

# Pamer S.A. (Pamer)

## Factores relevantes de la calificación

**Confirmación de calificación:** FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de Pamer S.A. (Pamer) en 'A+(uy)'. La calificación considera la sólida performance de la compañía en los últimos años, aun en los periodos más críticos de la pandemia, logrando mantener una generación de fondos positiva, una estructura de capital conservadora y una robusta liquidez. FIX también considera el liderazgo de Pamer en la venta de cartón corrugado en el mercado Uruguayo, su flexibilidad operativa, su consolidada base de clientes, su integración productiva, su buen perfil patrimonial y financiero y su política de reinversión de fondos que le permite reducir costos y obtener mayor eficiencia productiva.

**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 líder le han permitido mantener niveles de rentabilidad operativa entorno al 17% y esperamos se sostenga entre un 15%/17%. A marzo 2022 (Año móvil) el margen fue del 14.7%. FIX espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga estable para los próximos años. La fabricación de papel y de productos de papel y cartón representaron aproximadamente el 2% del PBI entre 2013 y 2020. En el ejercicio 2020/2021, el mercado de cartón logró un repunte y creció un 7% debido al aumento de la demanda de envases de los frigoríficos cárnicos, principales consumidores de cartón corrugado, la mejor performance del segmento lácteo y otros sectores del mercado interno, contrarrestado parcialmente por las retracciones de los sectores cítrico y pesquero. FIX espera que el mercado de cartón corrugado se mantenga estable para los próximos años.

**Contrapartes de fuerte perfil crediticio:** Los principales clientes son importantes exportadores del mercado uruguayo, entre ellos, el Grupo Marfrig Uruguay (calificada en 'A(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.

**Sólida generación de fondos:** A marzo 2022 (Año Móvil), el flujo generado por operaciones (FGO) fue de USD 6,1 millones, el capital de trabajo se redujo en USD 2,8 millones, las inversiones fueron USD 6,1 millones y luego de una distribución de dividendos por USD 1,8 millones el flujo de fondos libre (FFL) resultó negativo en USD 4,6 millones. Las inversiones son destinadas principalmente para la eficientización del sistema y reducción de la estructura de costos. En el ejercicio 2020/2021 se realizó la primera etapa inversiones para aumentar la producción y la calidad del papel que consistía en el ensanche de la máquina de papel. La segunda etapa se efectuará en diciembre 2022. Adicionalmente, en el presente ejercicio, se realizó una inversión en un parque fotovoltaico que finalizará en junio 2022, financiada en un 80% con un préstamo bancario por USD 2,8 millones a ocho años. No obstante, FIX espera que a futuro Pamer continúe generando FGO y FFL positivos.

**Estructura de capital conservadora:** A marzo 2022, el patrimonio neto de PAMER representa el 98% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera) y la relación de deuda con EBITDA de 0.1x. 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 o requerir un incremento del apalancamiento.

## Informe de Actualización

### Calificaciones

Emisor A+(uy)

Perspectiva Estable

### Resumen Financiero

Pamer S.A. (Pamer)		
Consolidado	31/03/2022	30/06/2021
(\$ miles)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	1.972.990	1.950.857
Deuda Financiera	34.695	43.622
Ingresos	1.783.804	1.495.613
EBITDA	262.497	254.072
EBITDA (%)	14,7	17,0
Deuda Total / EBITDA	0,1	0,2
EBITDA / Intereses	150,8	327,7

### Criterios Relacionados

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

### Analistas



Directora Asociada  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8122



Candido Perez  
 Director Asociado  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119



Maria Cecilia Minguillon  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

## 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.

## 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 marzo 2022, la compañía tenía una posición de caja y equivalentes de USD 6,2 millones que cubría 7.3x la deuda total, la cual alcanzaba un total de USD 847 mil. Hacia adelante, FIX estima que la compañía mantendría una elevada liquidez.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero – Pamer S.A.

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	mar-22	2021	2020	2019	2018	2017
Período	Año Móvil	12 meses				
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	262.497	254.072	230.733	223.126	181.285	207.023
EBITDAR Operativo	262.497	254.072	230.733	223.126	181.285	207.023
Margen de EBITDA	14,7	17,0	16,7	16,7	14,9	17,4
Margen de EBITDAR	14,7	17,0	16,7	16,7	14,9	17,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,9	12,0	14,5	14,4	16,3	16,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(11,2)	1,1	1,8	7,3	(5,8)	3,1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,5	12,2	8,7	10,6	11,5	17,3
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	154,9	243,1	202,9	135,1	222,0	71,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	150,8	327,7	231,2	171,9	237,3	105,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	150,8	327,7	231,2	171,9	237,3	105,5
EBITDA / Servicio de Deuda	21,1	19,1	18,9	21,4	16,1	33,6
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	21,1	19,1	18,9	21,4	16,1	33,6
FGO / Cargos Fijos	154,9	243,1	202,9	135,1	222,0	71,7
FFL / Servicio de Deuda	(15,9)	1,3	2,2	9,5	(6,2)	6,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	4,4	29,5	31,2	35,1	7,1	34,4
FCO / Inversiones de Capital	0,5	1,4	4,0	4,7	0,9	2,6
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,8)	(1,3)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,1	0,2	0,2	0,1	0,2	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(0,8)	(1,3)	(1,4)	(1,1)	(0,6)	(0,8)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,6	2,0	2,7	6,6	3,2	15,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	30,8	28,7	32,2	29,5	27,5	41,4
<b>Balance</b>						
Total Activos	1.972.990	1.950.857	1.695.424	1.480.026	1.340.738	1.134.044
Caja e Inversiones Corrientes	252.588	375.656	354.019	267.988	150.122	172.193
Deuda Corto Plazo	10.697	12.527	11.216	9.146	10.495	4.194
Deuda Largo Plazo	23.998	31.095	23.575	21.821	27.606	5.927
Deuda Total	34.695	43.622	34.791	30.967	38.101	10.121
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	34.695	43.622	34.791	30.967	38.101	10.121
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	34.695	43.622	34.791	30.967	38.101	10.121
Total Patrimonio	1.475.301	1.528.964	1.357.321	1.190.700	1.002.947	861.743
Total Capital Ajustado	1.509.995	1.572.586	1.392.112	1.221.667	1.041.048	871.864
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	267.898	187.758	201.535	174.031	168.826	138.738
Variación del Capital de Trabajo	(123.210)	39.046	49.135	7.539	(78.557)	(28.514)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	144.688	226.804	250.670	181.570	90.269	110.224
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(264.087)	(165.064)	(62.141)	(38.562)	(100.667)	(42.136)
Dividendos	(80.703)	(45.247)	(163.077)	(45.347)	(60.154)	(30.692)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(200.103)	16.494	25.452	97.661	(70.553)	37.395
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	246.728	851	0	0	2.708	5.881
Otras Inversiones, Neto	(241.240)	(3.717)	(100.290)	5.061	4.059	3.954
Variación Neta de Deuda	(12.864)	(11.086)	(11.915)	(9.657)	27.160	(5.339)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(207.478)	2.542	(86.753)	93.065	(36.626)	41.891
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	1.783.804	1.495.613	1.384.879	1.338.073	1.220.418	1.190.657
Variación de Ventas (%)	19,3	8,0	3,5	9,6	2,5	(0,2)
EBIT Operativo	174.448	170.543	157.838	166.768	138.845	166.425
Intereses Financieros Brutos	1.741	775	998	1.298	764	1.962
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	199.657	170.797	102.262	109.429	107.532	144.308

## Anexo II. Glosario

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

## Anexo III. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings)**, en adelante **FIX**, realizado el **31 de mayo de 2022**, confirmó en la **Categoría A+(uy)** la calificación al 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **29 de octubre de 2021** disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com). El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

### Criterios Relacionados

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

### Fuente de información

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

- Información de gestión.

Y la siguiente información pública:

- Estados contables hasta el 31/12/2021 (6 meses) disponibles en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).  
Auditor externo a la fecha del último balance: Auditor KPMG.



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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [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 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 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.

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 S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR 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 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 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 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 S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR 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 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR 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 S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR 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 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 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 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 S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR 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 S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.