

Pamer S.A. (Pamer)

Informe de actualización

Calificaciones

Emisor A(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

Consolidado	31/12/2019	30/06/2019
(\$ miles)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	1556.771	1480.026
Deuda Financiera	35.315	30.967
Ingresos	1391.014	1338.073
EBITDA	238.576	223.126
EBITDA (%)	17,2	16,7
Deuda Total / EBITDA	0,1	0,1
Deuda Neta Total / EBITDA	-1,6	-1,1
EBITDA / Intereses	107,5	171,9

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Criterios relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas

Analista Principal:

Gabriela Curutchet
Director Asociado
(+54 11) 5235 - 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario:

Pablo Andrés Artusso
Director Asociado
+5411 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector:

Cecilia Minguillón
Senior Director
(+54 11) 5235 - 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Perspectiva Estable: FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX- mantiene la Perspectiva Estable de Pamer S.A (en adelante Pamer o la compañía) a la luz del bajo impacto esperado de los efectos del COVID19 en sus operaciones, en comparación con el resto de las industrias. Pamer destina sus ventas primordialmente a los sectores exportadores de la agroindustria y alimentos y bebidas que son considerados actividades esenciales.

Integración vertical favorece la competitividad: Pamer detenta una posición de liderazgo, única empresa en Uruguay que produce cartón corrugado a partir de fibra reciclada (recortes). La atomización de los proveedores de recortes y su posición de liderazgo le han permitido mantener niveles de rentabilidad operativa entorno al 15% y esperamos que continúe así aun en entornos de precios deprimidos.

Contrapartes de fuerte perfil crediticio: Los principales clientes son importantes exportadores del mercado uruguayo, entre ellos, Marfrig (calificada en 'BBB+(uy)' por FIX), Frigorífico San Jacinto 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. La compañía presenta una atomización de clientes, donde los principales cuatro representan un tercio de las ventas totales y el resto está distribuido en clientes que no representan individualmente más del 3% de las ventas.

Generación de fondos positiva: FIX espera que Pamer continúe generando un flujo de fondos libre positivo, con inversiones entorno a USD 2.5 millones y una distribución de dividendos del orden del 45% del resultado neto. Las inversiones extraordinarias son realizadas ocasionalmente (2016 y 2018) y destinadas principalmente para la eficientización del sistema y reducción de costos. A dic-19(año móvil), el flujo de fondos libre resultó en USD 5.5 millones.

Estructura de capital conservadora: Con un patrimonio neto que representa el 97% del capital total ajustado de la compañía (patrimonio neto más deuda financiera) y una relación de deuda con EBITDA de 0.1x a dic-19 (año móvil) similar al ratio que presentó Pamer a jun-19. La compañía posee espacio suficiente para afrontar un ambiente sectorial más hostil. Hacia adelante, FIX no espera que el nivel de apalancamiento se incremente. No obstante, en el largo plazo la posibilidad de realizar inversiones podría reducir la elevada posición de liquidez.

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 esperados. La calificación podría subir ante un impacto positivo en la compañía por un crecimiento macroeconómico local sostenido, que de mayor previsibilidad sobre los márgenes y generación de flujo de la compañía.

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. A dic-19, la compañía tenía una posición de caja y equivalentes de USD 11 millones que cubría 11.6x la deuda total, la cual alcanzaba un total de USD 0.9 millones.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - Pamer S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio Pesos Uruguayos/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Año Móvil	dic-19	2019	2018	2017	2016	2015
	12 meses	6 meses	12 meses				

Rentabilidad

EBITDA Operativo	238.576	112.028	223.126	181.285	207.023	205.847	159.199
EBITDAR Operativo	238.576	112.028	223.126	181.285	207.023	205.847	159.199
Margen de EBITDA	17,2	16,3	16,7	14,9	17,4	17,2	14,4
Margen de EBITDAR	17,2	16,3	16,7	14,9	17,4	17,2	14,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	14,5	14,8	14,4	16,3	16,1	20,7	23,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	14,1	18,0	7,3	(5,8)	3,1	3,8	7,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	9,2	10,4	10,6	11,5	17,3	15,6	16,4

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	85,5	46,1	135,1	222,0	71,7	70,9	30,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	107,5	53,3	171,9	237,3	105,5	86,1	30,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	107,5	53,3	171,9	237,3	105,5	86,1	30,8
EBITDA / Servicio de Deuda	20,1	9,5	21,4	16,1	33,6	29,7	5,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	20,1	9,5	21,4	16,1	33,6	29,7	5,7
FGO / Cargos Fijos	85,5	46,1	135,1	222,0	71,7	70,9	30,8
FFL / Servicio de Deuda	16,7	18,1	9,5	(6,2)	6,4	6,8	3,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	51,1	47,6	35,1	7,1	34,4	27,3	6,6
FCO / Inversiones de Capital	8,0	13,9	4,7	0,9	2,6	1,7	8,6

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,6)	(1,7)	(1,1)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,4)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,1	0,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,6)	(1,7)	(1,1)	(0,6)	(0,8)	(0,6)	(0,4)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,4	19,9	6,6	3,2	15,4	9,2	11,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	27,4	27,4	29,5	27,5	41,4	29,7	63,1

Balance

Total Activos	1.556.771	1.556.771	1.480.026	1.340.738	1.134.044	1.115.744	977.935
Caja e Inversiones Corrientes	409.839	409.839	267.988	150.122	172.193	142.455	94.510
Deuda Corto Plazo	9.674	9.674	9.146	10.495	4.194	4.547	23.004
Deuda Largo Plazo	25.641	25.641	21.821	27.606	5.927	10.777	13.427
Deuda Total	35.315	35.315	30.967	38.101	10.121	15.324	36.431
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	35.315	35.315	30.967	38.101	10.121	15.324	36.431
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	35.315	35.315	30.967	38.101	10.121	15.324	36.431
Total Patrimonio	1.270.938	1.270.938	1.190.700	1.002.947	861.743	804.843	634.458
Total Capital Ajustado	1.306.253	1.306.253	1.221.667	1.041.048	871.864	820.166	670.889

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	187.554	94.835	174.031	168.826	138.738	167.024	153.704
Variación del Capital de Trabajo	89.415	88.172	7.539	(78.557)	(28.514)	3.320	(32.546)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	276.969	183.007	181.570	90.269	110.224	170.343	121.158
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(34.539)	(13.181)	(38.562)	(100.667)	(42.136)	(98.055)	(14.088)
Dividendos	(46.429)	(46.423)	(45.347)	(60.154)	(30.692)	(27.483)	(21.250)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	196.001	123.403	97.661	(70.553)	37.395	44.806	85.820
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	2.708	5.881	7.128	1.919
Otras Inversiones, Neto	5.479	2.889	5.061	4.059	3.954	3.394	3.485
Variación Neta de Deuda	(10.096)	(5.763)	(9.657)	27.160	(5.339)	(25.882)	(25.767)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	191.384	120.529	93.065	(36.626)	41.891	29.446	65.458

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.391.014	685.229	1.338.073	1.220.418	1.190.657	1.193.521	1.107.270
Variación de Ventas (%)	118,9	8,4	9,6	2,5	(0,2)	7,8	15,5
EBIT Operativo	174.093	77.629	166.768	138.845	166.425	161.924	122.866
Intereses Financieros Brutos	2.219	2.101	1.298	764	1.962	2.390	5.163
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	116.705	56.112	109.429	107.532	144.308	112.565	90.702

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.
- FIX: FIX Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada a Fitch Ratings)

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 20 de mayo de 2020, confirmó* en Categoría **A(uy)** la calificación de emisor 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.

El presente Informe Resumido es complementario al Informe Integral de fecha 24 de octubre de 2019, 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 periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

Criterios Relacionados

Metodología 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 31.12.2019). Auditor KPMG.



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA



FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

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 calificadoradora-, ha recibido los 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.