

Pamer S.A. (Pamer)

Factores relevantes de la calificación

Confirmación 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 2020/2021. 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)' Perspectiva Positiva por FIX) y Conaprole (calificada 'AA+(uy)' Perspectiva Estable 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. En tanto, a diciembre 2022 (año móvil), el FGO fue positivo por USD 4,7 millones, que luego de una variación negativa del capital de trabajo por USD 0,7 millones, el FCO fue de USD 4,0 millones. Por su parte, las inversiones resultaron en USD 3,2 millones y la distribución de dividendos fue de USD 1,5 millones, arrojando como resultado un FFL negativo en USD 0,7 millones.

Estructura de capital conservadora: Pamer presenta una estructura de capital conservadora. A diciembre 2022, el patrimonio neto de PAMER representaba el 93% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera). Adicionalmente, Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero. La deuda total a diciembre 2022 (año móvil) era de USD 2,9 millones, compuesta por préstamos bancarios, y el ratio de Deuda Total / EBITDA fue 0.6x, con holgadas coberturas de intereses. La principal fuente de financiamiento de las inversiones es el flujo operativo de fondos, no obstante, el

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor de largo plazo	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

PAMER S.A.		
Consolidado	31/12/2022	30/6/2022
(\$ miles)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	1.932.221	2.073.488
Deuda Financiera	116.838	120.549
Ingresos	1.794.689	1.867.395
EBITDA	206.258	257.038
EBITDA (%)	11,5	13,8
Deuda Total / EBITDA(x)	0,6	0,5
EBITDA / Intereses(x)	118,5	238,6

Criterios Relacionados

[Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay.](#)
 Dponible en 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

endeudamiento bancario a largo plazo aumentó en el ejercicio 2021/2022. Pamer cuenta un préstamo contraído en junio 2018 por 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 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 diciembre 2022, la Caja y Equivalentes fueron de USD 8,5 millones, y cubría 2.9x la deuda total. Hacia adelante, FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Pamer S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

NIIF Año Móvil
Últ. 12 meses

NIIF Dic 2022
6 meses

NIIF 2022
12 meses

NIIF 2021
12 meses

NIIF 2020
12 meses

NIIF 2019
12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	206.258	86.897	257.038	254.072	230.733	223.126
EBITDAR Operativo	206.258	86.897	257.038	254.072	230.733	223.126
Margen de EBITDA	11,5	10,5	13,8	17,0	16,7	16,7
Margen de EBITDAR	11,5	10,5	13,8	17,0	16,7	16,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	8,2	6,4	11,3	12,2	8,7	10,6

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	116,9	21,0	249,3	239,9	200,8	135,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	118,5	15,9	238,6	327,7	231,2	171,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	118,5	15,9	238,6	327,7	231,2	171,9
EBITDA / Servicio de Deuda	13,1	4,5	22,7	25,6	24,2	21,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	13,1	4,5	22,7	25,6	24,2	21,4
FGO / Cargos Fijos	116,9	21,0	249,3	239,9	200,8	135,1
FFL / Servicio de Deuda	(1,6)	3,2	(13,5)	1,5	2,5	9,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	19,9	16,8	13,2	39,4	39,6	35,1
FCO / Inversiones de Capital	1,3	2,8	0,7	1,4	4,0	4,7

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,6	0,5	0,4	0,1	0,1	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	0,7	0,5	0,1	0,1	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,1)	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,6	0,7	0,5	0,1	0,1	0,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,1)	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,2	9,2	1,6	3,5	3,5	3,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,0	12,0	8,5	49,5	32,5	29,5

Balance

Total Activos	1.932.221	1.932.221	2.073.488	1.950.857	1.695.424	1.480.026
Caja e Inversiones Corrientes	339.272	339.272	302.641	375.656	354.019	267.988
Deuda Corto Plazo	13.989	13.989	10.262	9.133	8.556	9.146
Deuda Largo Plazo	102.849	102.849	110.288	9.317	17.749	21.821
Deuda Total	116.838	116.838	120.549	18.450	26.304	30.967
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	116.838	116.838	120.549	18.450	26.304	30.967
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	116.838	116.838	120.549	18.450	26.304	30.967
Total Patrimonio	1.456.494	1.456.494	1.465.643	1.528.964	1.357.321	1.190.700
Total Capital Ajustado	1.573.332	1.573.332	1.586.193	1.547.414	1.383.626	1.221.667

Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	201.792	109.247	267.499	185.280	199.421	174.031
Variación del Capital de Trabajo	(31.009)	40.776	(117.401)	39.046	49.135	7.539
Flujo de Caja Operativo (FCO)	170.783	150.023	150.098	224.327	248.556	181.570
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(135.582)	(53.561)	(224.105)	(165.064)	(62.141)	(38.562)
Dividendos	(62.777)	(62.245)	(80.389)	(45.247)	(163.077)	(45.347)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(27.577)	34.217	(154.396)	14.016	23.338	97.661
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(38.172)	(40.039)	2.360	851	0	0
Otras Inversiones, Neto	5.576	2.227	4.937	(3.717)	(100.290)	5.061
Variación Neta de Deuda	106.378	(4.340)	106.221	(8.608)	(9.801)	(9.657)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	46.205	(7.935)	(40.879)	2.542	(86.753)	93.065

Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.794.689	824.851	1.867.395	1.495.613	1.384.879	1.338.073
Variación de Ventas (%)	20,0	(8,1)	24,9	8,0	3,5	9,6
EBIT Operativo	125.371	50.098	169.369	170.543	157.838	166.768
Intereses Financieros Brutos	1.741	5.467	1.077	775	998	1.298
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	118.843	46.983	160.525	170.797	102.262	109.429

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 abril de 2023**, 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **27 de octubre de 2022** disponible en www.fixscr.com. El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Criterios 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:

- Estados contables hasta el 31/12/2022 (6 meses) disponibles en www.bcu.gub.uy. Auditor externo a la fecha del último balance: 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 disseminación 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.