

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 (Pamer) 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 cerrado a junio 2023, el mercado de cartón corrugado en Uruguay cayó un 10% aproximadamente con respecto al ejercicio anterior, producto de una caída de la demanda en casi todos los segmentos de negocios, liderado principalmente por una importante caída del mercado cárnico y una gran caída del sector cítrico, por lo que las ventas fueron USD 41 millones, cayendo un 6% respecto del ejercicio anterior (USD 43,7 millones), debido principalmente a una disminución en las toneladas vendidas. En lo que refiere al del ejercicio 2023/2024, se espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga en los niveles actuales.

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 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). La integración junto con la atomización de clientes y de proveedores de recortes le han permitido mantener niveles de rentabilidad operativa promedio del 15% para los últimos 5 años.

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)' 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.

Sólida Generación de fondos: Históricamente, Pamer ha demostrado una sólida generación de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Pamer a junio 2023 fue positivo de USD 4,3 millones, que luego de una leve variación positiva del capital de trabajo por USD 0,1 millones, el Flujo de Caja Operativo (FCO) fue de USD 4,4 millones. 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 2,3 millones a junio 2023. Adicionalmente, la distribución de dividendos fue de USD 1,6 millones, arrojando como resultado un Flujo de Fondos Libres (FFL) positivo en USD 0,5 millones. Hacia adelante, FIX espera un FFL positivo debido a un estable y positivo FGO, inversiones de capital entorno a USD 2,5 millones y una continuidad en la política de dividendos de la compañía.

Estructura de capital conservadora: Pamer presenta una estructura de capital conservadora. A junio 2023, 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 junio 2023 era de USD 2,8 millones, compuesta por préstamos bancarios, y el ratio de Deuda Total/ EBITDA fue 0,7x, 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. Actualmente, Pamer cuenta con un préstamo bancario vigente, tomado en mayo 2022 con el banco Santander por USD 2,8 millones a 8 años, con un año de gracia, para financiar parcialmente la inversión en una Planta

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de largo plazo	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

PAMER S.A.		
Consolidado	30/6/2023	30/6/2022
(\$ miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	1.852.992	2.073.488
Deuda Financiera	103.794	120.549
Ingresos	1.625.423	1.867.395
EBITDA	156.590	257.038
EBITDA (%)	9,6	13,8
Deuda Total / EBITDA (x)	0,7	0,5
EBITDA / Intereses (x)	43,2	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



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

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

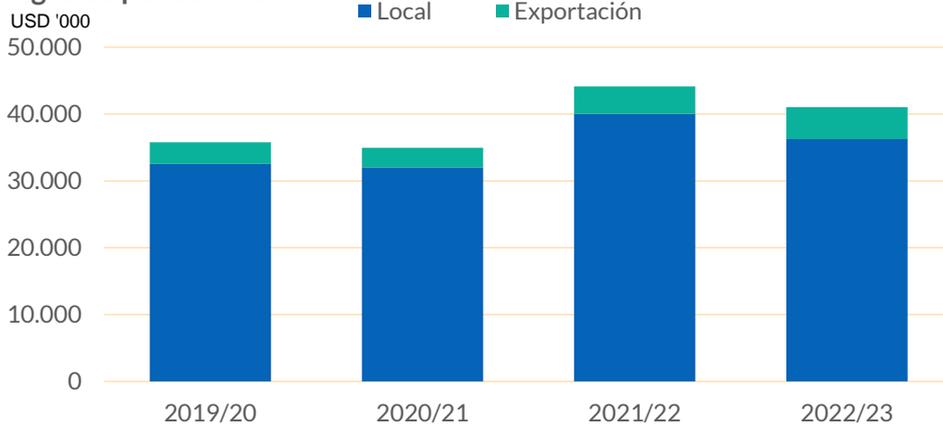
Robusta posición de liquidez: Pamer ha mantenido históricamente una fuerte posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja alto. A junio 2023, la caja fue de USD 8,1 millones, y cubría 3,4x la deuda total. Hacia adelante, FIX espera que siga 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 produce papeles para corrugar y una amplia gama de envases de cartón corrugado. Se encuentra abocada a brindar el mejor servicio en soluciones de embalaje siendo el mayor fabricante de cartón corrugado del Uruguay. Se posiciona como líder del mercado local uruguayo y como el mayor exportador de cartón corrugado del país.

El papel que produce la compañía es reciclado y proviene de recortes (papel de desecho). Las ventas a junio 2023 se concentraron en un 99% en cartón corrugado, existiendo una disminución del 13% en las ventas. En cuanto al destino de las ventas, el 88% de las ventas se destinaron al mercado local.

Ingresos por destino



Fuente: Información de la empresa, FIX Scr

En el ejercicio cerrado a junio 2023 el mercado de cartón corrugado en Uruguay cayó un 10% aproximadamente con respecto al ejercicio anterior, producto de una caída de la demanda en casi todos los segmentos de negocios.

El mercado cárnico, el más importante destino de las ventas de cajas de cartón corrugado, experimentó una caída muy importante como consecuencia de la baja del 21,5% en la faena de ganado respecto al ejercicio anterior, lo que trajo consigo una caída en el consumo de cajas. Esto se debe principalmente a la fuerte caída de las exportaciones a China (principal destino de las exportaciones cárnicas uruguayas). Se estima que, al cierre del ejercicio, el mercado cárnico concentra aproximadamente un 39% del mercado total de cartón

corrugado. Por su parte, el sector cítrico tuvo una caída del 42,5% en el volumen de fruta exportada con respecto al ejercicio anterior. Lo cual, se explica principalmente por la reducción en el volumen de fruta exportable producto del temporal en julio 2022 que afectó la cosecha de naranja. En cuanto al sector lácteo, tuvo una caída de aproximadamente un 15% en consumo de envases durante el ejercicio, si se compara con el anterior, el que se explica principalmente por el cambio de mix de negocios de las empresas referentes del segmento. El resto de los segmentos del mercado que demandan cartón corrugado, excepto el de pesca, también sufrió una baja debido al menor nivel de actividad que se dio en casi todos los sectores.

Respecto de las exportaciones a clientes de Argentina y Brasil, se vieron muy afectadas. En el caso de Argentina, el gobierno busca por todos los medios desalentar las importaciones, dilatando las autorizaciones del Sistema Integral de Monitoreo de Importaciones (SIMI) y exigiendo que los pagos sean realizados a 180 días. Los clientes, por su parte, evitan endeudarse en dólares, salvo que no tengan abastecimiento local asegurado. En Brasil, los clientes que habían optado por importar cajas ante la amenaza de cierto desabastecimiento local han vuelto a comprar localmente, no obstante, Pamer ha mantenido una corriente regular de negocios con un cliente de este país.

En lo que refiere al del ejercicio 2023/2024, se espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga en los niveles actuales, no volviendo en el corto plazo a los niveles que tuvo el ejercicio 2021/2022, ya que no se prevé en el corto plazo una recuperación del mercado cárnico a instancia de las exportaciones a China y tampoco un crecimiento del resto de los segmentos que demandan cartón corrugado. El objetivo de la compañía para el próximo ejercicio es mantener la participación en el mercado local, que comprende las exportaciones indirectas, procurando obtener una rentabilidad razonable acorde con el tipo de negocio.

Clientes

El Grupo Marfrig Uruguay (calificada en A(uy) Perspectiva Positiva 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, solo se vende en pesos a ciertos clientes del mercado interno. Los plazos de venta oscilan entre 60 y 90 días. Con las principales contrapartes se firman contratos a largo plazo (2 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.

Proveedores

Las deudas comerciales a junio 2023 representan cerca del 49% 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 2022/2023 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.

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. A su vez, la compañía cuenta capacidad de almacenamiento en su planta y un local propio ubicado a un km de la misma. La mercadería almacenada está cubierta por un seguro de TRO (Todo Riesgo Operativo), contratado con el BSE (Banco de Seguros del Estado).

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 62% (tres turnos).

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). Existe seguro de transporte de mercadería también contratado con el BSE.

Costos

Las materias primas y materiales representan aproximadamente el 44% 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 mayormente en pesos uruguayos y se destacan gastos del personal, gastos de producción y fletes.

En el 80% de la producción el insumo es papel reciclado, sin celulosa. En el restante 20% el insumo es papel virgen importado, por determinados requerimientos de calidad de las cajas. No obstante, puede haber cajas de papel reciclado, importado o una combinación de ambos. 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 de estos en el mercado. A lo largo del ejercicio 2022/2023 el papel importado se estabilizó en cuanto a precios y oferta de volumen favoreciendo la negociación, en la que se obtuvieron rebajas de precios.

En lo que refiere a estos insumos, Pamer sigue teniendo diversificada la compra de recorte y ya sobre finales del ejercicio 2021/2022 había comenzado a bajar los precios de este insumo con mayor oferta en el mercado, ya que los destinos de exportación (Argentina y Brasil), redujeron su demanda de recorte hacia Uruguay. En tanto, en el ejercicio 2022/2023 se concretaron rebajas importantes en el precio de este importante insumo. Adicionalmente, se llevó adelante la instalación de la Planta Fotovoltaica, que permite un importante ahorro de energía, la que comenzó a operar en agosto 2022.

Respecto a las variables macro, hubo un retroceso del 6,2% entre el tipo de cambio nominal al 30 de junio de 2023 respecto al del día de cierre del ejercicio anterior. Dado que Pamer tiene gran parte de los costos en pesos (como ser salarios, UTE, madera, fletes entre otros) que aumentaron acompañando el ritmo de la inflación, la cual alcanzó al 6% en el presente ejercicio, ambas variables tuvieron efectos negativos sobre la rentabilidad de la compañía.

Inversiones

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 efectuó en diciembre del 2022. Adicionalmente, se realizaron mejoras edilicias destinadas a ampliar el depósito de la planta de corrugado. Adicionalmente, en el 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.

En el ejercicio 2022/2023, se llevó adelante con éxito la instalación de la Planta Fotovoltaica destinada a autogenerar energía eléctrica y se culminó con el mencionado proyecto de ensanche de la máquina de papel ya mencionada.

Adicionalmente se destacan otras inversiones, como ser: flejadora automática, armadoras, detector de metales, inversiones en circuito de preparación pastas, así como varias inversiones en usina y taller eléctrico. También se realizaron mejoras en la infraestructura (pisos y techos de depósitos) y en la caminería interna.

Para el presente ejercicio se seguirá trabajando en esa misma línea, realizando inversiones tanto en fábrica de papel como en la de corrugado, a efectos de mejorar la eficiencia, la producción y, consiguientemente, la competitividad para enfrentar los permanentes desafíos derivados de operar en un mercado altamente competido. Para el ejercicio 2023/2024 se prevé realizar una obra edilicia para poder contar con una doble salida de paletizado de cara a la inversión en maquinaria para este fin que se concretará en el ejercicio 2024/2025.. Adicionalmente, este ejercicio se hará la compra de una bobinadora para optimizar el proceso productivo. Aporta una mejora en la calidad del bobinado, disminuye tiempos de parada y desperdicios de papel.

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 cerrado a junio 2023 el mercado de cartón corrugado en Uruguay cayó un 10% aproximadamente con respecto al ejercicio anterior, producto de una caída de la demanda en casi todos los segmentos de negocios. El mercado cárnico, el más importante destino de las ventas de cajas de cartón corrugado, experimentó una caída muy importante como consecuencia de la baja del 21,5% en la faena de ganado respecto al ejercicio anterior, lo que trajo consigo una caída en el consumo de cajas. Esto se debe principalmente a la fuerte caída de las exportaciones a China (principal destino de las exportaciones cárnicas uruguayas). Se estima que, al cierre del ejercicio, el mercado cárnico concentra aproximadamente un 39% del mercado total de cartón corrugado.

FIX espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga relativamente estable en el presente ejercicio ya que no se prevé en el corto plazo una recuperación del mercado cárnico a instancia de las exportaciones a China y tampoco un crecimiento del resto de los segmentos que demandan cartón corrugado.

Factores de Riesgo

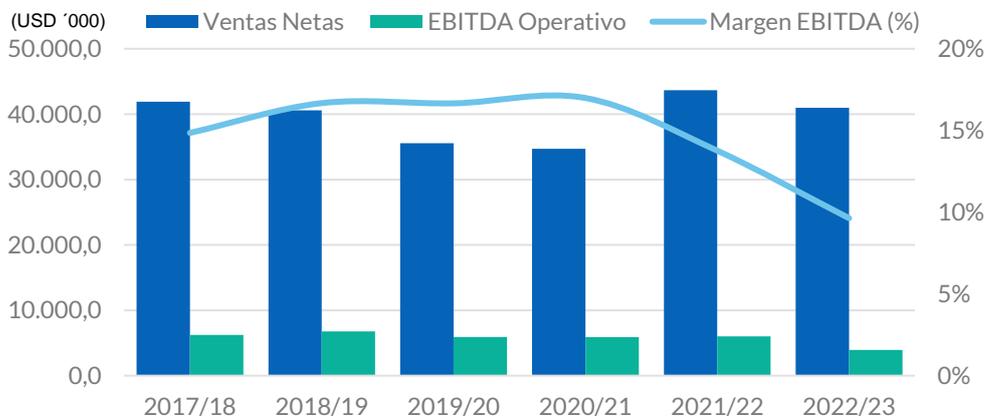
- Volatilidad de precios internacionales.
- Concentración de producto.
- Exposición al mercado exportador.
- Ingreso de nuevos competidores al mercado.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Desde el ejercicio 2015 PAMER ha presentado una rentabilidad oscilante entre el 14% y el 17%. Durante el ejercicio 2022/2023, las ventas fueron USD 41 millones, cayendo un 6% respecto del ejercicio 2021/2022 (USD 43,7 millones). Esto se debe principalmente a una disminución en las toneladas vendidas, como consecuencia de una retracción del mercado del cartón corrugado liderado principalmente por una importante caída del mercado cárnico. Otro mercado que tuvo una gran caída fue el sector cítrico. En tanto, el EBITDA a junio 2023 fue de USD 3,9 millones con un margen de 9,6% vs USD 6 millones con un margen de 13,8% a junio 2022. Esto se explica principalmente debido a que hubo un retroceso del 6,2% entre el tipo de cambio nominal al 30 de junio de 2023 respecto al del día de cierre del ejercicio anterior. Dado que Pamer tiene gran parte de los costos en pesos (como ser salarios, UTE, madera, fletes entre otros) que aumentaron acompañando el ritmo de la inflación, la cual alcanzó al 6% en el presente ejercicio, ambas variables tuvieron efectos negativos sobre la rentabilidad de la compañía.

Evolución Ventas - EBITDA



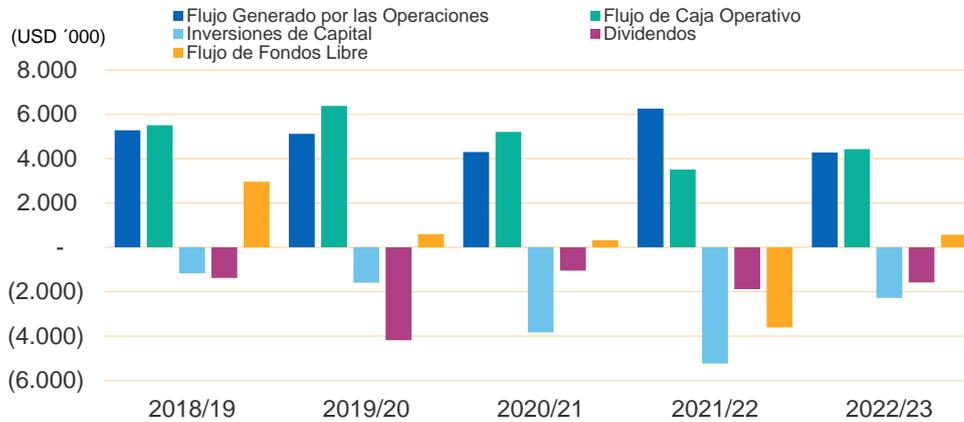
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 11% - 12%.

Flujo de Fondos

Históricamente, Pamer ha demostrado una sólida generación de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de Pamer a junio 2023 fue positivo de USD 4,3 millones, que luego de una leve variación positiva del capital de trabajo por USD 0,1 millones, el Flujo de Caja Operativo (FCO) fue de USD 4,4 millones. 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 2,3 millones a junio 2023. Adicionalmente, la distribución de dividendos fue de USD 1,6 millones, arrojando como resultado un Flujo de Fondos Libres (FFL) positivo en USD 0,5 millones.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

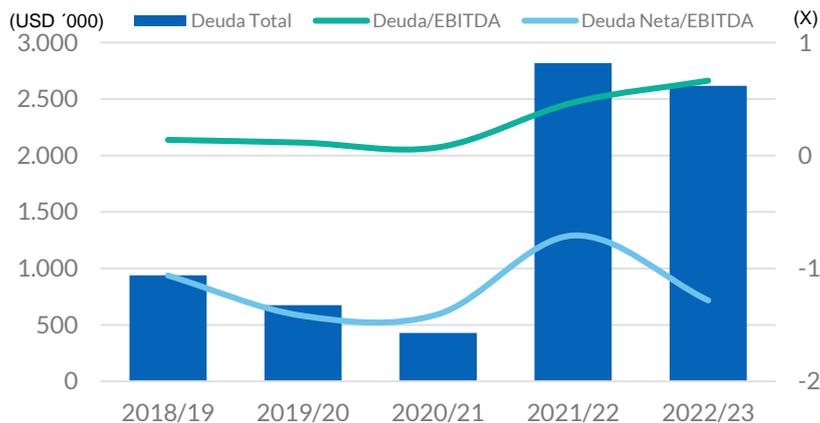
Hacia adelante, FIX espera un FFL positivo debido a un estable y positivo FGO, inversiones de capital entorno a USD 2,5 millones y una continuidad en la política de dividendos de la compañía.

Estructura de capital

Pamer presenta una estructura de capital conservadora. A junio 2023, 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 junio 2023 era de USD 2,8 millones, compuesta por préstamos bancarios, y el ratio de Deuda Total/ EBITDA fue 0,7x, 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. Actualmente, Pamer cuenta con un préstamo bancario vigente, tomado en mayo 2022 con el banco Santander por USD 2,8 millones a 8 años, con un año de gracia, para financiar parcialmente la inversión en una Planta Fotovoltaica.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 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 2023, la caja fue de USD 8,1 millones, y cubría 3,4x la deuda total. Hacia adelante, FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez.

Liquidez - Pamer S.A.

USD '000	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA Operativo	6.768	5.924	5.896	6.009	3.948
Caja e Inversiones Corrientes	7.618	8.387	8.621	7.592	8.146
Deuda Corto Plazo	260	203	210	257	408
Deuda Largo Plazo	420	420	214	2.767	2.367

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	26,0	29,2	28,1	23,3	9,7
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	55,3	70,6	69,3	52,8	29,6
Deuda Total / EBITDA	0,1	0,1	0,1	0,5	0,7

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que 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	2023	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	156.590	257.038	254.072	230.733	223.126	181.285
EBITDAR Operativo	156.590	257.038	254.072	230.733	223.126	181.285
Margen de EBITDA	9,6	13,8	17,0	16,7	16,7	14,9
Margen de EBITDAR	9,6	13,8	17,0	16,7	16,7	14,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	5,7	11,3	12,2	8,7	10,6	11,5

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	47,8	249,3	239,9	200,8	135,1	222,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	43,2	238,6	327,7	231,2	171,9	237,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	43,2	238,6	327,7	231,2	171,9	237,3
EBITDA / Servicio de Deuda	8,3	22,7	25,6	24,2	21,4	16,1
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	8,3	22,7	25,6	24,2	21,4	16,1
FGO / Cargos Fijos	47,8	249,3	239,9	200,8	135,1	222,0
FFL / Servicio de Deuda	1,4	(13,5)	1,5	2,5	9,5	(6,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	17,5	13,2	39,4	39,6	35,1	7,1
FCO / Inversiones de Capital	1,9	0,7	1,4	4,0	4,7	0,9

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,6	0,4	0,1	0,1	0,2	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)	(0,6)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,7	0,5	0,1	0,1	0,1	0,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)	(0,6)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,2	1,6	3,5	3,5	3,8	3,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	14,7	8,5	49,5	32,5	29,5	27,5

Balance

Total Activos	1.852.992	2.073.488	1.950.857	1.695.424	1.480.026	1.340.738
Caja e Inversiones Corrientes	304.715	302.641	375.656	354.019	267.988	150.122
Deuda Corto Plazo	15.262	10.262	9.133	8.556	9.146	10.495
Deuda Largo Plazo	88.532	110.288	9.317	17.749	21.821	27.606
Deuda Total	103.794	120.549	18.450	26.304	30.967	38.101
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	103.794	120.549	18.450	26.304	30.967	38.101
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	103.794	120.549	18.450	26.304	30.967	38.101
Total Patrimonio	1.394.475	1.465.643	1.528.964	1.357.321	1.190.700	1.002.947
Total Capital Ajustado	1.498.269	1.586.193	1.547.414	1.383.626	1.221.667	1.041.048

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	169.657	267.499	185.280	199.421	174.031	168.826
Variación del Capital de Trabajo	5.918	(117.401)	39.046	49.135	7.539	(78.557)

Flujo de Caja Operativo (FCO)	175.574	150.098	224.327	248.556	181.570	90.269
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(90.256)	(224.105)	(165.064)	(62.141)	(38.562)	(100.667)
Dividendos	(62.793)	(80.389)	(45.247)	(163.077)	(45.347)	(60.154)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	22.526	(154.396)	14.016	23.338	97.661	(70.553)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	783	2.360	851	0	0	2.708
Otras Inversiones, Neto	(88.495)	4.937	(3.717)	(100.290)	5.061	4.059
Variación Neta de Deuda	(9.766)	106.221	(8.608)	(9.801)	(9.657)	27.160
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(74.952)	(40.879)	2.542	(86.753)	93.065	(36.626)

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.625.423	1.867.395	1.495.613	1.384.879	1.338.073	1.220.418
Variación de Ventas (%)	(13,0)	24,9	8,0	3,5	9,6	2,5
EBIT Operativo	83.734	169.369	170.543	157.838	166.768	138.845
Intereses Financieros Brutos	3.627	1.077	775	998	1.298	764
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	84.095	160.525	170.797	102.262	109.429	107.532

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 **30 de octubre de 2023**, confirmó* 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.

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

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 30.06.2023). Auditor KPMG.



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 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.