

Pamer S.A. (Pamer)

Factores relevantes de la calificación

Sólida posición competitiva y generación de flujos: La calificación refleja la posición de liderazgo de Pamer, S.A. en el mercado de cartón corrugado y su sólida generación de fondos, así como su bajo nivel de endeudamiento y elevadas coberturas. La calificación también incluye la holgada liquidez y la escala operativa de la compañía. FIX espera estabilidad de los márgenes en torno al 10%-12% con ventas normalizadas en torno a USD 45 millones y Flujo Operativos consistentemente positivos.

Integración vertical: Pamer es la única empresa en Uruguay que produce cartón corrugado a partir de fibra reciclada (recortes), con una participación mayoritaria en el mercado. La compañía produce papeles para corrugar y una amplia gama de envases a partir del cartón corrugado, principalmente, para las industrias exportadoras (cárnicas, cítrica, lácteos, pesca y alimentos), lo que le brinda una diversificación para hacer frente a las fluctuaciones en los niveles de exportación y actividad de estos sectores.

Descalce operativo: Pamer tiene sus ventas denominadas mayoritariamente en dólares con parte de sus costos denominados en moneda local. Si bien existe cierto descalce operativo, la compañía ha demostrado la capacidad de generar márgenes estables y flujos positivos. Además, el riesgo puede verse mitigado mediante contratos de exclusividad de abastecimiento firmados, lo cual le permite cubrirse ante aumentos de costos o efectos adversos en las variables macroeconómicas.

Contrapartes de fuerte perfil crediticio: Si bien existe un riesgo por concentración de contrapartes, los principales clientes son importantes exportadores del mercado uruguayo, que incluye a Marfrig (calificada en BB+ escala internacional por Fitch Rating). Pamer también opera con los principales clientes de la industria cítrica, garantizando todas las operaciones con cheques diferidos y puntualmente una través de garantía hipotecaria, minimizando el riesgo de incobrabilidad inherente a la volatilidad del sector.

Flexibilidad financiera: Pamer presenta bajos niveles de endeudamiento financiero y mantiene líneas disponibles que más que duplican el monto de la deuda actual, los bajos niveles de deuda le permiten acceso al financiamiento bancario en buenas condiciones de plazo y tasa. La compañía mantiene una holgada liquidez que cubre la totalidad de la deuda total.

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, los precios de venta o ante un debilitamiento en el poder de negociación de la compañía en la compra de su principal insumo. FIX espera que el nivel de apalancamiento se mantenga en sus niveles históricos.

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 y diversificado acceso a financiamiento.

Liquidez y estructura de capital

Robusta posición de liquidez: Pamer mantiene una fuerte posición de liquidez, un nivel de deuda neta negativo y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja alto. A junio 2025, la caja fue de USD 10,3 millones, y cubría 5,2x la deuda total. FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez y bajos niveles de deuda.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de largo plazo	A+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

PAMER S.A.		
Consolidado	30/6/2025	30/6/2024
(\$ miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	2.149.863	2.034.327
Deuda Financiera	78.093	94.960
Ingresos	1.873.850	1.610.705
EBITDA	247.438	167.437
EBITDA (%)	13,2	10,4
Deuda Total / EBITDA (x)	0,3	0,6
EBITDA / Intereses (x)	84,5	52,3

Criterios Relacionados

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

Analistas



Analista Principal
Gustavo Avila
Director Senior
gustavo.avila@fixscr.com



Analista Secundario
Lisandro Sabarino
Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com

Perfil del negocio

Pamer, S.A. inició sus operaciones en 1937 y es la única empresa integrada de cartón corrugado de Uruguay. La compañía produce papeles para corrugar y una amplia gama de envases a partir del cartón corrugado. La compañía es el mayor fabricante de cartón corrugado del país y su producción utiliza como principal insumo fibras recicladas provenientes de cajas en desuso (papel de desecho). Adicionalmente, la empresa tiene el certificado de FSC (Forest Stewardship Council) que garantiza que sus productos provienen de bosques gestionados de manera responsable y sostenible.

Las ventas de la compañía se concentran en productos de cartón corrugado que tienen como cliente las industrias frigoríficas, frutícolas y lácteas del Uruguay, sin embargo, la mayor parte de los ingresos son denominados en dólares. Un porcentaje variable de la producción se exporta dependiendo de las condiciones de mercado puntuales en Argentina, dentro de las exportaciones se incluyen las ventas a buques de bandera española, así como ventas en zona franca, que representan una proporción importante de las exportaciones.

La distribución es realizada con empresas transportistas independientes, contando en la actualidad con una amplia red de empresas.

Clientes

Las ventas se destinan principalmente a industrias exportadoras de Uruguay entre ellas frigoríficas, lácteas, citrícolas, pesqueras y alimenticias. La diversificación de industrias le permite mantener una cierta estabilidad de ingresos mensuales reduciendo la estacionalidad. Si bien presenta cierta concentración en el primer cliente, esto se ve mitigado por su trayectoria. Además, el resto de sus clientes están atomizados.

Las ventas se realizan mayoritariamente en dólares, solo se vende en pesos a ciertos clientes del mercado interno. Con las principales contrapartes se firman contratos a largo plazo (2 años) que incluyen una penalidad por rescisión.

Proveedores

Pamer es la principal empresa compradora de recortes del país y obtiene los mismos a través de una diversificada red de recorteros. Las deudas comerciales (proveedores locales e internacionales) a junio 2025 representan cerca del 53% de los pasivos totales de la compañía. La atomización de proveedores le permite lograr cierta negociación para el traslado de precios. Las compras de papel son provenientes principalmente de Brasil, denominadas en dólares, aunque el riesgo de descalce de monedas se ve mitigado ya que la mayor parte de los ingresos son denominados en dólares.

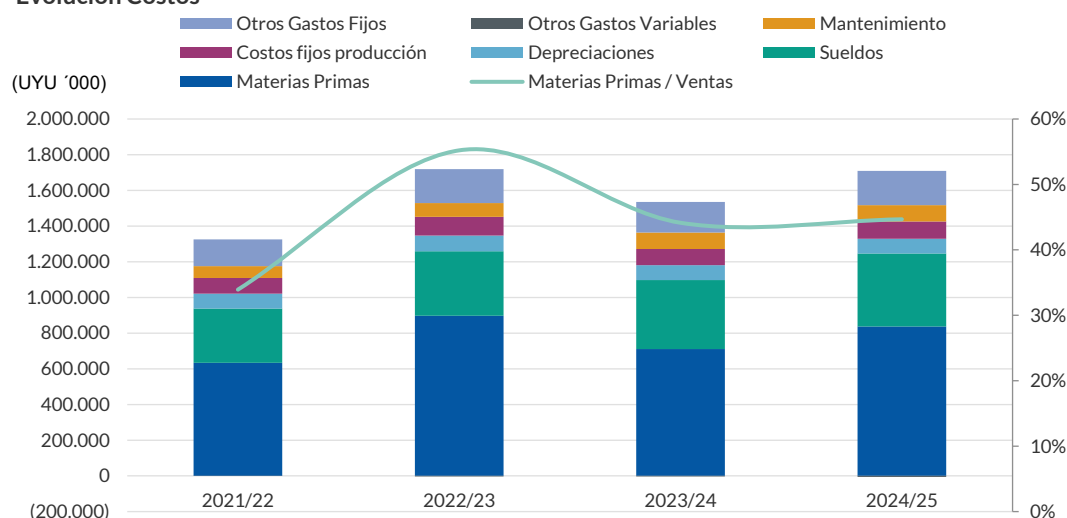
Costos

Las materias primas y materiales representan aproximadamente el 60% de los costos de mercaderías vendidas, e incluyen a los recortes que se utilizan para la elaboración del papel y son principalmente en dólares. El resto de los costos son 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. Desde ese ejercicio, los precios se han normalizado, lo cual se refleja en la baja en los costos por Materias Primas.

Pamer tiene parte de los costos en pesos (como salarios, UTE, madera, fletes entre otros). Al poseer la mayor parte de los ingresos en dólares, la compañía tiene un descalce operativo ante eventuales apreciaciones del peso uruguayo. Sin embargo, ha demostrado la capacidad de mantener márgenes y flujos operativos estables.

Evolución Costos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Pamer es la empresa líder en el mercado de cartón corrugado a nivel nacional. Los competidores a nivel local son Mercopack (representante de Trombini de Brasil), CICSSA, Costa Bella e IMPRIMEX. El restante es ocupado por proveedores del exterior principalmente de Argentina, España y Brasil.

Estrategia del managment

Pamer se tiene como estrategia comercial mantener el market share en el segmento corrugado, liderando en los segmentos más relevantes del mercado, así como mantener los niveles de rentabilidad razonables para el negocio. Por otro lado, se espera que la compañía aumente su volumen de exportación a Argentina.

Riesgo del sector

La industria del papel es cíclica, la evolución de los márgenes operativos del sector está correlacionado con las fluctuaciones de los precios de las materias primas, así como el movimiento de la oferta y la demanda. La demanda de pulpa de papel está creciendo rápidamente en los países en desarrollo, mientras el reciclaje constituirá un factor importante en la industria del embalaje. El crecimiento del comercio en línea anticipa una mayor demanda del papel corrugado, cajas y embalajes.

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 el 30/06/2025, el mercado de cartón corrugado en Uruguay se estima creció un 1,1% con respecto al anterior, con resultados dispares entre los distintos segmentos. El crecimiento está apalancado principalmente en una recuperación significativa del segmento pesca, en particular en lo que refiere a la flota española y en menor medida industria general y octobines.

Pamer crece moderadamente su participación, obedeciendo a mejora en el segmento cárnico y al crecimiento en el sector pesca antes comentado donde se tiene alta participación. Estos factores impactaron en un aumento en el volumen de venta de corrugado del 7%- a lo que se adiciona el aumento de volumen de exportaciones directas a Argentina mencionado más abajo.

En lo que respecta a la industria cárnica, ésta registró una caída en comparación con el ejercicio anterior como consecuencia de un menor volumen de faena, que se redujo un

2,5%. Esta disminución impactó negativamente en el consumo de cajas. A pesar de ello, al cierre del ejercicio, el mercado cárnico se mantiene como el principal demandante de cartón corrugado en Uruguay concentrando el 40% del total.

El sector cítrico también experimentó una contracción del 5% respecto al ejercicio anterior, provocada por los eventos climáticos ocurridos durante la última etapa de la zafra 2024. Esta situación impactó en una menor demanda de cartón al inicio del ejercicio económico debido a la finalización anticipada de la zafra. Además, el comienzo de la zafra 2025 mostró un menor dinamismo en la compra de cajas ya que los productores contaban con un stock no utilizado del año anterior.

Otro sector que registró una contracción en la demanda de cartón fue el lácteo, con una caída estimada del 3,5% al cierre del ejercicio. Esta disminución se explica por una reducción en las ventas de dicho sector, considerando tanto el mercado local como las exportaciones.

El sector más pujante fue el de pesca, con un crecimiento del 20%, donde se destaca en particular el aumento de compra por parte de buques extranjeros, en especial los de bandera española, que se abastecen de cajas en Montevideo.

El resto de los segmentos de la industria general que demandan cartón corrugado experimentaron un alza, impulsado por un mayor nivel de actividad registrado en casi todos los subsectores que lo componen, lo que arrojó un incremento promedio del 3%.

En lo que refiere a exportaciones directas de Pamer S.A., se registró un aumento significativo asociado a la incorporación de nuevos clientes de Argentina.

FIX espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga relativamente estable con un crecimiento moderado en los volúmenes, en línea con los niveles de actividad esperados por los sectores que demandan cartón corrugado (cárnico, cítrico, lácteo y alimentos). El objetivo de la compañía para el próximo ejercicio es mantener la participación en el mercado local, que comprende las exportaciones indirectas, incrementar las directas, procurando obtener una rentabilidad razonable acorde con el tipo de negocio.

Factores de Riesgo

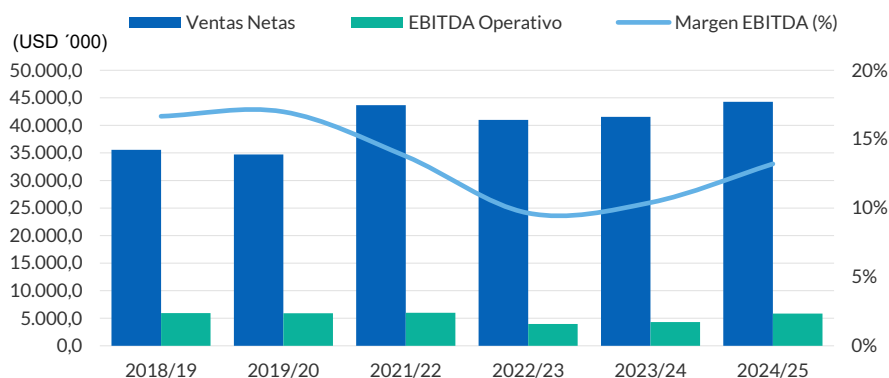
- Concentración de producto y de contraparte
- Exposición al mercado exportador.
- Ingreso de nuevos competidores al mercado.
- Descalce de moneda, mitigado por el alto porcentaje de ingresos en moneda extranjera.

Perfil Financiero

Rentabilidad

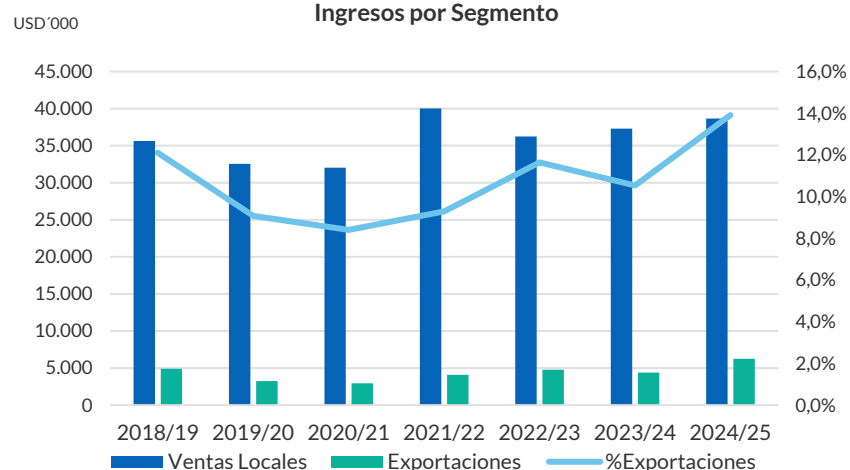
A junio 2025, las ventas tuvieron un crecimiento del 6,6%, ubicándose en USD 44 millones. El EBITDA se ubicó en USD 5,8 millones, en línea con el promedio de los últimos 10 años (USD 5,5 millones). A pesar de que el mercado de cartón tuvo un crecimiento acotado en Uruguay, Pamer pudo crecer por encima del mercado. Así, se puede observar aproximadamente un aumento del 40% en los ingresos por exportaciones, principalmente en el segmento pesca.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ingresos por Segmento

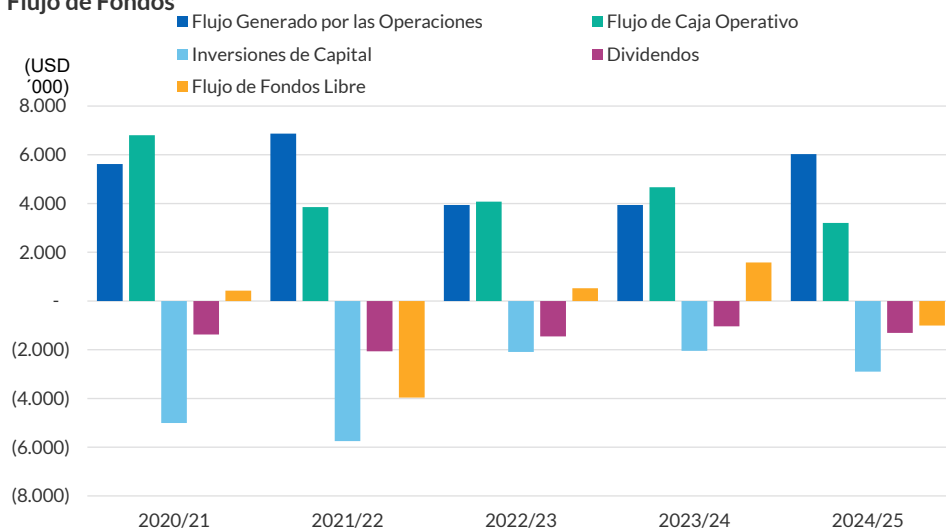


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

Pamer ha demostrado una sólida generación de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) se ubicó en USD 5,6 millones, que luego de una variación negativa del capital de trabajo, ubicó el Flujo de Caja Operativo (FCO) en USD 3 millones a junio 2025. Las inversiones son principalmente destinadas al mantenimiento de los activos, así como de mejoras en los procesos y/o reducción de costos. A junio 2025, las inversiones representaron USD 2,7 millones y una distribución de dividendos de USD 1,2 millones, lo cual arrojó como resultado un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo de USD 0,9 millones. FIX espera un FFL neutro debido a un estable y positivo FGO, inversiones de capital en torno a USD 2,8 millones y la continuidad en la política de dividendos de la compañía.

Flujo de Fondos

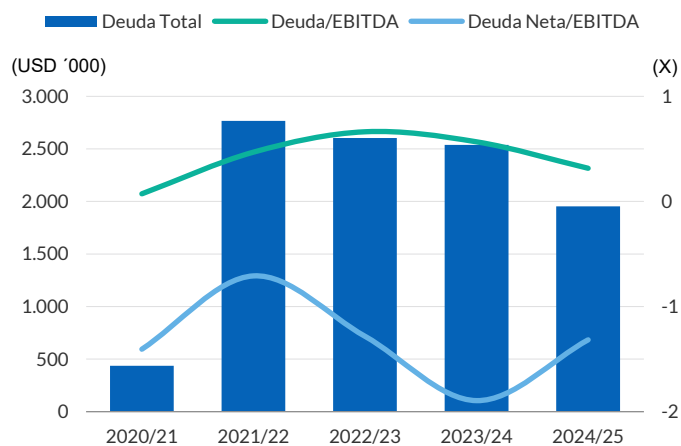


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de capital

Pamer presenta una estructura de capital conservadora. A junio 2025, el patrimonio neto de la compañía representaba el 96% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera). La compañía presenta bajos niveles de endeudamiento con una deuda financiera total total de USD 2 millones, a junio 2025. La deuda está compuesta por préstamos bancarios en un 79% a largo plazo con un ratio de Deuda Total/ EBITDA de 0,3x, y holgadas coberturas de intereses. FIX espera que Pamer continúe manteniendo bajos niveles de endeudamiento y holgadas coberturas de intereses.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez

Pamer ha mantenido una fuerte posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja elevado. A junio 2025, la caja y equivalentes se ubicó en USD 10,2 millones, y cubría 5,2x la deuda total. FIX no espera cambios en los elevados niveles de liquidez.

Liquidez - Pamer S.A.

USD '000	2021	2022	2023	2024	2025
EBITDA Operativo	5.896	6.009	3.948	4.318	5.845
Caja e Inversiones Corrientes	8.621	7.592	8.146	10.309	10.211
Deuda Corto Plazo	210	257	408	408	408
Deuda Largo Plazo	214	2.767	2.367	1.967	1.567

Indicadores Crediticios (x)

EBITDA / Deuda CP	28,1	23,3	9,7	10,6	14,3
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	69,3	52,8	29,6	35,9	39,4
Deuda Total / EBITDA	0,1	0,5	0,7	0,6	0,3
FGO+Disponibilidades/Deuda CP	61,6	53,8	30,5	35,9	38,9

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 por USD 5 millones. El bajo nivel de endeudamiento le permite a la compañía optar por el préstamo con mejores condiciones entre varias ofertas.

Factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG)

Los principales factores ambientales, sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de la Industria incluyen un adecuado Sistema de Gestión Ambiental y Social vinculado a las emisiones de gases de efecto invernadero (GEI) directas e indirectas en toda su cadena de valor, el uso de energía (intensidad, eficiencia e incorporación de uso de fuentes renovables de energía, etc.), control de la calidad del aire y efluentes y el tratamiento de residuos y materiales peligrosos. Se analiza cómo se gestionan los recursos naturales y demás insumos para los procesos productivos, como el agua (con especial énfasis en zonas de stress hídrico). Dependiendo el tipo de industria, se considera el riesgo climático en la disponibilidad de los insumos en la cadena de valor, así como la trazabilidad en términos de materia prima sensible para identificar potenciales impactos en la biodiversidad.

A su vez, se evalúa la gestión del riesgo de incidentes críticos y las políticas laborales que incluyan condiciones de contratación y medidas de seguridad adoptadas en los procesos productivos. También se considera el cumplimiento de normativas y leyes pertinentes al sector industrial, respecto a habilitaciones y adecuadas condiciones laborales, incluyendo la capacitación y los niveles de rotación.

También resulta material para el crédito los riesgos y oportunidades derivados de potenciales cambios en la demanda hacia una mayor demanda de procesos productivos con tecnologías eficientes y productos sustentables (packaging, reciclables, menor contenido de materiales plásticos, productos más saludables y/o sustentables, etc.), nuevos canales de comercialización y consumidores, así como por nuevas regulaciones y condiciones de producción.

En tanto, a nivel de Gobierno Corporativo se evalúa la independencia del directorio, su compromiso con la sustentabilidad, los mecanismos de control y toma de decisiones, la transparencia y la trayectoria de la compañía. También resulta significativo el reporte y seguimiento frecuente de métricas de gestión ESG y la comunicación transparente con los inversores y partes interesadas. Se consideran las emisiones de Bonos Temáticos o préstamos vinculados a proyectos con impacto ambiental y/o social positivo o vinculados a KPIs que mejoran la sustentabilidad del emisor.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - Pamer S.A.

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF 2025 12 meses	NIIF 2024 12 meses	NIIF 2023 12 meses	NIIF 2022 12 meses	NIIF 2021 12 meses	NIIF 2020 12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	247.438	167.437	156.590	257.038	254.072	230.733
EBITDAR Operativo	247.438	167.437	156.590	257.038	254.072	230.733
Margen de EBITDA	13,2	10,4	9,6	13,8	17,0	16,7
Margen de EBITDAR	13,2	10,4	9,6	13,8	17,0	16,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	12,7	6,3	5,7	11,3	12,2	8,7

Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	82,7	53,6	47,8	249,3	239,9	200,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	84,5	52,3	43,2	238,6	327,7	231,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	84,5	52,3	43,2	238,6	327,7	231,2
EBITDA / Servicio de Deuda	13,0	8,6	8,3	22,7	25,6	24,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	13,0	8,6	8,3	22,7	25,6	24,2
FGO / Cargos Fijos	82,7	53,6	47,8	249,3	239,9	200,8
FFL / Servicio de Deuda	(1,9)	3,6	1,4	(13,5)	1,5	2,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	19,2	24,7	17,5	13,2	39,4	39,6
FCO / Inversiones de Capital	1,1	2,3	1,9	0,7	1,4	4,0

Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,3	0,6	0,6	0,4	0,1	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,3	0,6	0,7	0,5	0,1	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,3)	(1,9)	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,3	0,6	0,7	0,5	0,1	0,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,3)	(1,9)	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,4	3,1	3,2	1,6	3,5	3,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	20,7	17,2	14,7	8,5	49,5	32,5

Balance						
Total Activos	2.149.863	2.034.327	1.852.992	2.073.488	1.950.857	1.695.424
Caja e Inversiones Corrientes	403.853	412.235	304.715	302.641	375.656	354.019
Deuda Corto Plazo	16.135	16.315	15.262	10.262	9.133	8.556
Deuda Largo Plazo	61.959	78.645	88.532	110.288	9.317	17.749
Deuda Total	78.093	94.960	103.794	120.549	18.450	26.304
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	78.093	94.960	103.794	120.549	18.450	26.304
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	78.093	94.960	103.794	120.549	18.450	26.304
Total Patrimonio	1.658.521	1.540.852	1.394.475	1.465.643	1.528.964	1.357.321
Total Capital Ajustado	1.736.615	1.635.812	1.498.269	1.586.193	1.547.414	1.383.626

Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	239.163	168.436	169.657	267.499	185.280	199.421

Variación del Capital de Trabajo	(112.083)	31.221	5.918	(117.401)	39.046	49.135
Flujo de Caja Operativo (FCO)	127.081	199.657	175.574	150.098	224.327	248.556
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(114.991)	(87.499)	(90.256)	(224.105)	(165.064)	(62.141)
Dividendos	(51.968)	(44.538)	(62.793)	(80.389)	(45.247)	(163.077)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(39.878)	67.621	22.526	(154.396)	14.016	23.338
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	5.643	783	2.360	851	0
Otras Inversiones, Neto	2.246	(55.644)	(88.495)	4.937	(3.717)	(100.290)
Variación Neta de Deuda	(16.765)	(6.438)	(9.766)	106.221	(8.608)	(9.801)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(54.398)	11.182	(74.952)	(40.879)	2.542	(86.753)

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.873.850	1.610.705	1.625.423	1.867.395	1.495.613	1.384.879
Variación de Ventas (%)	115,9	(0,9)	(13,0)	24,9	8,0	3,5
EBIT Operativo	164.845	84.232	83.734	169.369	170.543	157.838
Intereses Financieros Brutos	2.929	3.204	3.627	1.077	775	998
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	193.968	95.396	84.095	160.525	170.797	102.262

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 2025**, 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.

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:

- Balance General Auditado (último 30.06.2025). 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.