



Razón reseña:  
**Primera Clasificación del  
Emisor y sus valores**

Analista  
Carlos García B.

Tel. (56) 22433 5200  
carlos.garcia@humphreys.cl

## Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A.

Mayo 2018

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	A+
Tendencia	Estable
Otros Instrumentos	No hay
EEFF base	31 de diciembre de 2017

Características de la línea de bonos en proceso de inscripción	
Plazo	15 años
Monto máximo	UF 5.300.000
Moneda de emisión	Pesos o Unidades de Fomento
Uso de fondos	Refinanciamiento de pasivos, capital de trabajo y/o financiamiento de inversiones, y podrá también destinarse al pago de comisiones y gastos asociados a cada emisión con cargo a la línea

Covenants de la línea de bonos en proceso de inscripción		
	Valor	Mínimo
Valor acciones sobre insoluto más intereses devengados	< a 2,0 veces	1,7
Carta de crédito stand-by	Banco AA- o superior	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>	

Estado de resultados consolidado IFRS					
MUS\$ corrientes	2013	2014	2015	2016	2017
Ingresos de actividades ordinarias	2.203.140	2.014.214	1.728.332	1.939.322	2.157.323
Costos de venta	1.481.690	1.431.242	1.185.583	1.328.285	1.394.822
Gastos de administración	105.189	96.532	86.830	88.436	101.171
Otros	35.928	-28.628	-94.500	-74.271	-43.268
<b>Resultado Operacional</b>	<b>652.189</b>	<b>457.812</b>	<b>361.419</b>	<b>448.330</b>	<b>618.062</b>
Costos financieros	45.912	47.231	58.283	46.948	36.625
<b>Resultado Integral Total</b>	<b>484.779</b>	<b>300.967</b>	<b>210.485</b>	<b>282.472</b>	<b>423.469</b>
Dividendos Recibidos	64.627	85.507	28.301	91.641	85.476

Estado de situación financiera consolidado IFRS					
MUS\$ corrientes	2013	2014	2015	2016	2017
Activos corrientes	363.077	376.802	441.182	470.807	589.222
Activos no corrientes	1.042.490	998.397	1.027.128	1.005.445	991.486
<b>Total Activos</b>	<b>1.405.567</b>	<b>1.375.199</b>	<b>1.468.310</b>	<b>1.476.252</b>	<b>1.580.708</b>
Pasivos corrientes	64.582	22.442	25.535	163.281	68.588
Pasivos no corrientes	388.104	389.711	458.170	294.586	435.984
<b>Total Pasivos</b>	<b>452.686</b>	<b>412.153</b>	<b>483.705</b>	<b>457.867</b>	<b>504.572</b>
Patrimonio	952.881	963.046	984.605	1.018.385	1.076.136
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>1.405.567</b>	<b>1.375.199</b>	<b>1.468.310</b>	<b>1.476.252</b>	<b>1.580.708</b>
Deuda Financiera	414.445	393.388	469.698	450.289	496.124
Valor Mercado Acciones SQM (31.12)	1.981.016	1.580.069	1.510.815	1.884.146	3.516.097

## 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 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).

La presente clasificación se enmarca en la inscripción de una línea de bonos por un máximo de cinco millones trescientas mil unidades de fomento, sea que se trate de emisiones en pesos nominales o en unidades de fomento. Los bonos emitidos con cargo a la línea dispondrán de acciones de SQM, series A o B, como prendas comerciales con una relación de dos a uno sobre el saldo insoluto de los títulos de deuda más los intereses devengados. Además, la operación incluirá una carta de crédito *Stand-by* equivalente al mayor valor de las dos cuotas de pago de intereses pagaderas en el año calendario, emitidas por un banco con clasificación de riesgo igual o superior a categoría AA-.

Durante el año 2017 **Calichera** tuvo una utilidad de US\$ 82 millones, percibiendo dividendos por US\$ 85 millones. A la misma fecha sus obligaciones financieras ascendían a US\$ 496 millones y el valor bursátil de sus acciones era de aproximadamente US\$ 3.513 millones.

La principal fortaleza de la compañía que sirve como fundamento para la calificación de su línea de bonos en "Categoría A+", es consecuencia directa del elevado valor económico de los principales activos de la sociedad, acciones de SQM, en relación con el monto de todas sus deuda financiera, incluyendo las obligaciones que se generaría por el uso de la referida línea. Además, para la asignación de la categoría de riesgo, se ha considerado la adecuada solvencia de Soquimich, calificada en categoría AA- por **Humphreys**, y el hecho que sus títulos accionarios cuentan con mercado secundario, lo que facilita la valorización de los mismos (la serie B presenta una presencia bursátil de 100% y para la serie A se tiene un contrato de *Market Maker*).

En efecto, según información disponible al 30 de abril del año en curso, el valor de mercado de los títulos de capital emitidos por SQM, en poder de **Pampa Calichera**, ascendían a US\$ 3.570<sup>1</sup> millones y la deuda financiera era del orden de los US\$ 494 millones. Esta significativa diferencia permitiría caídas abruptas en el precio de las acciones SQM y, así y todo, que el emisor mantuviese un sólido patrimonio económico. La emisión de bonos con cargos a la línea, por un máximo de aproximadamente US\$ 236 millones, no afectaría esta fortaleza, considerando que los recursos captados en la colocación se podrían destinar al refinamiento de pasivos y/o al financiamiento de inversiones.

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 abril, **Pampa Calichera** dispone de acciones de SQM libres de garantías y gravámenes por un valor en torno a los US\$ 2.400 millones, lo cual disminuye sustancialmente el riesgo de refinanciamiento. Con la colocación de los bonos, esta cifra podría disminuir a aproximadamente US\$ 1.900 millones.

En el caso particular de los bonos a emitir (situación que es extrapolable a los restantes pasivos financieros), los títulos, como se mencionó anteriormente, mantienen como garantías 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 carta de crédito *Stand-by* reduce 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).

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.

<sup>1</sup> Con precio de las acciones y valor del dólar al 30.04.18 e incluyendo aquellos título de la filial Global Mining

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 refinaciamiento (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 refinaciamiento, 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 prender en favor de los acreedores, menores serán los riesgos de refinaciamiento, 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*)

## 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.

"+": Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

### Tendencia Estable

Corresponde a aquella clasificación que cuenta con una alta probabilidad que no presente variaciones a futuro.

## Hechos recientes

### Estados financieros a diciembre de 2017

A diciembre de 2017, el emisor finalizó con activos por US\$ 1.580 millones lo que implicó un crecimiento del 7,1% respecto a 2016, en donde el 62,3% correspondió a acciones de SQM, registradas como "inversiones contabilizadas utilizando el método de la participación" (67,6% en 2016).

El pasivo financiero de la sociedad sumó US\$ 496 millones, creciendo 10,2% en relación con el año 2016 y representando el 31,4% de los activos (30,5% en 2016). Por su parte, el patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora aumentó desde US\$ 1.018 millones a US\$ 1.076 millones.

En cuanto a los flujos de ingresos anuales, los principales correspondieron a US\$ 85 millones por concepto de dividendos (US\$ 91 millones en 2016), habiendo pagado por intereses y reparto de utilidades US\$ 28 millones y US\$ 23 millones, respectivamente (US\$ 28 millones y US\$19 millones en 2016).

## 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 abril de 2018, **Pampa Calichera** mantenía el siguiente número de acciones de SQM:

	NºAcciones	% SQM
Serie A (directa)	44.894.152	17,06%
Serie A (filial)	8.798.539	3,34%
Serie B (directa)	10.309.719	3,92%

### Propiedad y administración

El controlador final de **Pampa Calichera** es el señor Julio Ponce Lerou, mediante empresas intermedias. La estructura societaria de la firma, a diciembre de 2017, se presenta a continuación:

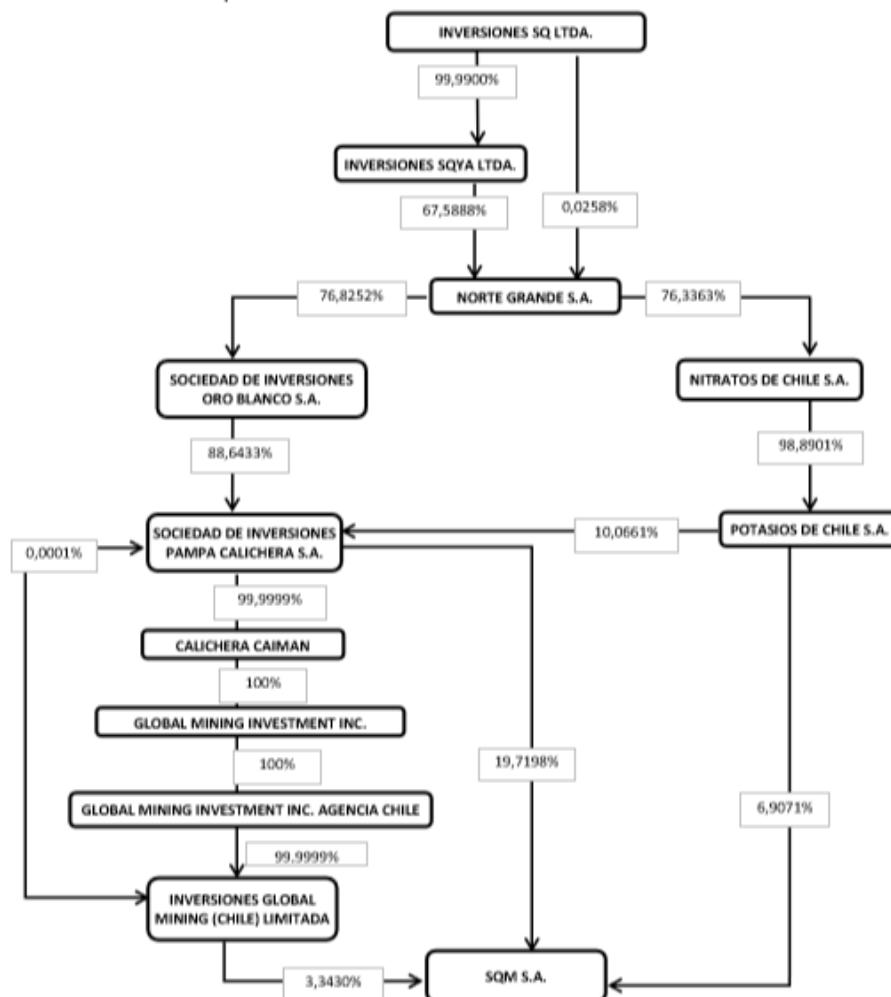
Accionista	Acciones	Participación
Sociedad de Inversiones Oro Blanco	1.716.897.558	88,64%
Potasios de Chile S.A.	194.966.704	10,07%
Tanner Corredores de Bolsa	4.284.074	0,22%

A continuación se presenta el Directorio de la sociedad emisora:

Nombre	Cargo
Rafael Guilisasti Gana	Presidente
Cristián Leay Moran	Director
Alejandro Ponce Pinochet	Director
Francisca Ponce Pinochet	Director
Patricio Contesse Fica	Director
Daniela Ponce Pinochet	Director
Andrés Nieme Balandá	Director

La administración de la sociedad está a cargo de su gerente general, señor Ricardo Moreno M.

## Estructura del Grupo



## Indicadores financieros Pampa Calichera

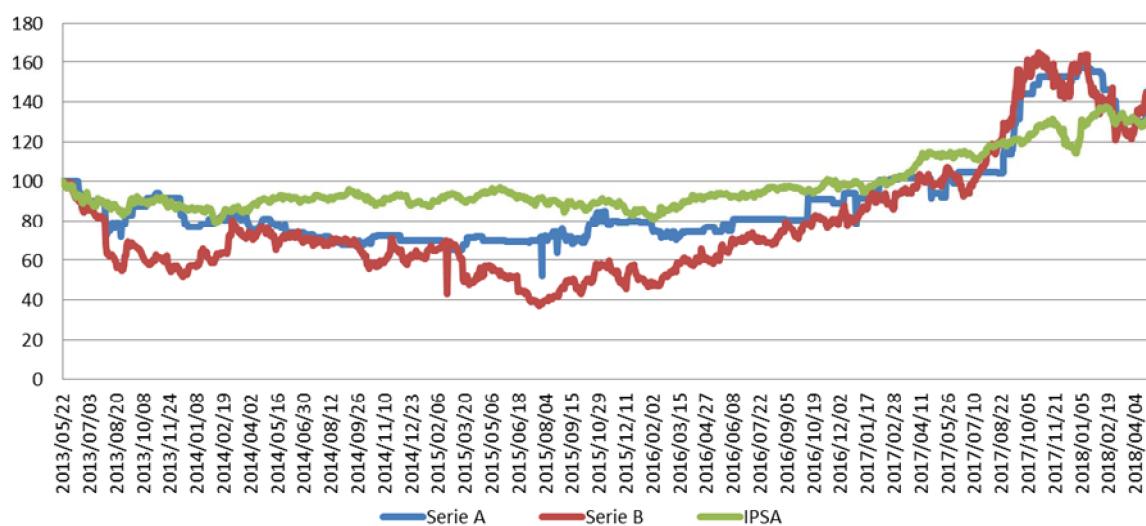


### Evolución y volatilidad de precios de activos

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 cinco años en relación con Índice de Precio Selectivo de Acciones (IPSA), evidenciándose que los títulos la compañía exhiben una mayor volatilidad que el índice accionario.

**Evolución Precios  
(base 100)**



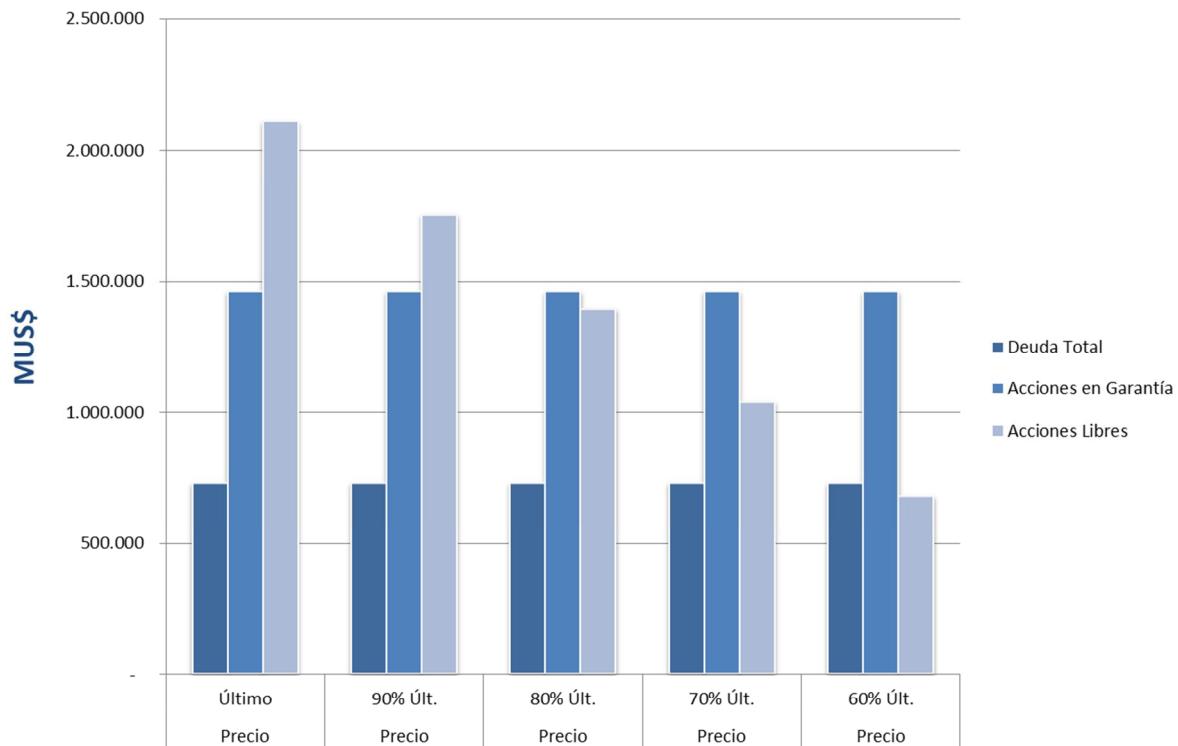
El comportamiento volátil de las acciones de SQM queda reflejado, además, al contabilizar las máximas caídas de precio en distintos períodos de tiempo, tal como se muestra a continuación:

Max caída de precio	Variación serie A	Variación Serie B
En un día	-27,3%	-38,3%
En tres días	-25,0%	-37,4%
En diez días	-25,0%	-34,8%
En 20 días	-24,5%	-34,3%
En 60 días	-27,9%	-44,3%
En 180 días	-27,7%	-42,4%
En 360 días	-35,8%	-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. Con todo, cabe señalar, que dada la situación actual de **Pampa Calichera**, en cuanto a activos y deuda financiera, el emisor podría soportar las distintas variaciones mostradas en el cuadro anterior.

## Cobertura respaldo acciones SQM

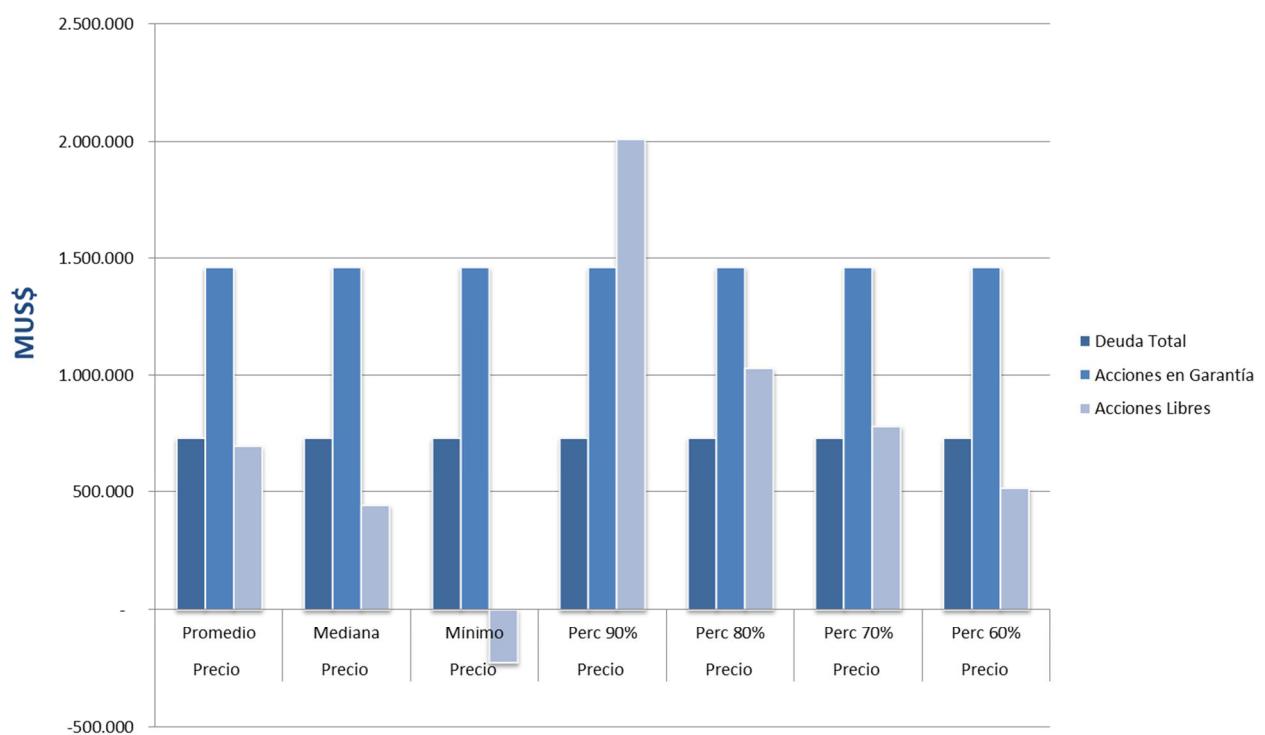
Como se mencionó, la fortaleza de **Pampa Calichera** radica en el valor de mercado de sus activos relevantes, acciones SQM, lo cual depende, asumiendo constante el número de títulos, del precio de mercado de los instrumentos. Dado lo anterior, es relevante observar los cambios en el nivel de cobertura 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 al 30 de abril de 2018 (la cifras están en miles de dólares y asume, muy conservadoramente, que la deuda por la emisión de bonos no tiene como contrapartida más acciones y/o reemplazo de pasivos).



Del cuadro anterior, bajo los criterios de **Humphreys**, se aprecia que las acciones SQM podrían experimentar reducciones de hasta 40% y mantenerse niveles de cobertura más que aceptable, sin que por ello se deduzca que, de ocurrir tales variaciones, en particular la de mayor envergadura, se mantenga la actual clasificación de

los bonos. En todo caso, en los hechos la situación debiese ser más favorable, ya que los recursos captados por la emisión de los bonos, en gran proporción, debiesen utilizarse en prepago de deuda y/o compra de acciones SQM. 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.

Sin perjuicio de lo anterior, la fortaleza anterior de debilita si se toma como referencia el comportamiento del precio de las acciones SQM en los últimos cinco años, tal como se exhibe el siguiente gráfico:



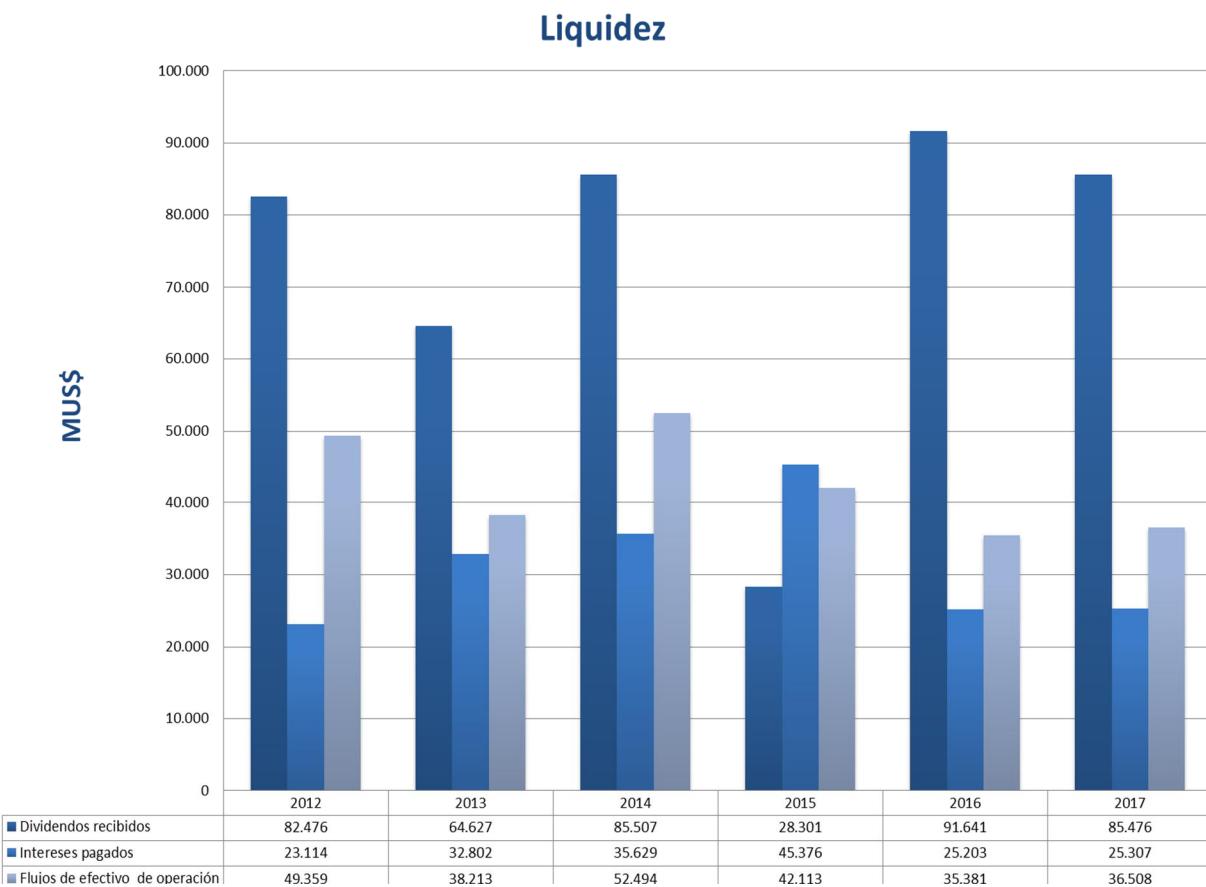
Del gráfico anterior, se desprende que para que **Pampa Calichera** mantenga una elevada fortaleza, compatible con la actual clasificación de los bonos, según criterios **Humphreys**, se requiere que el precio de la acción fluctúe por sobre el percentil 70% de los últimos cinco años. Por otra parte, sólo si alcanza el precio mínimo de las acciones SQM (últimos cinco año) no se cumpliría con un ratio garantía-deuda de 2:1; no obstante, no se produciría la aceleración de las deudas por cuanto el valor de la caución superaría las 1,7 veces el saldo insoluto de los pasivos financieros más intereses devengados.

Con todo, cabe precisar que dentro de los últimos cinco 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"; 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. Otros elementos que

atenúan el análisis son no asumir que la emisión de bonos, al menos en parte, se destina a prepagar pasivos y/o comprar acciones y el hecho que el precio de las acciones no se corrige por inflación.

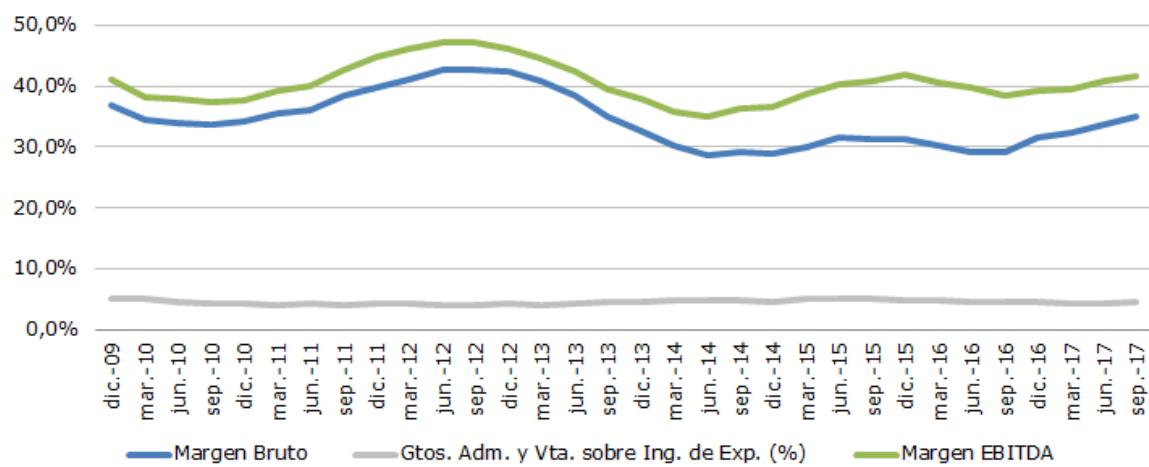
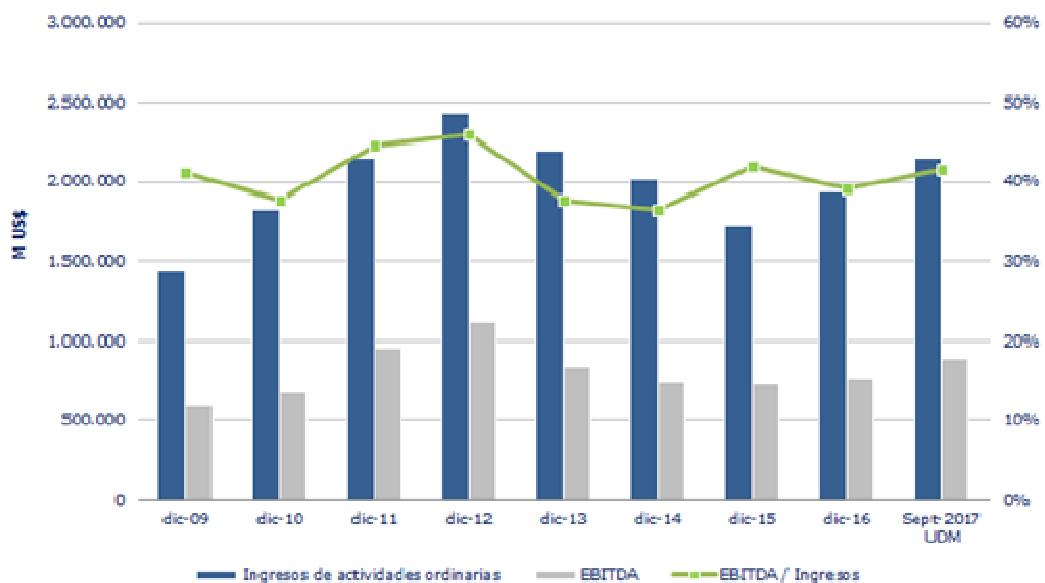
## Liquidez

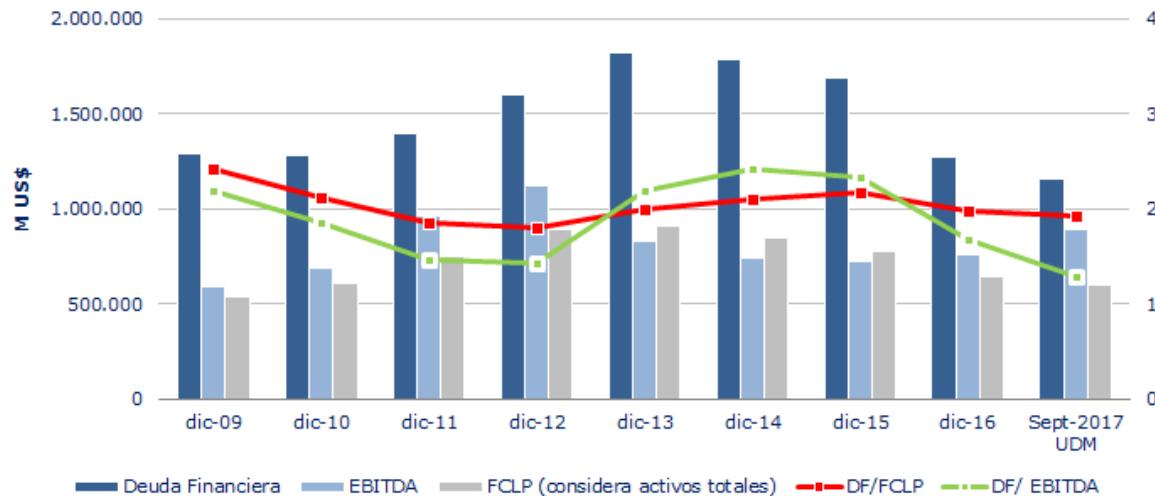
La estructura de financiamiento de **Pampa Calichera**, de acuerdo con lo observado en su comportamiento pasado, implica el refinanciamiento recurrente de los pasivos y el pago anual de sus intereses, para lo cual requiere de una liquidez mínima provista por el recibo de dividendos por su posición accionaria 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 flujos de efectivo netos procedentes de (utilizados en) actividades de operación, ello según el Estado de Flujo de Efectivo.



## 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:





"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".