

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)
Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Obligaciones Negociables
Serie 2 por US\$ 7 MM AA-(uy)

CONAHORRO (12M) Marzo
2012 por hasta US\$ 3 MM F1+(uy)

CONAHORRO (12M) Junio
2012 por hasta US\$ 3 MM F1+(uy)

CONAHORRO (12M) Setiembre
2012 por hasta US\$ 3 MM F1+(uy)

CONAHORRO (12M) Diciembre
2012 por hasta US\$ 3 MM F1+(uy)

Resumen Financiero

Cifras consolidadas ajustadas por
inflación (MM UYU\$)

	31/07/11	31/07/10
Total Activos (\$ MM)	8.095	8.079
Total Deuda Financiera (\$ MM)	1.043	1.900
Ingresos (\$ MM)	13.074	11.242
EBITDA (\$ MM)	1.179	961
EBITDA (%)	9,0%	8,6%
Deuda/ EBITDA	0,9x	2,0x
EBITDA/ intereses	28,3	13,2

Informes relacionados

Corporate Rating Methodology,
12.ago.2011 (1)

Manual de Calificación registrado
ante el BCU

Analistas

María José Lobasso
+5411 5235-8138
majobasso@fitchratings.com

Gabriela Catri
+5411 5235-8129
gabriela.catri@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Sólidos fundamentos del negocio: Las fortalezas de Conaprole están dadas por: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima pagado a los productores, restaurando márgenes de rentabilidad; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (las exportaciones de Conaprole están cerca de los US\$ 400MM anuales); (iii) fuerte posición competitiva. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa de la compañía, en un negocio cíclico.

Fuerte posición competitiva: Conaprole es líder dentro de la industria láctea uruguaya con un 65% de participación, producto del reconocimiento de sus marcas y su desarrollada cadena de distribución. El mercado local cuenta con las altas barreras de entrada.

Flexibilidad financiera: Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera derivada de su conservador nivel de apalancamiento y demostrado acceso a los mercados de crédito. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio. La compañía tiene suficiente margen para absorber nueva deuda estructural. La emisión de los títulos CONAHORRO de corto plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Sólidos indicadores de protección de deuda: A jul'11 Conaprole detentaba sólidos indicadores de protección de deuda, con deuda neta a EBITDA de 0.2x y cobertura de intereses brutos con EBITDA de 28.3x. La estrategia financiera en el mediano plazo es mantener compromisos anuales de servicio de deuda en el orden de los US\$ 10 MM. En un escenario conservador, Fitch prevé que la compañía sostenga un nivel de apalancamiento a EBITDA por debajo de 2x y coberturas de servicio de deuda con EBITDA superiores a 1.5x

Factores que podrían derivar en un cambio de calificación

Aumento del apalancamiento: La calificación podría verse presionada si se observara una suba en el apalancamiento de corto plazo por encima de lo estimado, que no estuviera estrictamente relacionada con el financiamiento del ciclo de negocio. Fitch prevé que Conaprole sostendrá una estrategia financiera de mediano plazo caracterizada por un nivel de apalancamiento conservador y fuerte posición de liquidez.

Liquidez y Estructura de capital

Endeudamiento Moderado: A jul'11 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 56.6 MM, lo cual compara contra US\$ 86.6 MM a julio'10 (afectado por indexación y tipo de cambio). El 46% del apalancamiento bruto se encontraba en el corto plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios (aprox. 70% del total), préstamos de productores y ONs.

Fuerte posición de liquidez: Conaprole detentaba una fuerte posición de liquidez que cubría en 1.7x la deuda de corto plazo. La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 13 MM.

Perfil del negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) es una entidad líder en la industria láctea uruguaya, con más de 65% de participación de mercado en las ventas de leche. La cooperativa tiene más de 70 años de trayectoria, y es el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico. Asimismo, sus productos fueron fortaleciendo su presencia en los mercados internacionales, los cuales le otorgan hoy aproximadamente el 56% de sus ingresos.

Desde 2000 se eliminó la representación oficial del Gobierno en el Directorio de Conaprole y se determinó la obligatoriedad de que cumpla con las normas de información, publicidad y control, exigidas a las sociedades anónimas abiertas. El gobierno de la cooperativa reside en tres órganos: 1) directorio, 2) asamblea de productores y 3) comisión fiscal.

Estrategia

El consumo lácteo per cápita de Uruguay es uno de los más altos del mundo, comparable con el de los países desarrollados. Debido a la madurez y alto consumo local, y en virtud de las oportunidades originadas en el exterior y la bondad de los precios internacionales hasta el ejercicio anterior, Conaprole continuó consolidando y fortaleciendo sus operaciones en el mercado externo.

Con el objeto de atender la demanda creciente del mercado externo y teniendo en cuenta el mayor volumen de remisión de leche, Conaprole está proyectando para principio de 2012 comenzar la construcción de una nueva planta de leche en polvo, la expansión de sus líneas de productos de valor agregado y nuevo laboratorio, la cual requerirá una inversión de aproximadamente U\$S 110 MM parte de la cual será financiada con nueva deuda de largo plazo por aproximadamente US\$ 60 MM.

Operaciones

La cooperativa se dedica a la producción y distribución de una amplia gama de productos lácteos, que incluye leche líquida o en polvo, queso, manteca, cremas, helados, dulce de leche, y varios ingredientes lácteos. Opera bajo la marca Conaprole y bajo otras marcas locales, entre otras, Kasdorf, Conamigos, Candelaria, Ricoleso, Manjar, Alpa, Oso Polar y Blancanube.

Conaprole opera ocho plantas procesadoras, con una capacidad total de producción de leche para el consumo es de aproximadamente 580.000 lts/día en todas sus plantas.

Relación con productores: La relación de Conaprole con los remitentes es a dos niveles: 1) como proveedores de la materia prima básica y 2) como asociados-dueños.

La cooperativa les paga un precio por la leche remitida. Del precio a pagar, la cooperativa retiene un 1,5% destinado como aportes de capital para conformar el denominado Fondo de Productividad, que tiene como fin fondear parte de las inversiones anuales. En cuanto al precio pagado a los productores, la Dirección fija el precio de la materia prima en pesos. En momentos de incertidumbre cambiaria, los precios fueron fijados sujetos a una banda de fluctuación del tipo de cambio. Este mecanismo ofrece una cobertura operativa al riesgo de descalce de moneda.

Durante el año 2011 se ha batido el record de leche recibida en planta llegando a 1.074 MM de litros a jul'2011, lo cual compara contra 953 MM de litros a jul'2010 y 939 MM de litros a jul'2009.

El incremento de leche recibida se debe a una mayor producción de leche con la misma cantidad de productores y la misma cantidad de vacas, como consecuencia de la alimentación

a base de granos, lo cual además es un mitigante para contrarrestar la caída de la producción de leche en épocas de sequía. Aunque se deben considerar mayores costos.

Mercado Externo

Exposición a la volatilidad de los precios commodities, productos de bajo valor agregado.

Las ventas al exterior se componen principalmente de ingredientes que son utilizados como insumos, tanto en la industria alimenticia como en la farmacéutica. El volumen destinado al exterior representa el 56% sobre el volumen total vendido a Jul'2011 y el 52% a Jul'2010.

Respecto de la canasta de productos de exportación, la leche en polvo y otros productos deshidratados son el principal rubro en el volumen total exportado (77%). El segundo y tercer producto en importancia son los quesos y manteca.

En cuanto a los destinos de exportación, se observa en los últimos años una cartera más heterogénea que tiene como principales países México, Venezuela, Cuba y Brasil. Las ventas a clientes nuevos tienen resguardos en cuanto a sus cobros a través de cartas de crédito, conformadas por bancos de primera línea. Si bien los principales destinos continúan estando en América Latina, cualquier posible discontinuidad de envíos puede ser direccionable a otros mercados.

Mercado Interno

Estabilidad de la demanda, demanda inelástica de leche fluida, productos de alto valor agregado.

Conaprole detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya, y ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca, con un 65% de participación en las ventas de la leche (considerando cualquiera de sus formas). En cremas y productos frescos su participación asciende a más del 50%.

La demanda del mercado local es relativamente estable, lo cual hace bastante predecible la generación de caja en moneda local. Las líneas de leche y cremas concentran aproximadamente el 55/60% del volumen de ventas domésticas.

La cooperativa distribuye sus productos principalmente a través de una extensa red de distribuidores (externos y exclusivos) a lo largo de todo el país, lo cual constituye una ventaja competitiva (más de 180 empresas distribuidoras independientes). La red de distribuidores está dividida en dos regiones que operan independientemente: Montevideo y el interior del país. Históricamente, esta red constituyó el principal canal de distribución para Conaprole, concentrando, entre ambas subdivisiones, el 70% de las ventas al mercado interno. El canal supermercados registra una baja participación sobre las ventas, representando un 15% de las ventas domésticas. El porcentaje restante de las ventas se destinan a organismos públicos, subsidiarias y otros privados.

Precio mercado interno. Por Decreto del Poder Ejecutivo n° 424/2008 a partir de mar'08 se puso fin al pago diferencial de la leche para el consumo interno (leche cuota) que regía desde 1947. El precio de la leche pasteurizada al consumidor es fijado por el PE.

Factores de Riesgo

- Exposición a la evolución de los precios de los *commodities*. La rentabilidad del negocio de exportación de productos lácteos está expuesta a los acontecimientos de los distintos mercados fijadores de precios internacionales.
- Aprovechamiento de materia prima. El volumen de remisión de leche está influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa, como factores climáticos.
- Incidencia de los vaivenes de la economía local sobre los ingresos provenientes de ese mercado. Si bien el consumo de leche es inelástico frente al precio, la demanda de

productos de mayor valor agregado se ve influenciada por el poder adquisitivo de la población, los efectos de inflación, y la sustitución de productos.

- Exposición de endeudamiento a tasa variable. La cooperativa tiene una cobertura de riesgo de tasa por el préstamo con IFC.

Perfil Financiero

Las ventas de Conaprole en el ejercicio cerrado a jul'11, registraron una suba respecto del período cerrado a jul'10 (+28% en dólares; en el resumen financiero este porcentaje está afectado por la indexación y la variación del tipo de cambio), debido principalmente un incremento en los precios promedio de venta. En consecuencia se observa una mejora en el EBITDA margen del 9% a jul'11 comparado con 8.6% a Jul'2010.

Los costos operativos de la cooperativa están compuestos principalmente por la leche y crema, materiales, otros consumos y mano de obra. Del total de costos y gastos operativos, se calcula que aproximadamente el 20% de los insumos o costos se encuentran denominados en dólares. Conaprole detenta una fuerte flexibilidad gracias a su capacidad para trasladar el impacto de la variación en los precios internacionales al precio pagado al productor de materia prima.

En términos de la generación de fondos, Conaprole registró un flujo de caja de las operaciones (FGO) por aprox. US\$ 39 MM. El capital de trabajo negativo fue afectado por un incremento en inventarios y deudas comerciales, en línea con la mayor demanda de mercado local. La compañía financió inversiones de capital por US\$ 8.8 MM y distribuyó dividendos por US\$ 6.8 MM, y aún así generó un flujo libre positivo de US\$ 2.2 MM.

Liquidez y Estructura de Capital

A jul'11 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 56.6 MM, lo cual compara contra US\$ 86.7 MM a jul'10 y US\$ 94.6 MM a jul'09 (afectado por indexación y tipo de cambio). El 46% del apalancamiento bruto se encontraba en el corto plazo. La deuda se compone préstamos bancarios, préstamos de productores y ONs.

La deuda financiera de la compañía está compuesta principalmente por un préstamo del IFC (aprox. US\$ 16 MM), pre-financiación de exportaciones, y las ONs y títulos Conahorro objeto de calificación. La deuda también incluye la deuda con asociados.

Conaprole detentaba una fuerte posición de liquidez (dada principalmente por inversiones temporarias en BCU), que cubría en 1.7x la deuda de corto plazo. La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 13 MM.

A jul'11 la compañía mostraba sólidos indicadores de protección de deuda, con un nivel de deuda neta/EBITDA de 0.2x y cobertura de intereses con EBITDA de 28.3x, lo cual compara positivamente contra 0.6x y 13.2x a julio'10

Política de distribución de utilidades. Los socio cooperarios reciben reliquidaciones de precio cuando la situación económica-financiera lo permite. Estas reliquidaciones se pagan generalmente dos veces al año, mes posterior al cierre de los semestres fiscales (febrero-agosto). A jul'11, la distribución alcanzó los US\$ 6.8 MM. Para el mediano plazo, es estrategia de la gerencia financiera focalizar sus objetivos en la "rentabilidad de los socios", y eficientizar de esta manera la relación de la rentabilidad sobre activos y patrimonio de la cooperativa.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)

(miles de UYU\$ ajustados, año fiscal finalizado en Julio)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período	18,43	20,25	21,48	20,60	21,53
Multiplicador de Inflación	1,0000	1,0825	1,1506	1,2318	1,3306
Cifras no consolidadas	2011	2010	2009	2008	2007
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	1.179.392	960.570	949.130	583.433	1.152.791
Margen de EBITDA	9,0	8,6	9,2	4,6	10,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	13,8	6,4	19,3	7,3	9,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,3	3,8	5,1	(9,1)	2,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	8,0	13,4	2,9	14,8	17,9
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	19,5	5,8	8,6	2,5	3,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	28,3	13,2	6,2	2,7	4,8
EBITDA / Servicio de Deuda	2,2	0,9	1,0	0,3	0,5
FGO / Cargos Fijos	19,5	5,8	8,6	2,5	3,0
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,5	0,7	(0,5)	0,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,7	1,7	1,6	0,2	0,9
FCO / Inversiones de Capital	2,0	6,2	4,2	(0,1)	2,3
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	4,5	1,8	5,2	4,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,9	2,0	2,5	4,9	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,6	1,5	2,7	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,8	3,2	5,2	6,2	6,6
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,5	0,4	0,6	0,7
Balance					
Total Activos	8.095.172	8.079.467	8.734.452	9.611.342	9.333.715
Caja e Inversiones Corrientes	804.154	1.308.204	882.472	1.290.965	1.355.315
Deuda Corto Plazo	484.038	1.009.479	824.938	1.842.313	1.877.120
Deuda Largo Plazo	559.094	890.921	1.511.348	1.009.928	970.042
Deuda Total	1.043.132	1.900.400	2.336.286	2.852.241	2.847.162
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.043.132	1.900.400	2.336.286	2.852.241	2.847.162
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.043.132	1.900.400	2.336.286	2.852.241	2.847.162
Total Patrimonio	4.831.079	4.664.717	4.569.599	4.739.216	4.661.165
Total Capital Ajustado	5.874.211	6.565.117	6.905.885	7.591.457	7.508.327
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	771.712	347.571	1.175.741	334.572	470.012
Variación del Capital de Trabajo	(419.951)	326.961	(22.447)	(386.549)	394.221
Flujo de Caja Operativo (FCO)	351.761	674.532	1.153.294	(51.977)	864.233
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(173.597)	(108.346)	(274.744)	(887.556)	(381.736)
Dividendos	(134.421)	(144.708)	(352.081)	(227.203)	(264.177)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	43.743	421.478	526.469	(1.166.735)	218.319
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.441	17.732	55.807	11.400	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	2.608
Variación Neta de Deuda	(677.246)	(32.156)	(984.260)	768.185	80.275
Variación Neta del Capital	127.974	96.152	84.914	132.974	77.776
Otros (Inversión y Financiación)	0	(77.425)	15.503	0	0
Variación de Caja	(504.088)	425.781	(301.566)	(254.176)	378.979
Estado de Resultados					
Ventas Netas	13.074.450	11.224.894	10.349.339	12.791.197	10.981.064
Variación de Ventas (%)	16,5	8,5	(19,1)	16,5	20,5
EBIT Operativo	921.984	460.635	534.189	211.249	753.711
Intereses Financieros Brutos	41.628	72.560	154.142	218.965	238.696
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	379.886	619.803	136.449	694.109	765.388

Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en www.fitchratings.com
- 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. Características de la emisión

Programa de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 20 millones

En el mes de enero de 2006, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 20 MM. El programa fue inscripto en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay el 28/4/2006 (Comunicación 2006/103), con vigencia por cinco años.

La ley y la jurisdicción aplicable es la del país. El plazo de las emisiones a realizarse bajo dicho programa será en el rango de 3-10 años.

Condiciones de emisión bajo el programa

- 1) La compañía se obliga a cumplir con los siguientes ratios, al cierre de cada ejercicio anual: Razón corriente no menor a 1.0x, EBITDA de 12 meses no menor a US\$ 15 MM, y cobertura del servicio de deuda de Largo Plazo no menor a 1.0x
- 2) El capital outstanding bajo el Programa de ONs. Nunca superará los US\$ 12MM.
- 3) Los términos y condiciones de la emisión pueden ser modificados con la aprobación de los obligacionistas que representen 2/3 del capital adeudado con derecho de voto.

2º Serie de Obligaciones Negociables por US\$ 7 millones

El Directorio de Conaprole con fecha 23/11/2006 aprobó la realización de una Segunda Serie de ONs por hasta US\$ 7 MM. La inscripción de la Serie en el Registro del Mercado de Valores en el Banco Central del Uruguay fue el 15/12/2006. Asimismo, fue autorizada para cotizar en diciembre de 2006 en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. y en la Bolsa de Valores de Montevideo.

Monto de emisión: US\$ 7 MM.

Fecha Emisión: 26/12/2006

Precio de suscripción: 99.775%.

Plazo: 6,5 años.

Amortización: 7 cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del 15/6/2007.

Tasa de interés: Libor de seis meses más un margen del 1% anual. Los pagos serán semestrales, el 15/junio y 15/diciembre.

Agente organizador: Crédit Uruguay Banco S.A y GAP Consultores.

Agente fiduciario/de pago/entidad registrante: Crédit Uruguay Banco S.A.

Títulos CONAHORRO

Por resolución de Directorio de fecha 9 de diciembre de 2008, Conaprole resolvió emitir un programa de emisión de obligaciones negociables con oferta pública. Los principales términos y condiciones del programa se detallan a continuación:

Monto: Hasta US\$ 100 millones

Moneda: US\$

Nombre de las ONs: ConAhorro

Tipo de obligaciones: Escriturales, no convertibles en acciones

Uso de los fondos: financiación de inversiones de productos terminados con destino de exportación

Vigencia del programa: 5 años desde la aprobación del BCU

Plazo: 6 meses a 1 año

Moneda de repago: Se cancelará en dólares americanos, salvo que por restricción legal no se pudiera acceder a dicha moneda. En este caso se podrá cancelar en moneda local al tipo de cambio de cierre del día anterior al pago que fije el BCU para operaciones financieras

Condiciones de la Serie (12m) Marzo 2012

Monto: Hasta US\$ 3 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/3/2012

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta la cifra de US\$ 1 MM en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su agente de custodia, a través de una instrucción firmada que recabará el agente fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 15 de agosto de 2011 y el 16 de septiembre de 2011.

Amortización: 100% al 20/3/2012 o un importe a determinar al 20/9/2011, si el inversor ejerce su derecho de venta a esa fecha.

Pago de interés: 20/9/2011 y 20/3/2012.

Condiciones de la Serie (12m) Junio 2012

Monto: US\$ 3 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: 20 de junio de 2012

Derecho del inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta la cifra de US\$ 1 millón en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberán comunicar la voluntad del ejercicio a su agente de custodia, a través de una instrucción firmada que recabará el agente fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 21 de noviembre y el 19 de diciembre de 2011.

Amortización: 100% al 20 de junio de 2012 o al 20 de diciembre de 2011, si el inversor hace uso de la opción de cancelación.

Pago de interés: 21 de diciembre de 2011 y 20 de junio de 2012.

Condiciones de la Serie (12m) Setiembre 2012**Monto:** Hasta US\$ 3 millones**Moneda:** US\$**Vencimiento:** 20/9/2012

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta la cifra de US\$ 1 MM en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su agente de custodia, a través de una instrucción firmada que recabará el agente fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 20 de febrero de 2012 y el 19 de marzo de 2012. Si la sumatoria de las solicitudes superara US\$ 1 MM, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo al siguiente criterio: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% al 20/9/2012 o un importe a determinar al 20/3/2012, si el inversor ejerce su derecho de venta a esa fecha.

Pago de interés: 20/3/2012 y 20/9/2012.

Condiciones de la Serie (12m) Diciembre 2012**Monto:** Hasta US\$ 3 millones**Moneda:** US\$**Vencimiento:** 20/12/2012

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta la cifra de US\$ 1 MM en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su agente de custodia, a través de una instrucción firmada que recabará el agente fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 20 de mayo de 2012 y el 19 de junio de 2012. Si la sumatoria de las solicitudes superara US\$ 1 MM, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo al siguiente criterio: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% al 20/12/2012 o un importe a determinar al 20/6/2012, si el inversor ejerce su derecho de venta a esa fecha.

Pago de interés: 20/6/2012 y 20/12/2012.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA 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.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual 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 de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch 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 Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch 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 futuros 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 afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe de una calificación de Fitch 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 Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.