

INFORME DE CLASIFICACION

**SOCIEDAD DE INVERSIONES
PAMAPA CALICHERA S.A.**

OCTUBRE 2013

ACCIONES SERIES A,B

RESEÑA ANUAL DESDE ENVÍO ANTERIOR / CAMBIO DE CLASIFICACIÓN
CLASIFICACION ASIGNADA EL 30.09.13
ESTADOS FINANCIEROS REFERIDOS AL 30.06.13

	Abr. 2013	Oct. 2013
Solvencia	BBB	BB+
Perspectivas	Estables	Estables

* Detalle de clasificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes*

	2010	2011	2012
Ebitda (en US\$ MM)	48	68	78
Utilidad / Activos	15,36%	10,09%	9,48%
Rentabilidad patrimonial	24,67%	15,06%	14,34%
Liquidez corriente	0,6	1,5	2,5
Endeudamiento total	0,6	0,5	0,5
Ebitda / gastos financieros	1,6	2,5	2,7
Deuda Neta / Ebitda	6,3	4,1	3,6
FCNO / intereses	4,5	3,1	3,1
Deuda Norte Grande (en US\$ MM)	514	844	1.022
Deuda Norte Grande / Ebitda Norte Grande	10,1	9,3	9,4

*Estados financieros bajo IFRS. Ebitda: resultado operacional + dividendos recibidos

Fundamentos

La baja en la clasificación asignada a la solvencia de Calichera obedece, fundamentalmente, al deterioro experimentado en la posición financiera del Grupo de empresas relacionadas al cual pertenece y cuya cabecera es Norte Grande S.A. Lo anterior, como consecuencia del incremento en el nivel de endeudamiento del Grupo en un escenario de un menor flujo de dividendos proyectados a percibir de SQM, derivados de la coyuntura internacional e incertidumbre generada en el mercado del potasio, cuyos efectos podrían prolongarse en el tiempo.

Adicionalmente, la acción de clasificación considera un menor grado de potencial soporte financiero por parte de los accionistas de la compañía. Lo anterior, refleja la opinión de Feller Rate en orden a que los conflictos evidenciados entre el controlador y los minoritarios pueden entorpecer y dilatar decisiones clave del Grupo, como sería el caso de una eventual reducción de deuda a través de un aumento de capital.

La baja en la clasificación de las acciones a "Segunda Clase", en tanto, responde al ajuste en la clasificación de la solvencia, a la cual se encuentra estrechamente ligada.

Calichera forma parte una estructura corporativa tipo "cascada" que dispone de un endeudamiento muy elevado respecto a la capacidad de generación de flujos de su activo subyacente, en conjunto con contratos de deudas suscritos por las sociedades que la componen y que contienen cláusulas de *cross default* que comprometen a todas las sociedades, incluyendo a Calichera.

La obtención de flujos de caja para servir deudas, cubrir gastos, financiar inversiones y repartos hacia sus accionistas tanto de Calichera como de la sociedad relacionada Potasios proviene exclusivamente de la capacidad de distribución de dividendos de SQM. Los acontecimientos recientes en el mercado internacional del potasio, reflejados también en un importante descenso de los precios de las acciones de productores internacionales, incluyendo a SQM, permiten proyectar una eventual disminución en los resultados de SQM y, por ende, en la distribución de dividendos.

En consecuencia, las estimaciones de Feller Rate incorporan un debilitamiento de los índices crediticios respecto de rangos históricos, con un ratio entre la deuda neta sobre la generación de Ebitda, medido como dividendos netos de gastos, que alcanzaría las 4,1x en Calichera y las 13,6x para el Grupo.

La fuerte caída en el precio de las acciones deterioró las relaciones de cobertura de las garantías de las deudas. Sin embargo, todas las sociedades mencionadas, excepto Potasios, mantienen una relativa holgura que les permite soportar caídas adicionales al piso alcanzado a fines de agosto de 2013. Con todo, su restringida flexibilidad financiera afecta en forma indirecta al resto de las sociedades de la cascada.

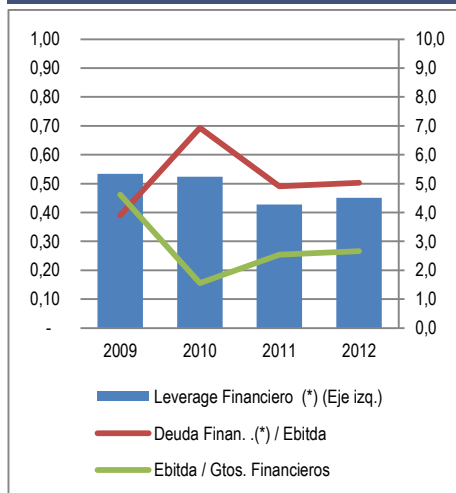
Perspectivas: Estables

Las perspectivas "Estables" están sustentadas, esencialmente, en la mantención de la posición de liquidez actual de Calichera, que comprende recursos en efectivo, equivalentes a cerca de US\$ 210 millones. Ello, en la medida que los recursos en efectivo le otorguen un soporte al Grupo para enfrentar el vencimiento de deuda de 2014. Adicionalmente, se considera el potencial soporte de liquidez aportado por las acciones Serie B libres de gravámenes.

Cabe señalar que la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) se encuentra investigando las operaciones de compra y venta de acciones entre las sociedades del Grupo, con objeto de determinar si éstas se ajustan a la normativa vigente. En este contexto, el pasado 6 de septiembre, la SVS formuló cargos al presidente del directorio y controlador de las sociedades pertenecientes al Grupo, bajo la presunción que las operaciones de compra y venta de acciones entre empresas relacionadas al controlador y las propias Sociedades Cascada darían cuenta de prácticas en contra del interés social de las sociedades.

Si bien los cargos no constituyen por sí mismos infracciones, con su formulación se da inicio a un proceso administrativo sancionatorio, a cuya evolución Feller Rate se mantendrá atento. Se considerará relevante para la evolución de la clasificaciones los alcances e implicancias que se desprendan del proceso investigativo.

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



FACTORES SUBYACENTES A LA CLASIFICACION

Fortalezas

- Calidad crediticia y fuerte perfil de negocios de SQM, clasificada en "AA-/ Estables" por Feller Rate.
- Pacto de accionistas le permite controlar SQM.
- Posición actual de liquidez, con relevantes recursos disponibles en caja y acciones serie B de SQM libres de gravámenes.

Riesgos

- Alta concentración de portfolio de activos y variabilidad de la utilidad de SQM.
- Elevado endeudamiento y *cross default* de deudas con sociedad relacionadas al Grupo
- Vencimiento de deuda relevante en 2014 aunque abordable.
- Conflictos con minoritarios podrían dilatar o entorpecer decisiones claves.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

PERFIL DE NEGOCIOS MODERADO

Baja diversificación de su portfolio de activos mitigada por la calidad crediticia de SQM

La obtención de flujos de caja para servir deudas, financiar inversiones y repartos hacia sus accionistas proviene exclusivamente de la capacidad de distribución de dividendos de Sociedad Química y Minera de Chile (SQM), cuya política de dividendos contempla el reparto del 50% de las utilidades. Actualmente, la inversión de Pampa Calichera en SQM alcanzaba, directa e indirectamente al 23,11% de su capital accionario. En consecuencia, la generación de flujos de la empresa está expuesta a la variabilidad de la utilidad de SQM, que a su vez, enfrenta un considerable grado de volatilidad inherente a la condición de *comodities* de sus principales líneas de negocios.

SQM presenta un fuerte perfil de negocios sustentando en sus posiciones de liderazgo en la producción y comercialización de nutrientes vegetales de especialidad (NVE), yodo y litio. Además presenta una relativamente conservadora estructura financiera con un bajo nivel de endeudamiento, medido sobre su generación de flujos, y holgadas coberturas de gastos financieros. Los factores antes mencionados, se reflejan en una clasificación “AA- / Estables” asignada por Feller Rate, mientras que Standard & Poor’s le otorgó una clasificación “BBB / Estables” en escala global.

Los acontecimientos recientes en el mercado internacional del potasio, permiten proyectar una eventual disminución en los resultados de SQM y, por ende, en la distribución de dividendos.

Pacto de accionistas le permite mantener el control de SQM

El Grupo posee actualmente un 30,02% de las acciones de SQM. La entidad conformó un pacto de actuación conjunta con el grupo japonés, Kowa, que le permite controlar la propiedad y elegir 4 de los 8 directores.

Cabe señalar que los estatutos societarios de SQM limitan los derechos de voto de un accionista a un máximo de 32% de las acciones totales y de 37,5% en cada una de sus Series A y B. Los accionistas de la Serie A eligen a 7 de los 8 directores de la empresa. En un caso de empate en una votación para elegir al Presidente del Directorio, se dirime excluyendo al director elegido por la Serie B.

En relación a las votaciones para definir acuerdos del Directorio, en caso de empate, la decisión recae en el voto de quien presida la reunión, función que corresponde al Presidente del Directorio. El actual Presidente del Directorio de SQM es el Sr. Julio Ponce Lerou, quien ocupa igual cargo en Calichera y en el resto de las sociedades por sobre ella.

Características de la estructura de propiedad podrían eventualmente dificultar la toma de decisiones o implicar la pérdida del control sobre SQM.

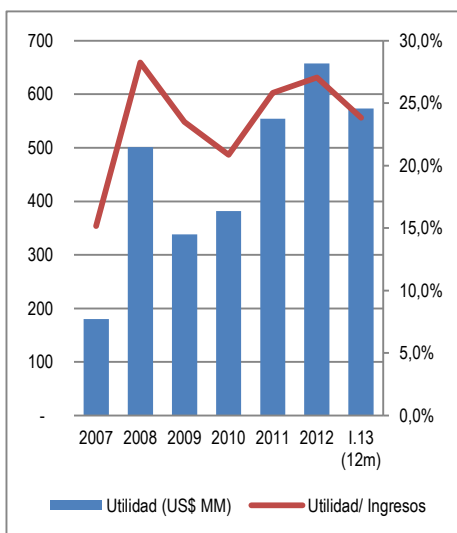
El grupo canadiense Potash Corporation of Saskatchewan Inc (PCS, clasificado en “AA- por S&P), es el principal accionista individual, alcanzando, forma directa e indirecta, un 32% de las acciones totales.

Las características de la estructura de propiedad, conformada por dos grupos de accionistas con altas participaciones (Calichera y PCS), representa una condición que eventualmente podría dificultar la implementación de decisiones estratégicas. Sin embargo, no se han producido conflictos de este tipo entre accionistas y el Grupo de empresas relacionada ha contado con el adecuado apoyo de accionistas minoritarios, como el grupo japonés Kowa Co., con la cual posee un acuerdo de actuación conjunta en la elección de directores, manteniendo así el control sobre las decisiones estratégicas.

Propiedad

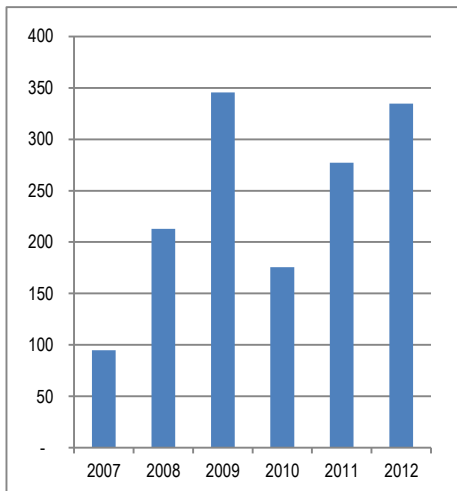
El accionista controlador de Pampa Calichera corresponde a Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A., con un 88,62% de la propiedad. Por su parte, Oro Blanco es controlada por Norte Grande S.A. y esta, a su vez, por Inversiones SQYA S.A. En esta última sociedad participa el Sr. Julio Ponce Lerou en un 100%, a través de Inversiones SQYA S.A.

SQM :Evolución de la utilidad



SQM : dividendos pagados

Millones de dólares



Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

Perfil de amortizaciones del Grupo

Al 22 de agosto de 2013, millones de US\$

		Fecha de vencimiento	Deuda (MM US\$)
Pampa Calichera	bonos	14-02-2022	250
	bancos	31-12-2017	150
	bancos	22-03-2016	25
Total Calichera			425
Oro Blanco	bonos	15-08-2014	100
	bancos	05-04-2021	80
	bancos	05-04-2021	60
Total Oro Blanco			240
Potasios	bancos	05-04-2021	150
	bancos	07-06-2018	100
	bancos	13-09-2016	100
	bancos	09-06-2016	15
Total Potasios			365
Norte Grande	bancos	26-07-2018	145
Total Grupo			1.175

POSICION FINANCIERA AGRESIVA

Resultados: Flujos provienen exclusivamente de los dividendos de SQM

La eventual disminución de los resultados de SQM y, por ende, en los dividendos a percibir, deterioraría sus resultados e índices crediticios.

La utilidad de Calichera refleja principalmente los resultados de su inversión en SQM, gastos financieros anuales y resultados de transacciones de acciones. A junio de 2013, sus resultados reflejan, adicionalmente, los efectos de la venta de acciones de SQM,

Cabe señalar que en abril de 2012, la SVS instruyó la reemisión de los estados financieros de 2011 de Calichera así como los de las sociedades relacionadas al Grupo con el objeto de revertir los efectos de la compra y venta de acciones de SQM entre sociedades relacionadas. Esto se reflejó en una reducción de la utilidad final de Pampa Calichera desde US\$353 millones en 2011, según cifras de los estados financieros previos a la reemisión, a US\$ 118 millones.

La obtención de flujos de caja para servir deudas, cubrir gastos, financiar inversiones y repartos hacia sus accionistas tanto de Calichera como de la sociedad relacionada Potasios (6,91% en acciones de SQM;) proviene exclusivamente de la capacidad de distribución de dividendos de SQM. La política de dividendos de esta última considera repartir el 50% de sus utilidades. Los acontecimientos recientes en el mercado internacional del potasio, reflejados también en un importante descenso de los precios de las acciones de productores internacionales, incluyendo a SQM, permiten proyectar una eventual disminución en los resultados de SQM y, por ende, en la distribución de dividendos.

En consecuencia, las estimaciones de Feller Rate incorporan un debilitamiento de los índices crediticios respecto de rangos históricos, con un escenario base de recepción de dividendos de US\$ 55-58 millones en Calichera y de US\$ 75 -79 millones a nivel del Grupo (US\$ 82 millones y US\$ 106 MM en 2012, respectivamente) que, netos de gastos de administración, le otorgarían una cobertura de su carga financiera en torno a las 1,8x en el caso de la primera y de menos de 1x para el Grupo.

Endeudamiento y estructura de capital

Estructura corporativa tipo “cascada”, con un endeudamiento muy elevado respecto a la capacidad de generación de flujos.

La sociedad concentra sus actividades de inversión exclusivamente sobre acciones de SQM, siendo actualmente sus únicos activos permanentes. Asimismo, efectúa aumentos de su base patrimonial, en conjunto con movimientos con empresas relacionadas y transacciones de acciones.

Calichera forma parte una estructura corporativa tipo “cascada” que dispone de un endeudamiento muy elevado respecto a la capacidad de generación de flujos de su activo subyacente- 30,02% de las acciones de SQM -en conjunto con contratos de deudas suscritos por las sociedades que la componen y que contienen cláusulas de *cross default* que comprometen a todas las sociedades, incluyendo a Calichera.

De acuerdo a lo informado recientemente por la compañía, la deuda financiera de Calichera alcanza actualmente a US\$ 425 millones y totaliza los US\$ 1.175 millones para el Grupo, mostrando en este último un alza importante (US\$ 844 millones en 2011 y US\$ 1.022 millones en 2012). En tanto, el ratio entre la deuda neta sobre la generación de Ebitda, medido como dividendos netos de gastos, alcanzaría las 4,1x en Calichera y las 13,6x para el Grupo, con un deterioro desde las 3,6x y 9,4x en 2012, respectivamente.

En cuanto a la relación entre deuda financiera y la capitalización bursátil de las acciones de SQM, esta también muestra una caída relevante asociada principalmente a la menor valorización de SQM, alcanzando actualmente en Norte Grande al 35%, con una recuperación respecto del piso alcanzado en agosto de 2013 de un 48% aunque aún permanece distante de cifras históricas.

Solvencia	BBB
Perspectivas	Estables

**Perfil de amortizaciones
Obligaciones financieras**

Al 22 de agosto de 2013

	Acreeedor	Accione en garantía	Relación Garantía
Calichera	Deutsche Bank	SQM-A	300%
Calichera	BCI (Stand By)	SQM-A	200%
Calichera	Scotiabank	SQM-A	200%
Calichera	Credwit Suisse	SQM-B	250%
Oro Blanco	BCI (Stand By)	Calichera-A	200%
Oro Blanco	Corpbanca	Calichera-A	250%
Oro Blanco	Corpbanca	Calichera-A	250%
Potasios	Corpbanca	SQM-A	150%
Potasios	Scotiabank	SQM-A	200%
Potasios	BCI	SQM-A	150%
Potasios	Santander	Calichera-A	200%
Norte Grande	Corpbanca	Oro Blanco	200%

Flexibilidad financiera y liquidez

Buena posición de liquidez actual aunque flexibilidad financiera afectada, indirectamente, por situación de Potasios, junto con un vencimiento de deuda de Oro Blanco en 2014.

La disminución en el precio de las acciones de SQM deterioró las relaciones de cobertura de las garantías de las deudas. Sin embargo, todas las sociedades mencionadas, excepto Potasios, mantienen una relativa holgura que les permite soportar caídas adicionales al piso alcanzado a fines de agosto de 2013. Al respecto, la administración está evaluando la fusión de Calichera y Potasios.

Con todo, su restringida flexibilidad financiera afecta en forma indirecta al resto de las sociedades de la cascada.

A nivel individual, Calichera no enfrenta necesidades de refinanciamiento relevantes hasta 2017. Sin embargo, su matriz, Oro Blanco, mantiene un vencimiento de un bono bullet por US\$100 millones en agosto de 2014. Atendida la menor flexibilidad financiera del Grupo, este monto se considera significativo, aunque abordable, considerando la posición de caja (US\$210 millones a agosto de 2013) de Calichera, proveniente, principalmente, de la venta extraordinaria de acciones de SQM realizadas durante el primer semestre de 2013, a lo que se suman las acciones Serie B (4,7 millones) libres de gravámenes en cartera.

Calichera mantiene bonos vigentes por US\$ 250 millones, con un perfil de largo plazo estructurado al año 2022 mediante el pago de 5 cuotas anuales a partir del año 2018. Esta deuda está pactada a una tasa de interés fija de 7,75% anual. Los bonos están garantizados por la prenda de las acciones que mantiene Calichera de SQM (con garantía requerida de 3,0 veces el monto adeudado) y una cuenta de fondos en reserva por un monto equivalente a dos pagos semestrales de intereses. Cabe señalar que la modificación del contrato de bonos de 2012 incorporó la obligación de mantener acciones de SQM por US\$ 100 millones libres de gravámenes para ser prendadas en caso que la relación mínima de cobertura baje a menos de 3 a 1 (acciones prendadas de SQM sobre la deuda).

Clasificación de títulos accionarios

La baja en la clasificación de las acciones a “Segunda Clase”, en tanto, responde al ajuste en la clasificación de la solvencia, a la cual se encuentra estrechamente ligada.

Los accionistas controladores de Calichera corresponden a Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A., con un 88,62% de la propiedad y Potasios de Chile S.A (10,07%), ambas controladas por Norte Grande S.A. y ésta, a su vez, por Inversiones SQYA S.A. En esta última sociedad participa el Sr. Julio Ponce Lerou en un 100%, a través de Inversiones SQ S.A.

La estructura de propiedad de Calichera es altamente concentrada, lo que deriva en un *bajo free float* –que alcanza actualmente al 1,31%– evidenciando, a la vez, una caída importante en los movimientos bursátiles efectuados por parte del Grupo Controlador, particularmente de la serie A. En efecto, a julio de 2013, las acciones serie A presentan una rotación del 0,16% y una presencia ajustada del 30,36%, cifras inferiores a períodos anteriores.

Por su parte, las acciones serie B disponen de un bajo nivel transaccional, con indicadores de presencia y rotación históricamente bajos.

Respecto de la disponibilidad de información, la empresa no cuenta con una página web.

	Oct. 2010	Oct. 2011	Ago. 2012	Abril 2013	Sept. 2013
Solvencia	BBB	BBB	BBB	BBB	BB+
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Acciones Serie A	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 3	1ª Clase Nivel 4	Segunda Clase
Acciones Serie B	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	1ª Clase Nivel 4	Segunda Clase

Resumen Financiero Consolidado*

Cifras en millones de dólares

	2009	2010	2011	2012	jun-13	jun-12
Ingresos	0	0	0	0	38	0
Ebitda	104	48	68	78	53	19
Resultado Operacional	-3	-5	-4	-5	34	-1
Gastos Financieros	-23	-31	-27	-29	-13	-13
Ingresos Financieros	4	1	1	2	1	1
Resultado Neto Empresas Relacionadas	103	117	142	162	64	86
Ingresos (egresos) Netos No Operac.	188	62	4	-5	-1	-1
Dif. Cambio, Resultado de Reajuste	10	-6	4	-4	-0	-2
Utilidad (pérdida) del ejercicio	280	157	118	124	86	70
Flujo Caja Neto de la Operación (FCNO)	84	43	48	49	3	6
Mov. con Empresas Relacionadas y otras	10	-146	-182	0	60	0
Flujo Caja Operación Neto de Inversión	124	-124	-134	47	39	56
Dividendos pagados	-125	-441	-47	-35	-37	-0
Flujo Caja Op. Neto de Inv. y Dividendos	-1	-565	-181	11	1	56
Variación de capital patrimonial	26	375	239	0	0	0
Variación de deudas financieras	336	93	-128	47	0	-95
Movimientos con Empresas Relacionadas	-17	-195	158	0	-9	0
Otros movimientos de inversiones; tasa de cambio	124	-94	0	0	0	0
Flujo de caja Neto del Ejercicio	359	-386	26	58	-7	-40
Caja Final	415	29	55	113	106	15
Activos Totales	1.279	1.023	1.170	1.313	1.352	
Deuda Financiera	406	334	335	391	392	
Pasivos Totales	519	386	386	445	421	
Capital patrimonial	760	637	783	868	931	
Endeudamiento total	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	
Endeudamiento financiero	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	
Ebitda / gastos financieros	4,6	1,6	2,5	2,7	4,1	
Deuda / Ebitda	3,9	6,9	4,9	5,0		
FCNO / intereses	5,1	4,5	3,1	3,1		
FCNO / Deuda	21%	13%	14%	13%		
Ebitda / Gastos Financieros netos	5,8	1,6	2,7	2,8		
Deuda neta / Ebitda		6,3	4,1	3,6		
Indicadores Norte Grande						
Deuda Financiera Total	645	514	844	1.022	1.010	
Total Dividendos	107	53	86	106	28	
Deuda neta / Ebitda	2,2	10,1	9,3	9,4		
Ebitda / Gtos financieros	1,7	0,6	1,2	1,3		

(.Ebitda = Resultado Operacional + Dividendos percibidos.)

Características de los instrumentos

ACCIONES	Serie A	Serie B
Presencia Ajustada(1)	30,36%	1,62%
Free Float	1,31%	1,31%
Capitalización Bursátil (2)	US\$ 1.697 MM	US\$ 100 MM
Rotación(1)	0,16%	0,03%
Política de dividendos efectiva	>30%	>30%
Participación Institucionales	<1%	<1%
Directores Independientes	-	-

(1) Al 31 de julio de 2013

(2) Al 30 de septiembre de 2013

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 pública remitida a la Superintendencia de Valores y Seguros, a las bolsas de valores y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.