

# Pamer S.A. (Pamer)

## Factores relevantes de la calificación

**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 14% en 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) Rating Watch En Evolución por FIX) y Conaprole. Pamer también opera con los principales clientes de la industria cítrica, garantizando dichas operaciones 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 diciembre 2023 (año móvil) rondó los USD 3,9 millones, la variación positiva del capital de trabajo en el orden de USD 0,5 millones llevo a un Flujo de Caja Operativo (FCO) de USD 4,4 millones. Por su parte, las inversiones son principalmente destinadas al mantenimiento de los activos y mejoras en la eficientización de los procesos o reducción de costos, resultando en USD 1,9 millones a diciembre 2023 (año móvil). Adicionalmente, la distribución de dividendos fue de USD 1,2 millones, arrojando como resultado un Flujo de Fondos Libres (FFL) positivo de USD 1,4 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 diciembre 2023, el patrimonio neto de la empresa representaba el 94% del capital total ajustado (patrimonio neto más deuda financiera). Pamer presenta bajo nivel de endeudamiento financiero. La deuda total a diciembre 2023 ascendía a USD 2,6 millones, compuesta por préstamos bancarios, siendo el ratio Deuda Total/ EBITDA de 0,6x, con holgada cobertura de intereses. La principal fuente de financiamiento de las inversiones es el flujo operativo de fondos. El préstamo bancario vigente, cuyo saldo a diciembre 2023 es de USD 2,6 millones, con vencimiento en 2030, fue otorgado por Banco Santander con el objetivo de financiar parcialmente la inversión en una Planta Fotovoltaica. La compañía posee espacio suficiente para afrontar un ambiente sectorial más hostil. Hacia adelante, FIX espera que Pamer continúe manteniendo bajos niveles de endeudamiento y holgadas coberturas de intereses. Al 31 de marzo de 2024 la deuda bancaria totaliza en USD 2,5 millones según información de gestión de la compañía.

## 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.

### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Emisor de largo plazo	A+(uy)
Perspectiva	Estable

#### Resumen Financiero

PAMER S.A.		
Consolidado	31/12/2023	30/6/2023
(\$ miles)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	1.862.845	1.852.992
Deuda Financiera	100.468	103.794
Ingresos	1.602.069	1.625.423
EBITDA	154.841	156.590
EBITDA (%)	9,7	9,6
Deuda Total / EBITDA (x)	0,6	0,7
EBITDA / Intereses (x)	88,9	43,2

#### Crterios Relacionados

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

#### Analistas



Analista Principal  
 Gustavo Avila - Senior Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119



Responsable del Sector  
 Cecilia Minguillón - Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

## Liquidez y estructura de capital

**Robusta posición de liquidez:** Pamer ha mantenido históricamente una fuerte posición de liquidez y un perfil de amortización de deuda manejable. La compañía opera con un nivel de caja alto. A diciembre 2023, la caja fue de USD 9,8 millones, y cubría 3,8x la deuda total. Hacia adelante, FIX espera que siga manteniendo una elevada liquidez.

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Pamer S.A.

(miles de pesos uruguayos, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas							
Normas Contables							
Período	NIIF Año Móvil 12 meses	NIIF dic-23 6 meses	NIIF 2023 12 meses	NIIF 2022 12 meses	NIIF 2021 12 meses	NIIF 2020 12 meses	NIIF 2019 12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	154.841	85.148	156.590	257.038	254.072	230.733	223.126
EBITDAR Operativo	154.841	85.148	156.590	257.038	254.072	230.733	223.126
Margen de EBITDA	9,7	10,6	9,6	13,8	17,0	16,7	16,7
Margen de EBITDAR	9,7	10,6	9,6	13,8	17,0	16,7	16,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	6,1	7,0	5,7	11,3	12,2	8,7	10,6
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	88,4	34,3	47,8	249,3	239,9	200,8	135,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	88,9	30,9	43,2	238,6	327,7	231,2	171,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	88,9	30,9	43,2	238,6	327,7	231,2	171,9
EBITDA / Servicio de Deuda	8,8	4,6	8,3	22,7	25,6	24,2	21,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	8,8	4,6	8,3	22,7	25,6	24,2	21,4
FGO / Cargos Fijos	88,4	34,3	47,8	249,3	239,9	200,8	135,1
FFL / Servicio de Deuda	3,2	6,4	1,4	(13,5)	1,5	2,5	9,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	24,8	24,2	17,5	13,2	39,4	39,6	35,1
FCO / Inversiones de Capital	2,3	3,7	1,9	0,7	1,4	4,0	4,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	0,7	0,5	0,6	0,4	0,1	0,1	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	0,6	0,7	0,5	0,1	0,1	0,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(1,8)	(1,7)	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,6	0,6	0,7	0,5	0,1	0,1	0,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(1,8)	(1,7)	(1,3)	(0,7)	(1,4)	(1,4)	(1,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	1,6	5,4	3,2	1,6	3,5	3,5	3,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	15,8	15,8	14,7	8,5	49,5	32,5	29,5
<b>Balance</b>							
Total Activos	1.862.845	1.862.845	1.852.992	2.073.488	1.950.857	1.695.424	1.480.026
Caja e Inversiones Corrientes	382.398	382.398	304.715	302.641	375.656	354.019	267.988
Deuda Corto Plazo	15.920	15.920	15.262	10.262	9.133	8.556	9.146
Deuda Largo Plazo	84.548	84.548	88.532	110.288	9.317	17.749	21.821
Deuda Total	100.468	100.468	103.794	120.549	18.450	26.304	30.967
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	100.468	100.468	103.794	120.549	18.450	26.304	30.967
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	100.468	100.468	103.794	120.549	18.450	26.304	30.967
Total Patrimonio	1.455.345	1.455.345	1.394.475	1.465.643	1.528.964	1.357.321	1.190.700
Total Capital Ajustado	1.555.812	1.555.812	1.498.269	1.586.193	1.547.414	1.383.626	1.221.667
<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	152.223	91.814	169.657	267.499	185.280	199.421	174.031
Variación del Capital de Trabajo	22.868	57.726	5.918	(117.401)	39.046	49.135	7.539
Flujo de Caja Operativo (FCO)	175.091	149.540	175.574	150.098	224.327	248.556	181.570
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(76.612)	(39.917)	(90.256)	(224.105)	(165.064)	(62.141)	(38.562)
Dividendos	(44.531)	(43.983)	(62.793)	(80.389)	(45.247)	(163.077)	(45.347)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	53.948	65.639	22.526	(154.396)	14.016	23.338	97.661
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(77.197)	(118.019)	783	2.360	851	0	0
Otras Inversiones, Neto	(82.018)	8.704	(88.495)	4.937	(3.717)	(100.290)	5.061
Variación Neta de Deuda	(13.137)	(7.711)	(9.766)	106.221	(8.608)	(9.801)	(9.657)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(118.404)	(51.387)	(74.952)	(40.879)	2.542	(86.753)	93.065
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	1.602.069	801.497	1.625.423	1.867.395	1.495.613	1.384.879	1.338.073

Variación de Ventas (%)	(14,2)	(2,8)	(13,0)	24,9	8,0	3,5	9,6
EBIT Operativo	78.032	44.396	83.734	169.369	170.543	157.838	166.768
Intereses Financieros Brutos	1.741	2.760	3.627	1.077	775	998	1.298
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	88.449	51.337	84.095	160.525	170.797	102.262	109.429

## Anexo II - Glosario

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

## 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 **25 de abril de 2024**, 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 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 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 30 de octubre de 2023 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.

(\*) 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:

- Balance General Auditado (último 30.06.2023). Auditor KPMG.
- Balance Intermedio Auditado al 31.12.2023 – 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 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](http://www.fixscr.com)) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.