



HUMPHREYS
CLASIFICADORA DE RIESGO

Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A.

Anual y Cambio de Tendencia de Clasificación

ANALISTAS:
Carlos García B.
carlos.garcia@humphreys.cl

FECHA
Diciembre 2021

Isidora Goyenechea 3621, Piso 16, Las Condes, Santiago, Chile

Fono (+56) 2 2433 5200 • ratings@humphreys.cl

 Humphreys Clasificadora De Riesgo •  @humphreyschile

Categoría de riesgo	
Tipo de instrumento	Categoría

Línea de bonos y bonos
Tendencia

A-
En Observación¹

EEFF base

30 septiembre 2021

Número y fecha de inscripción de emisiones de deuda	
---	--

Línea de bonos

N° 896 de 28.06.2018

Serie A (BCALI-A)

Primera Emisión

SQM ² - Estados de Resultados Consolidado

MUS\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sept 21
Ingresos de actividades ordinarias	1.939.322	2.157.323	2.265.803	1.943.655	1.817.191	1.778.023
Costos de venta	--1.328.285	-1.394.822	-1.485.631	-1.383.603	-1.334.321	-1.230.689
Gastos de administración	-88.436	-101.171	-118.126	-117.180	-107.017	-83.865
Otros	-74.271	-43.268	4.512	-9.217	-73.348	-27.107
Resultado operacional	448.330	618.062	666.558	433.655	302.505	436.362
Costos financieros (neto)	-46.948	-36.625	-35.274	-50.650	-68.484	-55.761
Resultado integral total	282.472	423.469	441.577	278.848	187.625	229.102
Dividendos recibidos (Pampa Calichera)	91.641	85.476	134.858	80.378	53.008	34.637

Estados de Situación Financiera Consolidados

MUS\$ de cada año	2016	2017	2018	2019	2020	sept 21
Activos corrientes	470.807	589.222	620.969	583.453	717.622	507.480
Activos no corrientes	1.005.445	991.486	1.249.327	1.251.446	1.264.310	1.671.262
Total activos	1.476.252	1.580.708	1.870.296	1.834.899	1.981.932	2.178.742
Pasivos corrientes	163.281	68.588	56.660	180.582	41.262	266.426
Pasivos no corrientes	294.586	435.984	677.070	501.143	603.252	479.932
Total pasivos	457.867	504.572	733.730	681.725	644.514	746.358
Patrimonio	1.018.385	1.076.136	1.136.566	1.153.174	1.337.418	1.432.384
Total pasivos y patrimonio	1.476.252	1.580.708	1.870.296	1.834.899	1.981.932	2.178.742
Deuda financiera	450.289	496.124	723.670	678.353	637.075	673.561
Valor mercado acciones SQM	1.884.146	3.516.097	2.578.175	1.765.604	1.847.777	1.758.414

¹ Tendencia anterior: Estable.

² Se presenta el Estado de Resultados de SQM dado que corresponden al principal activo de Pampa Calichera S.A.

Opinión

Fundamentos 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 incorporales 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 2020 **Calichera** tuvo una utilidad de US\$ 23 millones, percibiendo dividendos por US\$ 53 millones. A la misma fecha sus obligaciones financieras ascendían a US\$ 637 millones y el valor bursátil de sus acciones era de aproximadamente US\$ 1.850 millones.

El cambio de tendencia de clasificación desde "*Estable*" a "*En Observación*" se debe a que esta clasificadora monitoreará si la disminución de la relación de cobertura, definida como el valor de mercado de las acciones sobre la deuda financiera, registrada en noviembre de 2021 (asociado a la enajenación de acciones de la serie B) es un fenómeno transitorio o permanente. Todo ello sin desconocer que la liquidez que ha dado la enajenación de activos, de mantenerse, permitiría el pago de los vencimientos de corto plazo y, por ende, una disminución de los pasivos financieros.

Según información disponible al 30 de septiembre del 2021, el valor de mercado de los títulos de capital emitidos por SQM, en poder de **Pampa Calichera**, ascendía a US\$ 1.758 millones, en tanto que la deuda financiera era del orden de los US\$ 674 millones.³

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, en caso que los flujos sean insuficientes para hacer frente a las amortizaciones, la emisora puede enajenar acciones o sustituir pasivos, como lo ha hecho anteriormente.

Los eventuales refinanciamientos tienen lugar dado que, entre otros factores, **Pampa Calichera** dispone de acciones de SQM libres de garantías y gravámenes por un valor en torno a los US\$ 445 millones.

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, 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.

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), lo cual ha sido comprobado en los hechos.

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

³ Con precio de las acciones y valor del dólar al 05.11.21 e incluyendo aquellos títulos de la filial Global Mining.

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.

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 probable es que sucediese lo mismo con las otras obligaciones). En caso de mantenerse en el tiempo la reciente reducción reciente de los índices de cobertura (sin que la venta de acciones de la serie B de SQM haya significado una reducción de los pasivos financieros), que conlleve a una caída de activos libres de garantía y gravámenes, disponible para entregar como caución, podría conllevar a una baja el *rating* de los bonos.

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 (en caso que los flujos de dividendos sean insuficientes para hacer frente a la totalidad de las amortizaciones) se pague con una operación de refinanciamiento. 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**. Con todo, siempre está la posibilidad de enajenar parte de las acciones en poder de la compañía. 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 2020

A diciembre de 2020, el emisor finalizó con activos por US\$ 1.982 millones lo que implicó un incremento de 8% respecto a 2019, en donde el 63,2% correspondió a acciones de SQM, registradas como "inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación" (67,7% en 2018).

El pasivo financiero de la sociedad sumó US\$ 637 millones, decreciendo en un 6,1% en relación con el año 2019 y representando el 32,1% de los activos (37% en 2019). Por su parte, el patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora aumentó desde US\$ 1.153 millones a US\$ 1.337 millones.

En cuanto a los flujos de ingresos anuales, los principales correspondieron a US\$ 53 millones por concepto de dividendos (US\$ 80,4 millones en 2019), habiendo pagado por intereses y reparto de utilidades US\$ 38,5 millones y US\$ 3,8 millones, respectivamente (US\$ 45,7 millones y US\$ 17,7 millones en 2019).

Resultados a septiembre de 2021

A septiembre de 2021 los activos totales alcanzaron US\$2.179 millones, lo que representa un incremento de 9,9% respecto a los valores de diciembre de 2020. Los pasivos financieros, por su parte, alcanzaron US\$674 millones, lo que representa un aumento de 5,7% respecto a lo registrado en diciembre de 2020.

En cuanto a los flujos, durante los primeros tres trimestres de 2021 los dividendos recibidos alcanzaron US\$ 35 millones (US\$28 durante el mismo período de 2020), en tanto que los intereses pagados totalizaron US\$24 millones (US\$ 25 millones en 2020).

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 En Observación

Corresponde a aquella clasificación cuyos emisores están expuestos a situaciones particulares que podrían afectar positiva o negativamente la clasificación de riesgo asignada. También, cuando los emisores están bajo situaciones cuyos efectos no se pueden prever en forma razonable a la fecha de clasificación.

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 2021, **Pampa Calichera** mantenía el siguiente número de acciones de SQM:

	N° Acciones	% SQM
Serie A	53.787.770	18,83%
Serie B	5.612.347	1,96%

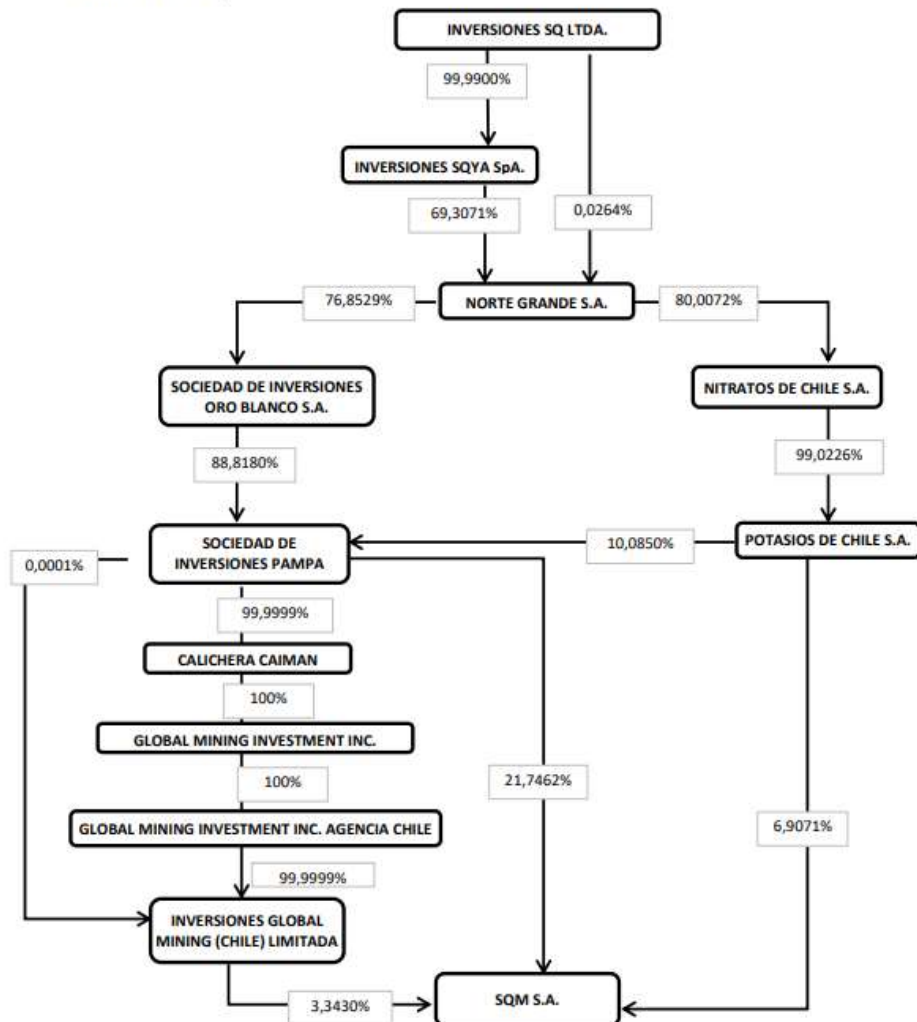
Con posterioridad, según lo informado a esta clasificadora, habría disminuido el número de acciones serie B por parte de **Calichera**, lo cual significó la caída de los índices de cobertura ya señalados.

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 2021, se presentan a continuación:

Accionista	N° Acciones	Participación
Sociedad de Inversiones Oro Blanco	2.288.495.030	88,82%
Potasios de Chile S.A.	259.851.839	10,09%
Larraín Vial Corredores de Bolsa	7.285.586	0,28%

Estructura de Propiedad



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 ocho años, evidenciándose que, a partir del segundo trimestre de 2020, el precio de los títulos de la compañía exhibe una

tendencia creciente, siendo las más recientes observaciones las que presentan el valor máximo para todo el período analizado.

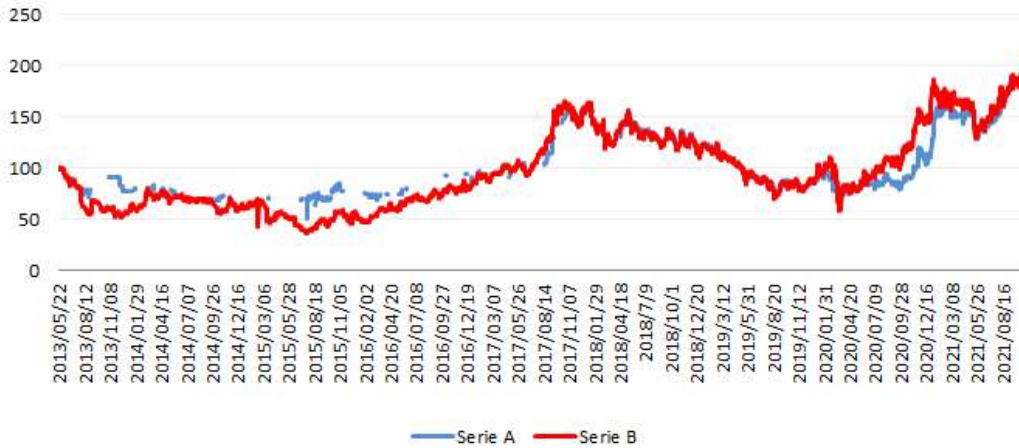


Ilustración 1

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	-21,5%	-37,4%
En diez días	-31,1%	-41,8%
En 20 días	-29,8%	-45,0%
En 60 días	-27,5%	-44,3%
En 180 días	-45,6%	-46,6%
En 360 días	-48,7%	-55,1%

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.

Cobertura respaldo acciones SQM

Como se mencionó, la fortaleza de **Pampa Calichera** radica 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 a inicios de noviembre de 2021. Se asume que las acciones prendadas corresponden al doble de la deuda del bono.⁴

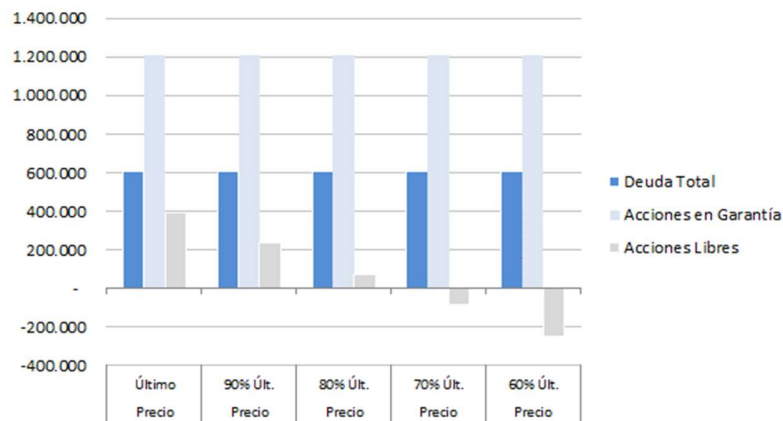


Ilustración 2
Deuda Total, Acciones en Garantía y Acciones Libres
(US\$ Mils)

Del cuadro anterior, bajo los criterios de **Humphreys**, se aprecia que las acciones SQM podrían experimentar reducciones de más de 20% 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.

En el gráfico siguiente 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 ocho 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.

⁴ 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.

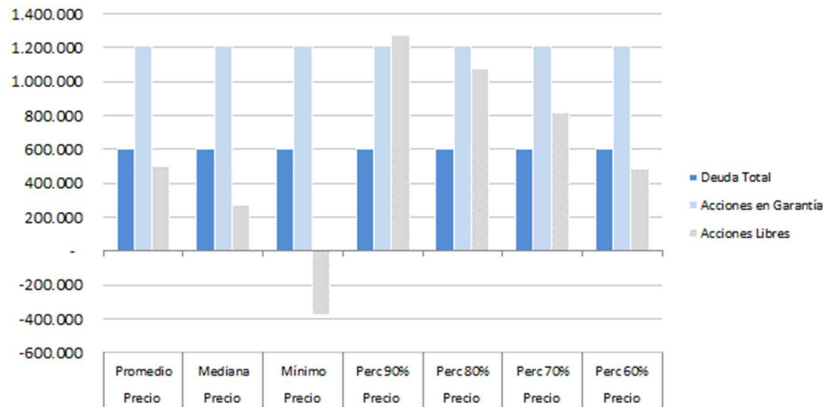


Ilustración 3
Deuda Total, Acciones en Garantía y Acciones Libre
En función del precio promedio de ocho años
 (US\$ Miles)

Con todo, cabe precisar que dentro de los últimos ocho 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. Con todo, como se mencionó anteriormente, en el último año se ha registrado un incremento relevante del valor de las acciones subyacentes.

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 2021 los flujos tanto por concepto de dividendos recibidos, como por efectivo de la operación, muestran valores superiores a los registrados en 2020 (influido parcialmente por impuestos a las ganancias reembolsados).

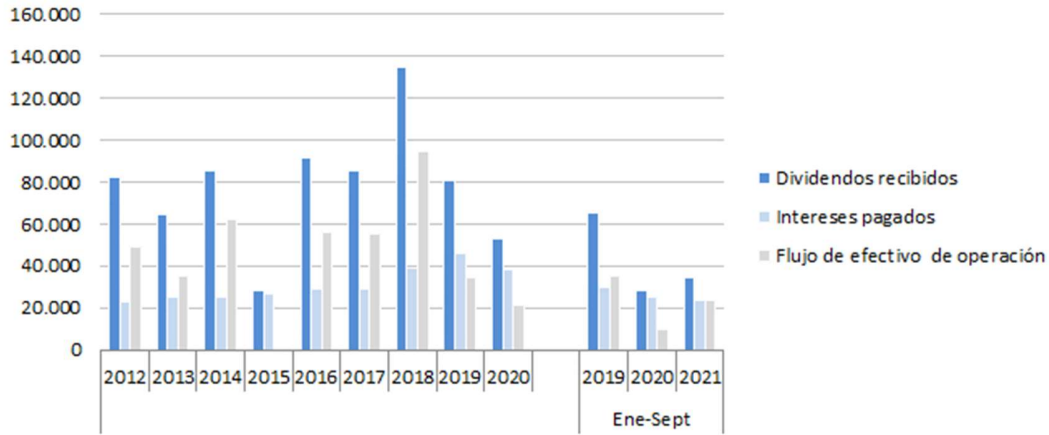


Ilustración 4
Liquidez
(US\$ Miles)

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:

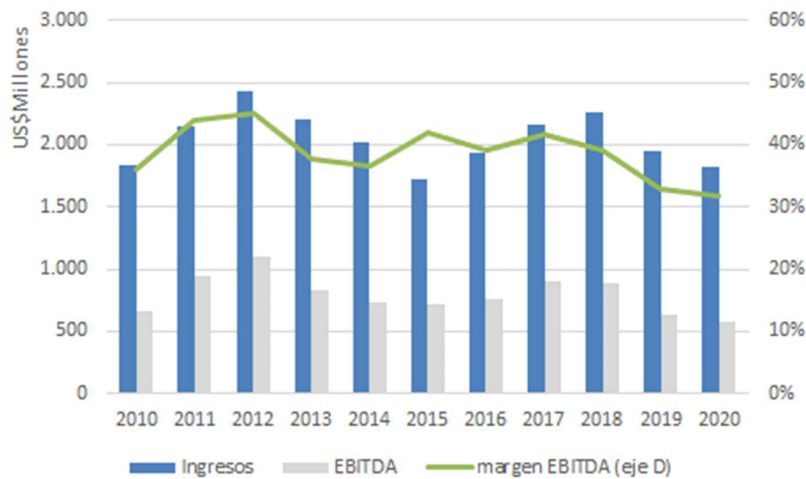


Ilustración 5
SOQUIMICH
Evolución Ingresos y EBITDA
US\$ Miles. 2010 –2020



Ilustración 6
Evolución de los Márgenes
2009 – junio 2021

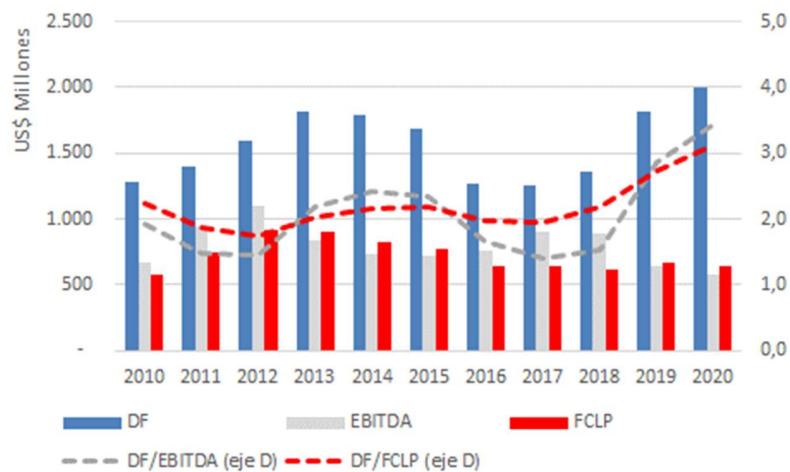


Ilustración 7
Evolución del Endeudamiento
2010-2020. US\$ Miles y Número de veces

Bonos

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

Características de la línea de bonos	
Nº de inscripción	896
Fecha de inscripción	28 de junio de 2018
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:

Covenant	Valor	Mínimo
Valor acciones sobre insoluto más intereses devengados	Menor a 2,02 veces	1,7
Carta de crédito stand-by	Banco AA- o sup.	Cubre interés
Activos mínimos	- Representen no menos del 35,7% de las acciones SQM-A (incluyendo sociedades que conforman Cadena de Control)	
	- Elegir a lo menos tres directores (junto a otras relacionadas que conforman la Cadena de Control)	

“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.”