

Por sostenida caída del valor de acciones en prenda

Humphreys reduce clasificación de bonos de Pampa Calichera a "Categoría A"

Santiago, 03 de enero de 2020. **Humphreys** decidió reducir la clasificación de los bonos de la **Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A. (Pampa Calichera o Calichera)** a "Categoría A", con tendencia "Desfavorable".

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 2019, el valor de mercado de los títulos de capital emitidos por SQM, en poder de **Pampa Calichera**, ascendían a US\$ 2.484¹ millones y la deuda financiera era del orden de los US\$ 773 millones.² 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).

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, puede 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* reduce sustancialmente el riesgo del pago de los intereses.

En los 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.

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, dadas 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 29 de noviembre de 2019, **Pampa Calichera** dispone de acciones de

¹ Con precio de las acciones y valor del dólar al 29.11.19 e incluyendo aquellos títulos de la filial Global Mining

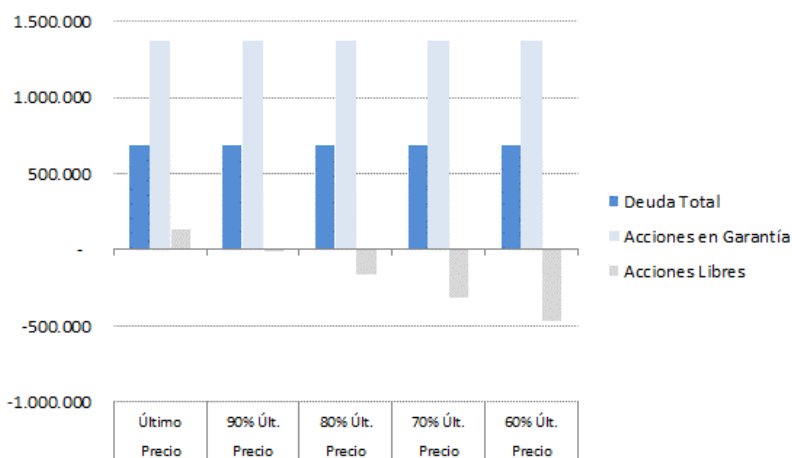
² No obstante, con fecha 24 de octubre, la compañía informó del recate anticipado de los bonos emitidos por la sociedad en los mercados internacionales, por lo cual la deuda se redujo en US\$ 110,6 millones.

SQM libres de garantías y gravámenes por un valor en torno a los US\$ 107 millones, lo cual disminuye sustancialmente el riesgo de refinanciamiento.

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 probable 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.

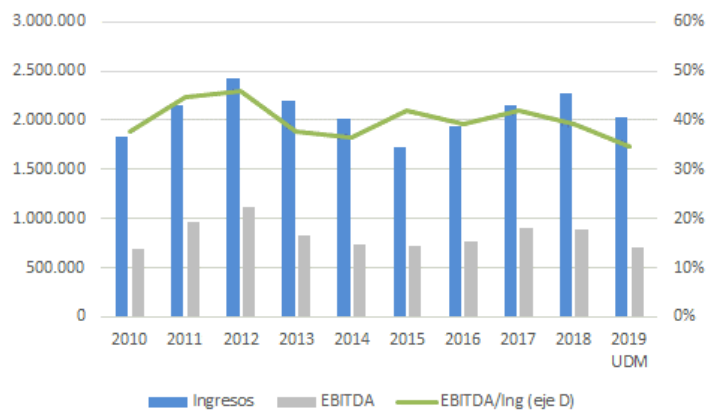
Otro riesgo, dice relación con las características de **Pampa Calichera** y las costumbres financieras del mercado, lo cual permite presumir que parte de las amortizaciones (incluso el total) se pague con una operación de refinanciamiento (incluso es factible suponer que lo anterior corresponda al diseño 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.

Deuda Total, Acciones en Garantía y Acciones Libre
En función del último precio
(US\$ Miles)

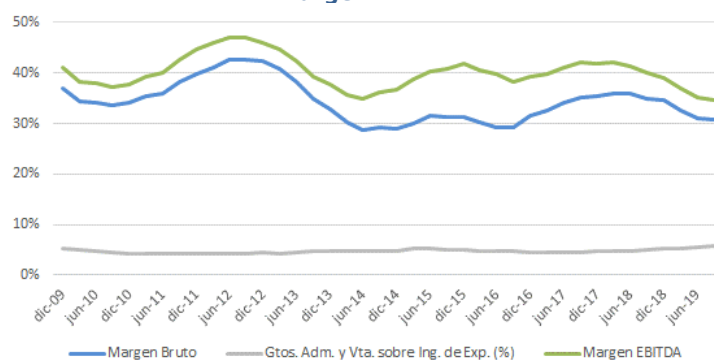


Adicionalmente, dada la importancia de Soquimich en el valor de los activos de **Pampa Calichera**, se presentan a continuación tres gráficos, en los cuales se aprecia la evolución de la compañía en términos de venta, márgenes y endeudamiento.

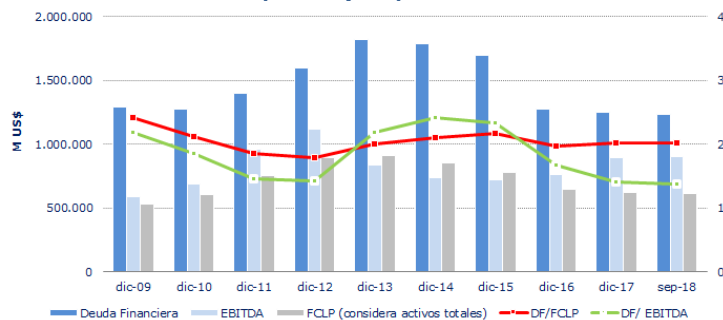
Ingresos Actividades Ordinarias, EBITDA y EBITDA/Ingresos



Margen Bruto, GAV/Ingresos y Margen EBITDA



Deuda Financiera, EBITDA, FCLP DF/FCLP y DF/EBITDA



La **Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A.**, 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 la Sociedad Química Minera de Chile S.A.

Resumen instrumentos clasificados:

Tipo de Instrumento	Nemotécnico	Clasificación
Línea de bonos		A
Bonos	BCALI-A	A

Contacto en **Humphreys**:

Carlos García B.

Teléfono: 56 - 22433 5200

E-mail: carlos.garcia@humphreys.cl



<http://twitter.com/HumphreysChile>

[Clasificadora de Riesgo Humphreys](#)

Isidora Goyenechea 3621 – Piso 16º – Las Condes, Santiago - Chile

Fono (56) 22433 52 00 / Fax (56) 22433 52 01

<http://www.humphreys.cl>

Para ser eliminado de nuestra lista de direcciones, envíenos un correo a ratings@humphreys.cl con el asunto "eliminar de la lista".