de capital emitidos por SQM, en poder de **Pampa Calichera**, ascendían a US\$ 2.484<sup>4</sup> millones y la deuda financiera era del orden de los US\$ 773 millones.<sup>5</sup> Aun cuando esta significativa diferencia permitiría caídas abruptas en el precio de las acciones SQM y que, con todo, el emisor mantenga un sólido patrimonio económico, se debe reconocer que el nivel de holgura ha presentado una importante disminución respecto a períodos anteriores (y los contratos obligan al emisor a mantener una holgura mínima).

La clasificación de riesgo no desconoce que la generación de flujos del emisor es limitada, estando circunscritas a las utilidades que Soquimich distribuya como dividendos; sin embargo, dado las características del balance de **Calichera** y las costumbres financieras del mercado, lo más probable es que el pago de las amortizaciones, en forma parcial o total, se cubran vía operaciones de refinanciamiento, tal como ha sido la costumbre hasta la fecha. Para tales efectos, siempre medido al 30 de septiembre, **Pampa Calichera** dispone de acciones de SQM libres de garantías y gravámenes por un valor en torno a los US\$ 107 millones, lo cual disminuye sustancialmente el riesgo de refinanciamiento.

Con todo, las condiciones de la deuda financiera de la emisora establecen que debe mantener acciones de SQM que duplican el valor de la deuda y que, en ningún caso, pueden ser inferior a 1,7 veces, por cuanto se aceleraría el pago de los pasivos. Esta condición genera un elevado incentivo para que el emisor de cumplimiento a sus obligaciones (lo más probable, como se mencionó, vía refinanciamiento de pasivos), todo ello respaldado con la tenencia de activos libres de gravámenes que facilita el mantenimiento de las prendas mínimas. Por otra parte, la existencia de cartas de crédito *Stand-by* reducen sustancialmente el riesgo del pago de los intereses.

<sup>4</sup> Con precio de las acciones y valor del dólar al 29.11.19 e incluyendo aquellos títulos de la filial Global Mining

<sup>5</sup> No obstante, con fecha 24 de octubre, la compañía informó del recate anticipado de los bonos emitidos por la sociedad en los mercados internacionales, por lo cual la deuda se redujo en US\$ 110,6 millones.

En lo hechos, el bono de **Pampa Calichera** entrega en garantía a los acreedores acciones de SQM que duplican el valor de lo adeudado, por ello, la pérdida esperada del instrumento tiende a cero. Esto no es nimio porque intensifica la posibilidad de apoyo de terceros (bancos o fondos, entre otros).

La clasificación de riesgo se ve limitada por la calificación de solvencia de Soquimich, actualmente en categoría AA, y la calificación del banco que emite la carta de crédito que, según contrato de emisión, no puede ser inferior a categoría AA-. En la práctica, una baja en la clasificación de Soquimich conllevaría una reducción en el *rating* de los títulos de deuda a emitir con cargo a la línea de bono objeto de evaluación.

Adicionalmente, para el mantenimiento futuro de la clasificación de riesgo, se requiere que el emisor mantenga en su poder un *stock* importante de acciones de SQM libres de gravámenes y garantías, susceptibles de prendarse en favor de los bonistas con el objeto de asegurar razonablemente un nivel de caución que duplique el valor nominal de los bonos, considerando que dicha cobertura también debe estar presente en otras obligaciones contraídas por el emisor (ya que si se acelerase el pago de un crédito, dado la uniformidad en la estructura de garantías, lo más probables es que sucediese lo mismo con las otras obligaciones). La falta de un monto elevado de activos libres de garantía y gravámenes, disponible para entregar como caución, podrían conllevar a una baja el *rating* de los bonos. De esta manera, no obstante la holgura señalada entre el valor de la garantía y la deuda, es necesario puntualizar que ésta exhibe una reducción relevante respecto de lo registrado durante el período anterior.

Otro riesgo, dice relación con las características de **Pampa Calichera** y las costumbres financieras del mercado, lo cual permite presumir que parte de las amortizaciones (incluso el total) se pague con una operación de refinanciamiento (incluso es factible suponer que lo anterior corresponda al diseño original de la operación). En la práctica, por medio de algún procedimiento que dé seguridad a las partes, se acuerda con un tercero que financie todo o parte de los vencimientos del préstamo y, a la vez, se le entregan como caución las acciones liberadas u otras que estén libres de gravamen. En consecuencia, siempre está presente el riesgo por refinanciamiento, en particular si se cierra el acceso al mercado de deuda al momento de los vencimientos programados por el emisor, sea por situaciones de mercado o propias de **Calichera**. Sin perjuicio de lo expuesto, mientras más garantías de calidad existan para preñar en favor de los acreedores, menores serán los riesgos de refinanciamiento, más allá del impacto que se tenga en el costo del financiamiento.

Otro riesgo adicional, está asociado a que los créditos de **Pampa Calichera** podrían acelerarse por incumplimientos de otras empresas del grupo; sin embargo, vista la situación financiera de las sociedades relacionadas que presentan información pública, este evento en la actualidad presenta una baja probabilidad de materializarse. Por otra parte, un bajo volumen de transacciones de acciones de SQM afecta la representatividad del precio de las acciones (al margen de poder hacer uso de *Market Maker*).

## Hechos recientes

### Estados financieros a diciembre de 2018

A diciembre de 2018, el emisor finalizó con activos por US\$ 1.870 millones lo que implicó un crecimiento del 18,3% respecto a 2017, en donde el 67,6% correspondió a acciones de SQM, registradas como "inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación" (62,3% en 2017).

El pasivo financiero de la sociedad sumó US\$ 724 millones, creciendo 45,9% en relación con el año 2017 y representando el 39,2% de los activos (31,4% en 2017). Por su parte, el patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora aumentó desde US\$ 1.076 millones a US\$ 1.137 millones.

En cuanto a los flujos de ingresos anuales, los principales correspondieron a US\$ 135 millones por concepto de dividendos (US\$ 85 millones en 2017), habiendo pagado por intereses y reparto de utilidades US\$ 39 millones y US\$ 23 millones, respectivamente (US\$ 29 millones y US\$23 millones en 2017).

### Resultados a septiembre de 2019

A septiembre de 2019 los activos totales alcanzaron US\$1.849 millones, lo que representa una caída de 1,1% respecto a los valores de diciembre de 2018. Los pasivos financieros, por su parte, alcanzaron US\$686 millones, lo que representa una caída de 5,3% respecto a lo registrado en diciembre de 2018.

En cuanto a los flujos, durante los primeros tres trimestres de 2019 estos alcanzan a US\$65 millones (US\$114 durante el mismo período de 2018), en tanto que los intereses pagados totalizaron US\$30 millones (US\$ 23 millones en 2018).

## Definición de categoría de riesgo

### Categoría A

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

### Tendencia Desfavorable

Corresponde a aquella clasificación que podría verse desmejorada como consecuencia de la situación o tendencia mostrada por el emisor.

## Antecedentes generales

### Descripción del negocio

**Pampa Calichera** es una sociedad de inversión, constituida el año 1986, cuyo objeto principal es la enajenación de acciones de Soquimich. La empresa emisora, en conjunto con otras sociedades del grupo Inversiones QSYA (sociedades cascadas), se constituyen como controladores de Soquimich, según lo definido por el Título XV de la Ley N°18.045.

SQM es una sociedad anónima abierta, cuyo negocio principal es la producción y comercialización de nutrientes vegetales de especialidad, yodo, litio, fertilizantes potásicos y químicos industriales. Estos productos son extraídos de la explotación y posterior procesamiento de los recursos minerales obtenidos de los yacimientos de caliche y salmueras. La compañía opera a través de filiales, tanto en Chile -para sus actividades de producción-

como en el exterior, para sus labores de comercialización; manteniendo una red comercial internacional especializada, con ventas en más de 110 países.

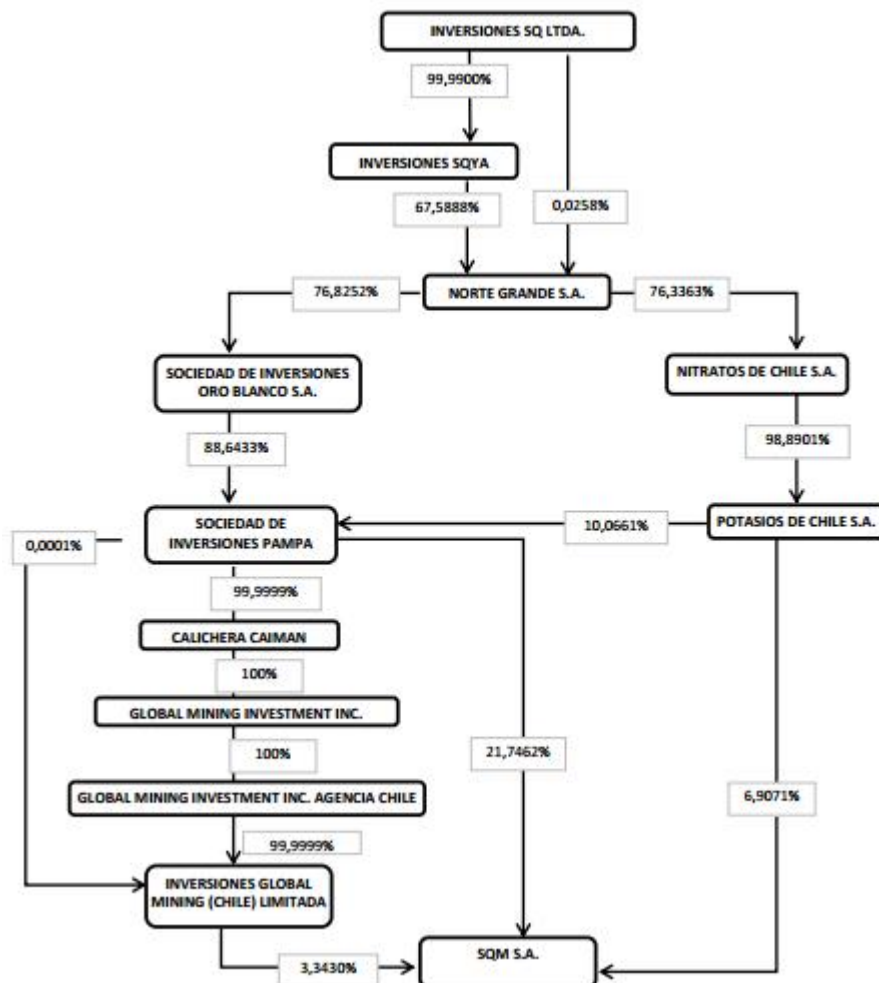
Según información al 30 de septiembre de 2019, **Pampa Calichera** mantenía el siguiente número de acciones de SQM:

	Nº Acciones	% SQM
Serie A	53.692.691	17,06%
Serie B	12.341.049	4,69%

## Estructura y Propiedad del Grupo

El controlador final de **Pampa Calichera** es el señor Julio Ponce Lerou, mediante empresas intermedias. Los principales accionistas de la firma, a septiembre de 2019, se presentan a continuación:

Accionista	Acciones	Participación
Sociedad de Inversiones Oro Blanco	1.716.897.558	88,64%
Potasios de Chile S.A.	194.966.704	10,07%
Tanner Corredores de Bolsa	4.284.074	0,22%



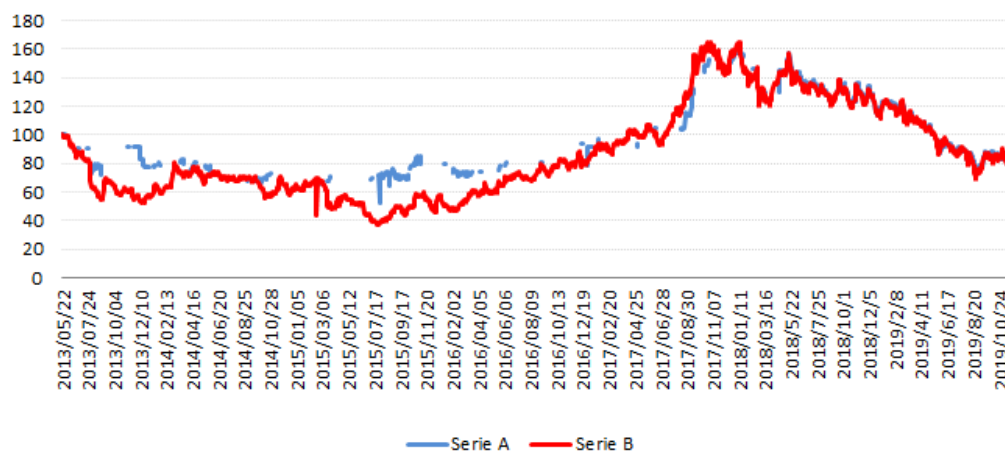
## Indicadores financieros Pampa Calichera

### Evolución y Volatilidad de Precios de Activos

Dentro de los riesgos propios de la operación, se tiene la eventualidad de bajas sustanciales en el precio de las acciones de SQM que debiliten el patrimonio económico de **Pampa Calichera** y, a la vez, en el caso más extremo, le impidan enterar las garantías mínimas exigidas según lo dispuesto en la escritura de emisión de los bonos (exigencia que también está presente en otras operaciones crediticias).

En el cuadro siguiente se muestra el comportamiento de las acciones de SQM para los últimos seis años, evidenciándose que el precio de los títulos la compañía exhiben una tendencia decreciente a partir de octubre de 2017.

Ilustración 1  
Evolución Precios. Base 22 mayo 2013=100



El comportamiento volátil de las acciones de SQM queda reflejado, además, al contabilizar las máximas caídas de precio en distintos períodos de tiempo, tal como se muestra a continuación:

Max caída de precio	Variación serie A	Variación Serie B
En un día	-27,3%	-38,3%
En tres días	-17,7%	-37,4%
En diez días	-18,9%	-34,8%
En 20 días	-18,9%	-34,3%
En 60 días	-27,3%	-44,3%
En 180 días	-45,6%	-46,6%
En 360 días	-46,5%	-47,8%

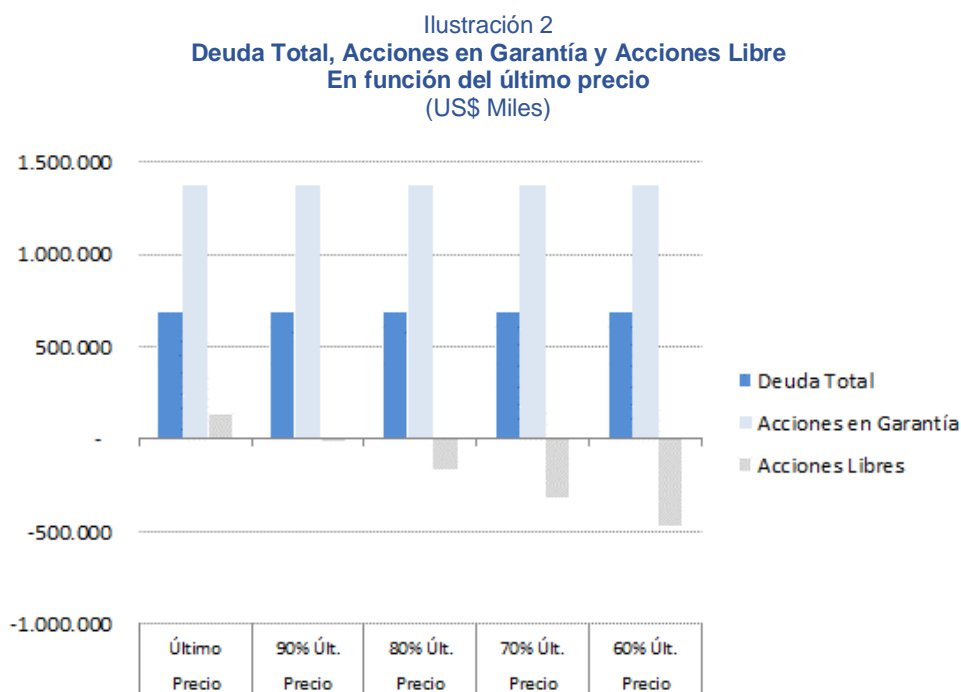
En el cuadro anterior se observa que los títulos SQM evidencian fuertes descensos en su precio, independiente del período utilizado en la medición. Esta situación es la que obliga a que el emisor mantenga un elevado nivel de títulos susceptibles de constituirse como garantía y, así, ser capaz de responder a los requisitos prendarios, al margen de lo abrupto que sea la baja en la valorización de los activos entregados en caución. Dada la tendencia a la baja en el precio exhibida por los títulos accionarios, que ha significado una reducción significativa en las holguras que previamente había exhibido el emisor, se ha determinado el ajuste en la clasificación otorgada.

## Cobertura Respaldo Acciones SQM

Como se mencionó, la fortaleza de **Pampa Calichera** radicaba en el valor de mercado de sus activos relevantes, acciones SQM, lo cual depende, asumiendo constante el número de títulos, del precio de mercado de los instrumentos. Dado lo anterior, es relevante observar los cambios en el nivel de cobertura ante bajas en el precio de las acciones series A y B de Soquimich; ello se muestra en el siguiente gráfico, tomando como



referencia el precio de los títulos accionarios al 29 de noviembre de 2019. Se asume que las acciones prendadas corresponden al doble de la deuda del bono.<sup>6</sup>



Del cuadro anterior, bajo los criterios de **Humphreys**, se aprecia que las acciones SQM podrían experimentar reducciones de hasta 10% y mantenerse los niveles de cobertura. En lo hechos, al reducirse el precio de las acciones de SQM, se incrementa el número de títulos que se entregan como caución para mantener la relación de garantía a deuda de 2:1 (pero conservando la valorización de los valores dados en prenda); por otro lado, también se reduce el número de instrumentos libres de garantías, cuya valorización disminuye, tanto por la menor cantidad de títulos como por la disminución del precio de los mismos.

<sup>6</sup> De acuerdo al contrato de emisión, la relación garantía a deuda a garantía debe fluctuar entre 170 y 200%. Siguiendo un criterio conservador, las sensibilizaciones han sido efectuadas considerando este último guarismo.

Ilustración 3  
**Deuda Total, Acciones en Garantía y Acciones Libre**  
**En función del precio promedio de seis años**  
 (US\$ Miles)



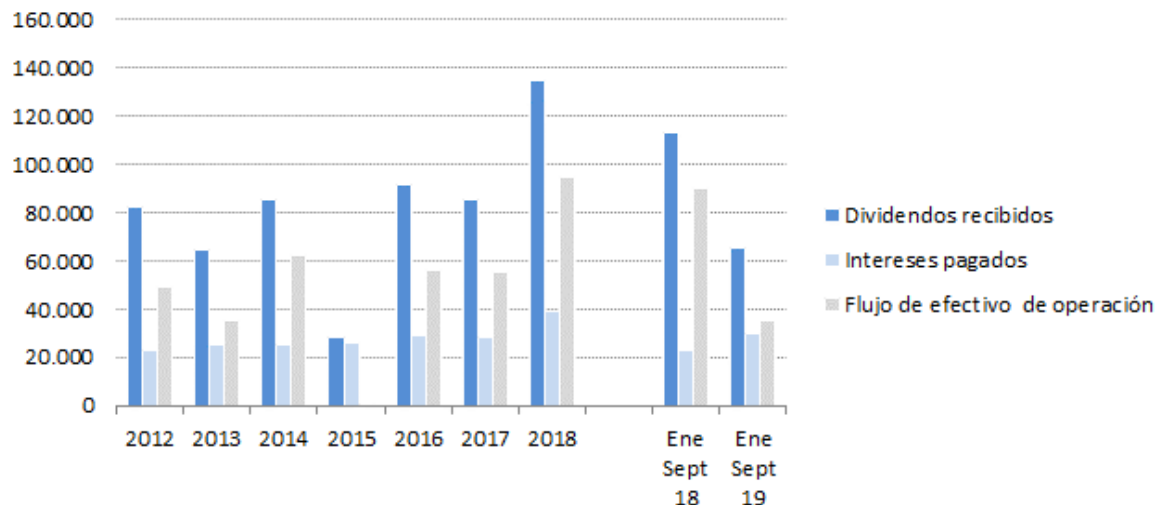
En el gráfico anterior se pueden apreciar las holguras que presenta **Pampa Calichera** para distintos niveles de precio. Por otra parte, sólo si alcanza el precio mínimo de las acciones SQM (últimos seis años) no se cumpliría con un ratio garantía-deuda de 2:1; produciéndose la aceleración de la deuda, por cuanto el valor de la caución sería inferior a las 1,7 veces el saldo insoluto de los pasivos financieros más intereses devengados.

Con todo, cabe precisar que dentro de los últimos seis años se han conjugado hechos no recurrentes que han afectado negativamente a Soquimich y, por ende, el precio de sus acciones: acusación por recursos entregados para el financiamiento de la política al margen de la institucionalidad, conflicto con CORFO por concesión del Salar de Atacama y el fin del llamado "cartel del potasio", guerra comercial entre potencias mundiales que han afectado el crecimiento del producto mundial. En efecto, es factible presumir que sin esa secuencia de hechos, lo más probable es que el precio de las acciones SQM hubiese sido más elevado.

## Liquidez

La estructura de financiamiento de **Pampa Calichera**, de acuerdo con lo observado en su comportamiento pasado, implica el refinanciamiento recurrente de los pasivos y el pago anual de sus intereses, para lo cual requiere de una liquidez mínima provista por el recibo de dividendos por su posición accionaria en Soquimich. Para ilustrar como ha sido administrado este último aspecto, en el gráfico siguiente se muestra, expresado en miles de dólares, los dividendos recibidos por el emisor, los intereses pagados y su flujo de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación, ello según el Estado de Flujos de Efectivo. Se aprecia que en los tres primeros trimestres de 2019 los flujos tanto por concepto de dividendos recibidos, como por efectivo de la operación, muestran valores inferiores a los registrados en 2018.

Ilustración 4  
**Liquidez**  
(US\$ Miles)



## Soquimich

Dado la importancia de Soquimich en el valor de los activos de **Pampa Calichera**, a continuación se muestran tres gráficos en donde se aprecia la evolución de la compañía en términos de venta, márgenes y endeudamiento:

Ilustración 5  
**Evolución Ingresos y EBITDA**  
US\$ Miles. 2010 – Septiembre 2019 (UDM)

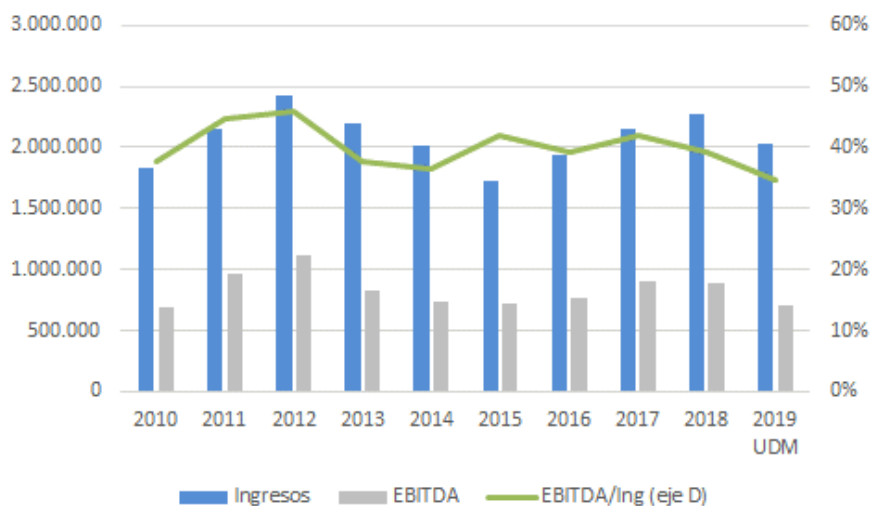


Ilustración 6  
**Evolución de los Márgenes**  
 2009 – Septiembre 2019

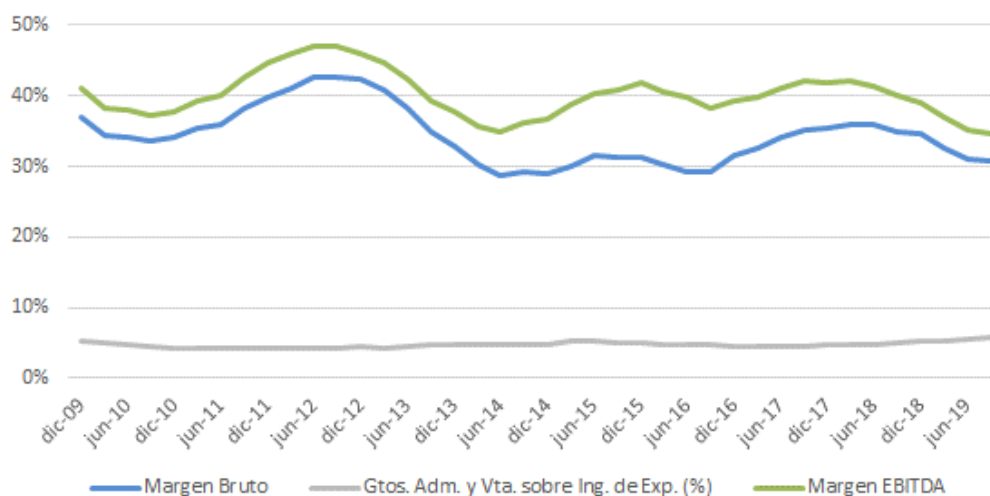
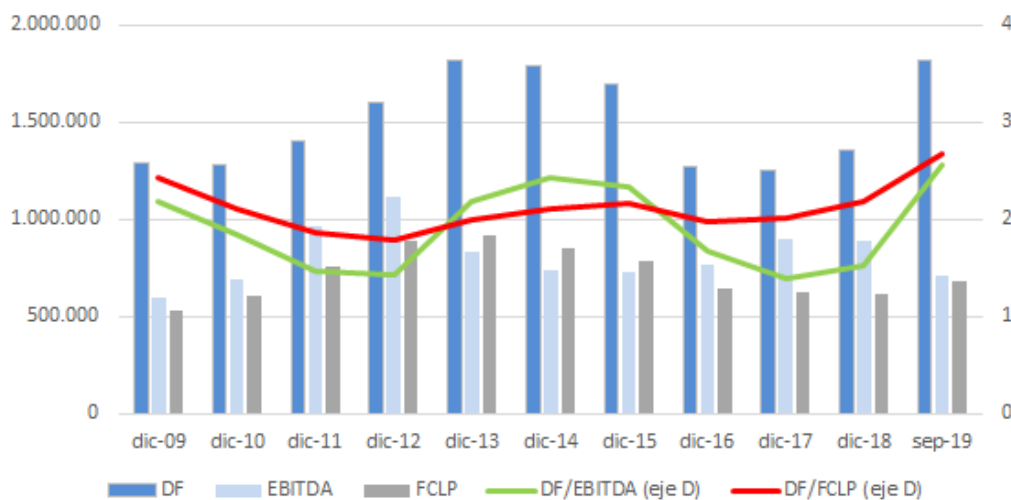


Ilustración 7  
**Evolución del Endeudamiento**  
 2009-Septiembre 2018. US\$ Miles y Número de veces



## Bonos

Actualmente, **Pampa Calichera** cuenta con una línea de bonos vigente:

Características de la línea de bonos	
Plazo Vencimiento Línea (años)	15
Fecha de Vencimiento de la línea	14 diciembre de 2030
Monto Máximo Línea (UF)	6.500.000

Restricciones, Resguardos y Garantía:

<b>Covenant</b>	<b>valor</b>	<b>Mínimo</b>
Valor acciones sobre insoluto más intereses devengados	Menor a 2,02 veces	1,7
<i>Carta de crédito stand-by</i>	Banco AA- o sup.	Cubre interés
Activos mínimos	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Representen no menos del 35,7% de las acciones SQM-A (incluyendo sociedades que conforman Cadena de Control)</li> <li>- Elegir a lo menos tres directores (junto a otras relacionadas que conforman la Cadena de Control)</li> </ul>	

*"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 que éste ha hecho pública o ha remitido a la Comisión para el Mercado Financiero y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma".*