

Pamer S.A. (Pamer)

Factores relevantes de la calificación

Acción de calificación: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirma la calificación de Pamer S.A (en adelante Pamer o la compañía) en A+(uy) Perspectiva Estable. La misma refleja la fuerte trayectoria de Pamer, su posición de liderazgo con una sólida generación de fondos y un bajo nivel de endeudamiento que reflejan su robusta liquidez y su estructura de capital conservadora. En tanto, en el ejercicio 2021/2022, el mercado de cartón corrugado creció un 10%, impulsado por la creciente demanda de envases de los frigoríficos cárnicos, principales consumidores de cajas de cartón corrugado, el importante crecimiento en el sector cítrico y la buena performance que mostró el mercado interno con relación al ejercicio anterior, en el cual la pandemia había afectado la actividad de muchas compañías.

Integración vertical favorece el liderazgo: Pamer detenta una posición de liderazgo, siendo la única empresa en Uruguay que produce cartón corrugado a partir de fibra reciclada (recortes). La integración junto con la atomización de clientes y de proveedores de recortes le han permitido mantener niveles de rentabilidad operativa promedio del 16% para los últimos 5 años y esperamos se sostenga en estos niveles debido a una recuperación de los precios respecto del ejercicio anterior. En los últimos años, la compañía logró mantener un bajo nivel de endeudamiento, una estructura de capital conservadora y robusta liquidez.

Contrapartes de fuerte perfil crediticio: Los principales clientes son importantes exportadores del mercado uruguayo, entre ellos, Cledinor, del Grupo Marfrig Uruguay (calificada en 'A(uy)' por FIX) y Conaprole (calificada 'AA+(uy)' por FIX). Pamer también opera con los principales clientes de la industria cítrica, garantizando dichas operaciones a través de cesión de facturas y garantías hipotecarias, minimizando el riesgo de incobrabilidad inherente a la volatilidad del sector.

Generación de fondos positiva: Históricamente, Pamer ha demostrado una sólida generación de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Pamer a junio 2022 fue positivo de USD 6,3 millones, que luego de una variación negativa del capital de trabajo por USD 2,7 millones, el Flujo de Caja Operativo (FCO) fue de USD 3,5 millones. Esta variación se debe principalmente a la reposición de los niveles de inventario de recortes y de papel, ya que durante la pandemia se redujeron por falta de los mismos. Por su parte, las inversiones son principalmente destinadas al mantenimiento de los activos y ciertas mejoras en la eficientización de los procesos o reducción de costos, resultando en USD 5,2 millones a junio 2022. Adicionalmente, la distribución de dividendos fue de USD 1,9 millones, arrojando como resultado un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo en USD 3,5 millones.

Estructura de capital conservadora: Pamer presenta una estructura de capital conservadora. A junio 2022, el patrimonio neto de PAMER representaba el 92% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera). Adicionalmente, Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero. La deuda total a junio 2022 era de USD 3 millones, compuesta por préstamos bancarios, y el ratio de Deuda Total / EBITDA fue 0,5x, con holgadas coberturas de intereses. La principal fuente de financiamiento de las inversiones es el flujo operativo de fondos, no obstante, el endeudamiento bancario a largo plazo aumentó en el ejercicio 2021/2022. Pamer cuenta un préstamo contraído en junio de 2018 (USD 1 millón) a 5 años a efectos de financiar una importante inversión destinada a automatizar la planta de corrugado y un préstamo tomado en mayo 2022 por USD 2,8 millones a 8 años para financiar parcialmente la inversión en una Planta Fotovoltaica. La compañía posee espacio suficiente para afrontar un ambiente sectorial más hostil. Hacia

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de largo plazo	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

PAMER S.A.		
Consolidado	30/6/2022	30/6/2021
(\$ miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	2.073.488	1.950.857
Deuda Financiera	120.549	18.450
Ingresos	1.867.395	1.495.613
EBITDA	257.038	254.072
EBITDA (%)	13,8	17,0
Deuda Total / EBITDA(x)	0,5	0,1
EBITDA / Intereses(x)	238,6	327,7

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Dponible en \[www.bcu.gub.uy\]\(http://www.bcu.gub.uy\)](#)

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Avila – Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario
 Candido Perez – Director
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8142



Responsable del Sector
 Cecilia Minguillón – Senior
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

adelante, FIX espera que Pamer continúe manteniendo bajos niveles de endeudamiento y holgadas coberturas de intereses.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja ante un deterioro en los márgenes producto de una fuerte caída en la demanda o precios de venta o ante un debilitamiento en el poder de negociación de la compañía en la compra del principal insumo, la fibra reciclada. FIX espera que el nivel de apalancamiento no alcance niveles superiores a los 1.0x EBITDA.

La calificación de la compañía podría subir en caso de un mayor y sostenido nivel de ventas, derivado de la ampliación de su capacidad productiva, arrojando como resultado una mayor rentabilidad y flexibilidad financiera, con un mejor acceso a financiamiento.

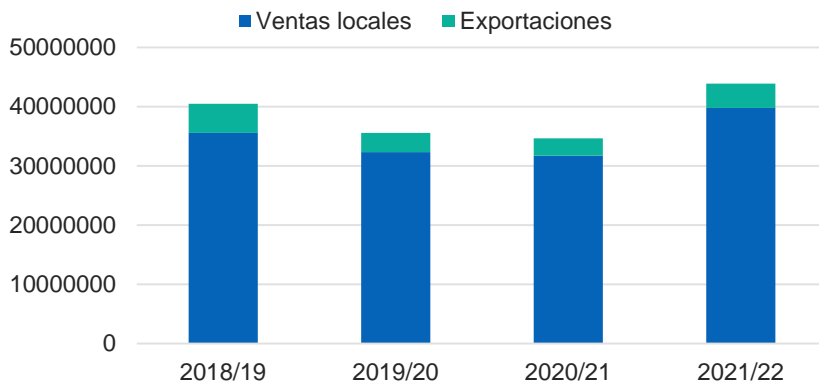
Liquidez y estructura de capital

Robusta posición de liquidez: Pamer ha mantenido históricamente una fuerte posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja alto. A junio 2022 la caja fue de USD 7,6 millones, y cubría 2.5x la deuda total. Hacia adelante, FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez.

Perfil del negocio

Pamer comenzó sus actividades en el año 1937 y es hoy es la única empresa integrada de cartón corrugado de Uruguay. La compañía utiliza un elevado porcentaje de papeles fabricados en las propias plantas para la fabricación de envases de cartón corrugado. Las ventas a junio 2022 se concentraron en un 99% en cartón corrugado, existiendo un aumento del 13% en las ventas. El papel que produce la compañía es reciclado y proviene de recortes (papel de desecho). En cuanto al destino de las ventas, el 91% de las ventas se destinan al mercado local.

Ventas por destino



Fuente: Información de la empresa, FIX Scr

En el ejercicio 2021/2022, el mercado de cartón corrugado creció un 10%, impulsado por la creciente demanda de envases de los frigoríficos cárnicos, principales consumidores de cajas de cartón corrugado, el importante crecimiento en el sector citrícola y la buena performance que mostró el mercado interno con relación al ejercicio anterior, en el cual la pandemia había afectado la actividad de muchas compañías. El mercado cárnico, el más importante destino de las ventas de cajas de cartón corrugado, fue la principal explicación de la expansión que tuvo dicho mercado en este ejercicio, concentrando un 40% del mercado total de cartón corrugado.

En los primeros 3 meses del ejercicio 2022/2023, se generó una retracción del mercado del 10% impulsada por la caída en el sector cárnico, producto principalmente de la caída en las exportaciones a China. Se espera que esta situación se regularice a lo largo del año, generando una caída total para el ejercicio en torno al 4%.

Clientes

El Grupo Marfrig Uruguay (calificada en 'A(uy)' por FIX) es el principal cliente. El resto de la cartera se encuentra atomizada representando no más del 5% de los ingresos por cliente. Las ventas se destinan principalmente a industrias exportadoras de Uruguay entre ellas frigoríficas, lácteas, cítricas, pesqueras y alimenticias. La diversificación de industrias le permite mantener una cierta estabilidad de ingresos mensuales con escasos picos de estacionalidad. Las ventas se realizan en su mayoría en dólares. Los plazos de venta oscilan entre 60 y 90 días. Con las principales contrapartes se firman contratos a dos años que incluyen una penalidad por rescisión. Adicionalmente, en las principales compañías de la industria cítrica se logró obtener cesión de facturas y garantía hipotecaria.

Proceso productivo

El proceso productivo está integrado y se divide en la producción de papel y producción de cartón corrugado.

Pamer cuenta con una planta industrial ubicada en la Ciudad de Mercedes. La misma cuenta con una fábrica de papel y una fábrica de corrugado.

La fábrica de papel produce test liner y papeles ondas a partir de fibra reciclada, siendo Pamer la empresa con mayor consumo de este residuo en Uruguay. Actualmente la utilización de la capacidad instalada de la fábrica de papel es del 100%. La fábrica de corrugado convierte el papel en planchas de cartón. Las cajas que se fabrican son de diversos modelos y dependen de las necesidades de los clientes. La utilización actual de la capacidad instalada de la fábrica de cartón corrugado es de 70%.

La distribución es realizada con empresas transportistas tercerizadas, contando en la actualidad con una red de 15 a 18 empresas con una disponibilidad de 40 camiones aproximadamente (20 diarios).

Costos

Las materias primas y materiales representan aproximadamente el 45% de los costos de mercaderías vendidas, e incluyen a los recortes que se utilizan para la elaboración del papel y se efectúan principalmente en dólares. El resto de los costos se efectúan en pesos uruguayos y se destacan gastos del personal, gastos de producción y fletes.

En el ejercicio 2021/2022, los costos de recortes y papeles importados tuvieron importantes aumentos debido al incremento de los precios internacionales de los mismos en un escenario de alza mundial de materias primas, no obstante, se han comenzado a trasladar a los precios de venta. Sin embargo, sobre finales del ejercicio, el precio de los recortes comenzó a bajar acorde a la mayor oferta del mismo en el mercado. A lo largo del presente ejercicio, el precio de los recortes y papel se estabilizó presentando una pequeña tendencia a la baja. Se espera que continúe así a lo largo del ejercicio.

Adicionalmente, el tipo de cambio se mantuvo en los mismos niveles que en el ejercicio anterior, repercutiendo sobre aumentos en rubros denominados en pesos como ser la mano de obra, energía eléctrica y madera, entre otros.

En cuanto a la mano de obra, se adaptaron los turnos de trabajo a la variabilidad de la producción y venta, reduciendo al mínimo las horas extras.

Proveedores

Las deudas comerciales a junio 2022 representan cerca del 55% de los pasivos totales de la compañía. Pamer es la principal empresa compradora de recortes del país y obtiene los mismos a través de más de 15 recorteros. El principal proveedor en el ejercicio 2021/2022 fue Klabin S.A. La atomización de proveedores le permite lograr cierta negociación para el traslado de precios. Las compras de papel son provenientes principalmente de Brasil y denominadas en dólares, aunque no existe un riesgo de descalce de monedas ya que la mayor parte de los ingresos son denominados en dólares. En términos generales, las compras se realizan aproximadamente a 90 días.

Inversiones

Las principales inversiones de Pamer están destinadas a la eficiencia de costos y mejoras en los procesos. Durante 2021/2022 las inversiones ascendieron a USD 5,2 millones y fueron financiadas principalmente con fondos propios. Las principales inversiones fueron: mesa de secado y doble engomadora de la corrugadora, pegadora automática, contra encoladora, armadoras, auto elevadores, mejora en la planta de tratamiento de efluentes y mejoras en la infraestructura.

En el ejercicio 2020/2021 se realizó la primera etapa inversiones para aumentar la producción y la calidad del papel que consistía en el ensanche de la máquina de papel. La segunda etapa se efectuará en diciembre del 2022. Adicionalmente, se realizaron mejoras edilicias destinadas a ampliar el depósito de la planta de corrugado en 1000 metros cuadrados.

Adicionalmente, en ejercicio 2020/2021, se aprobó y comenzó a realizar un proyecto para la instalación de una Planta Fotovoltaica destinada a autogenerar energía eléctrica, reduciendo de esta manera los costos de energía. La Planta se encuentra en funcionamiento desde agosto del 2022. Además, este proyecto tiene interesantes beneficios fiscales.

Para el ejercicio próximo se prevé seguir realizando inversiones tanto en fábrica de papel como en fábrica de corrugado, a efectos de mejorar la eficiencia y, consiguientemente, la competitividad.

Posición competitiva

Pamer S.A. detenta una posición de liderazgo en la industria de cartón corrugado. Los principales competidores a nivel local son Mercopack (representante de Trombini de Brasil), CICSSA, Costa Bella e IMPRIMEX. El restante son proveedores del exterior principalmente de Argentina, España y Brasil. La compañía sostiene su participación de mercado por su extensa trayectoria en la industria y compromisos con sus clientes liderando en los segmentos más relevantes del mercado (carne, citrus, lácteos, pesca y alimentos).

Administración y calidad de los accionistas

Pamer S.A. es una compañía de capitales uruguayos. Los balances son auditados bajo normas NIIF por contadores independientes.

Riesgo del sector

El sector del papel y el embalaje se ve afectado por las cambiantes circunstancias mundiales y debe adaptarse a los cambios demográficos, en urbanización, climáticos, de disponibilidad de recursos y avances tecnológicos.

La industria del papel es cíclica; los precios y las monedas locales son los principales impulsores de la rentabilidad y la volatilidad de los márgenes operativos de las compañías. La demanda de pulpa de papel está creciendo rápidamente en los países en desarrollo. El reciclaje constituirá un factor importante en el sector del embalaje. Otro factor que desencadena la mayor demanda del papel radica en el aumento del uso del e-commerce (compras en línea).

Las cajas y embalajes fabricados con papel y cartón cuentan con la ventaja de ser los únicos 100% biodegradables en plazos relativamente cortos y son fabricados a partir de materias primas renovables y reciclables. El cartón ondulado es un material biodegradable, que se degrada totalmente en un plazo máximo de 1 año.

En el ejercicio 2021/2022, el mercado de cartón corrugado creció un 10%, impulsado por la creciente demanda de envases de los frigoríficos cárnicos, principales consumidores de cajas de cartón corrugado, el importante crecimiento en el sector citrícola y la buena performance que mostró el mercado interno con relación al ejercicio anterior, en el cual la pandemia había afectado la actividad de muchas compañías. El mercado cárnico, el más importante destino de las ventas de cajas de cartón corrugado, fue la principal explicación

de la expansión que tuvo dicho mercado en este ejercicio, concentrando un 40% del mercado total de cartón corrugado

FIX espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga relativamente creciente para los próximos años acompañando el crecimiento del mercado cárnico y cítrico.

Factores de Riesgo

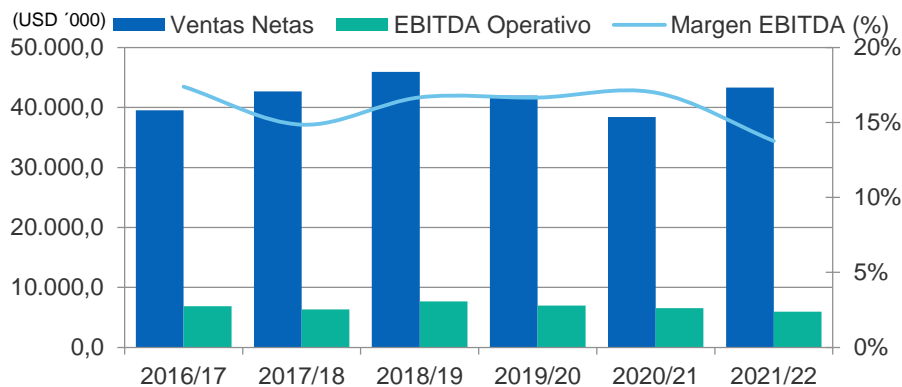
- Volatilidad de precios internacionales.
- Concentración de producto.
- Exposición al mercado exportador.
- Ingreso de nuevos competidores al mercado.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Durante el ejercicio 2021/2022, las ventas fueron USD 44 millones, aumentando un 25% respecto del ejercicio 2020/2021 (USD 35 millones) y superando los niveles de venta previo la pandemia (promedio de USD 41 millones entre 2016 y 2019). Esto se debe principalmente al aumento del 13% en las toneladas vendidas, como consecuencia de un crecimiento del mercado del cartón corrugado liderado principalmente por un aumento del mercado cárnico. Otro mercado que tuvo un gran crecimiento fue el sector cítrico. En tanto, el EBITDA a junio 2022 fue de USD 6 millones con un margen de 14% vs USD 5,9 millones con un margen de 17% a junio 2021. Esto se explica principalmente por el aumento de los costos de recortes y papeles importados en un escenario de alza mundial de materias primas, no obstante, se han comenzado a trasladar a los precios de venta. Sin embargo, sobre finales del ejercicio, el precio de los recortes comenzó a bajar acorde a la mayor oferta del mismo en el mercado.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

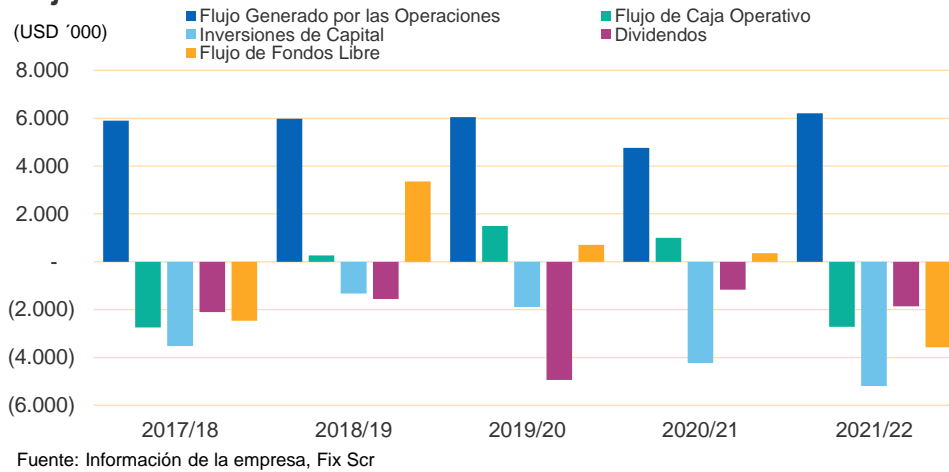
Hacia adelante, FIX espera que la cantidad de toneladas vendidas y los precios se mantengan relativamente estables y los márgenes se encuentren en torno al 14% - 16%.

Flujo de Fondos

Históricamente, Pamer ha demostrado una sólida generación de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Pamer a junio 2022 fue positivo de USD 6,3 millones, que luego de una variación negativa del capital de trabajo por USD 2,7 millones, el Flujo de Caja Operativo (FCO) fue de USD 3,5 millones. Esta variación se debe principalmente a la reposición de los niveles de inventario de recortes y de papel, ya que durante la pandemia se redujeron por falta de los mismos. Por su parte, las inversiones son principalmente destinadas al mantenimiento de los activos y ciertas mejoras en la eficientización de los procesos o reducción de costos, resultando en USD 5,2 millones a junio 2022. Adicionalmente, la distribución de dividendos fue de USD 1,9 millones, arrojando como resultado un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo en USD 3,5 millones.

Hacia adelante, FIX espera un FFL positivo debido a un estable y positivo FGO, una normalización del capital de trabajo, inversiones de capital entorno a USD 3 millones y una continuidad en la política de dividendos de la compañía.

Flujo de Fondos

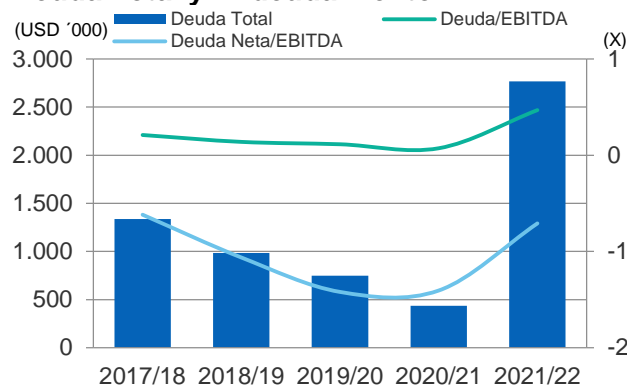


Estructura de capital

Pamer presenta una estructura de capital conservadora. A junio 2022, el patrimonio neto de PAMER representaba el 92% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera). Adicionalmente, Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero. La deuda total a junio 2022 era de USD 3 millones, compuesta por préstamos bancarios, y el ratio de Deuda Total/ EBITDA fue 0.5x, con holgadas coberturas de intereses.

La principal fuente de financiamiento de las inversiones es el flujo operativo de fondos, no obstante, el endeudamiento bancario a largo plazo aumentó en el ejercicio 2021/2022. Pamer cuenta con dos préstamos bancarios vigentes, un préstamo contraído en junio de 2018 (USD 1 millón) con el banco BBVA a 5 años con una tasa de interés fija del 3,5% a efectos de financiar una importante inversión destinada a automatizar la planta de corrugado y un préstamo tomado en mayo 2022 con el banco Santander por USD 2,8 millones a 8 años, con un año de gracia, y con una tasa de interés de 3,25% para financiar parcialmente la inversión en una Planta Fotovoltaica.

Deuda Total y Endeudamiento



La compañía posee espacio suficiente para afrontar un ambiente sectorial más hostil. Hacia adelante, FIX espera que Pamer continúe manteniendo bajos niveles de endeudamiento y holgadas coberturas de intereses.

Liquidez: fuentes y usos

Pamer ha mantenido históricamente una fuerte posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja alto. A junio 2022 la caja fue de USD 7,6 millones, y cubría 2.5x la deuda total. Hacia adelante, FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez.

Liquidez - Pamer S.A.

USD '000	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA Operativo	6.225	6.768	5.924	5.896	6.009
Caja e Inversiones Corrientes	4.771	7.618	8.387	8.621	7.592
Deuda Corto Plazo	334	260	203	210	257
Deuda Largo Plazo	877	420	420	214	2.767

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	18,7	26,0	29,2	28,1	23,3
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	33,0	55,3	70,6	69,3	52,8
Deuda Total / EBITDA	0,2	0,1	0,1	0,1	0,5

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Pamer detenta una buena flexibilidad financiera al contar con líneas disponibles en diversas entidades bancarias de primera línea por USD 4 millones. El bajo nivel de endeudamiento le permite a la compañía optar por el préstamo con mejores condiciones entre varias ofertas

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Pamer S.A.

(miles de Pesos Uruguayos, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2022	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	257.038	254.072	230.733	223.126	181.285	207.023
EBITDAR Operativo	257.038	254.072	230.733	223.126	181.285	207.023
Margen de EBITDA	13,8	17,0	16,7	16,7	14,9	17,4
Margen de EBITDAR	13,8	17,0	16,7	16,7	14,9	17,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	11,3	12,2	8,7	10,6	11,5	17,3
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	249,3	239,9	200,8	135,1	222,0	71,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	238,6	327,7	231,2	171,9	237,3	105,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	238,6	327,7	231,2	171,9	237,3	105,5
EBITDA / Servicio de Deuda	22,7	25,6	24,2	21,4	16,1	33,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	22,7	25,6	24,2	21,4	16,1	33,6
FGO / Cargos Fijos	249,3	239,9	200,8	135,1	222,0	71,7
FFL / Servicio de Deuda	(13,5)	1,5	2,5	9,5	(6,2)	6,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	13,2	39,4	39,6	35,1	7,1	34,4
FCO / Inversiones de Capital	0,7	1,4	4,0	4,7	0,9	2,6
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	1,4	2,9	3,1	6,6	3,2	15,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	8,5	49,5	32,5	29,5	27,5	41,4
Balance						
Total Activos	2.073.488	1.950.857	1.695.424	1.480.026	1.340.738	1.134.044
Caja e Inversiones Corrientes	302.641	375.656	354.019	267.988	150.122	172.193
Deuda Corto Plazo	10.262	9.133	8.556	9.146	10.495	4.194
Deuda Largo Plazo	110.288	9.317	17.749	21.821	27.606	5.927
Deuda Total	120.549	18.450	26.304	30.967	38.101	10.121
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	120.549	18.450	26.304	30.967	38.101	10.121
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	120.549	18.450	26.304	30.967	38.101	10.121
Total Patrimonio	1.465.643	1.528.964	1.357.321	1.190.700	1.002.947	861.743
Total Capital Ajustado	1.586.193	1.547.414	1.383.626	1.221.667	1.041.048	871.864
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	267.499	185.280	199.421	174.031	168.826	138.738
Variación del Capital de Trabajo	(117.401)	39.046	49.135	7.539	(78.557)	(28.514)

Flujo de Caja Operativo (FCO)	150.098	224.327	248.556	181.570	90.269	110.224
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(224.105)	(165.064)	(62.141)	(38.562)	(100.667)	(42.136)
Dividendos	(80.389)	(45.247)	(163.077)	(45.347)	(60.154)	(30.692)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(154.396)	14.016	23.338	97.661	(70.553)	37.395
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.360	851	0	0	2.708	5.881
Otras Inversiones, Neto	4.937	(3.717)	(100.290)	5.061	4.059	3.954
Variación Neta de Deuda	106.221	(8.608)	(9.801)	(9.657)	27.160	(5.339)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(40.879)	2.542	(86.753)	93.065	(36.626)	41.891

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.867.395	1.495.613	1.384.879	1.338.073	1.220.418	1.190.657
Variación de Ventas (%)	24,9	8,0	3,5	9,6	2,5	(0,2)
EBIT Operativo	169.369	170.543	157.838	166.768	138.845	166.425
Intereses Financieros Brutos	1.077	775	998	1.298	764	1.962
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	160.525	170.797	102.262	109.429	107.532	144.308

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- MM: Millones

Anexo III – Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **27 de octubre de 2022**, confirma en la **Categoría A+(uy)** la calificación de emisor de largo plazo de **Pamer S.A.**

La **Perspectiva** es **Estable**.

Categoría A(uy): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Crterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

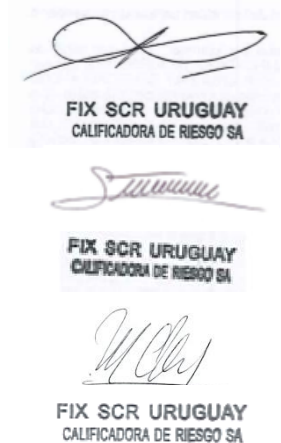
Fuente de información

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter privado:

- Información de gestión.

Y la siguiente información pública:

- Balance General Auditado (último 30.06.2022). Auditor KPMG.



Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. (www.fixscr.com) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.