

**Productos Lácteos
Uruguay
Informe integral**

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole)

Calificación Nacional

	Calificación Actual
Obligaciones Negociables Serie 1 por US\$ 5 millones	A+(uy)
Obligaciones Negociables Serie 2 por US\$ 7 millones	A+(uy)
CONAHORRO (12m) Setiembre 2010 por hasta US\$ 6 MM	F1(uy)
CONAHORRO (12m) Diciembre 2010 por hasta US\$ 5 MM	F1(uy)

Resumen Financiero

Cifras No Consolidadas, ajustadas por inflación

	31/07/09	31/07/08
Total Activos (\$ miles)	8.138.014	7.428.555
Total Patrimonio (\$ miles)	4.044.759	3.662.716
Deuda Financiera (\$ miles)	2.182.698	2.204.482
EBITDA (\$ miles)	824.888	450.932
Margen EBITDA	9.2	4.6
Deuda neta/EBITDA	1.5	2.7
EBITDA/Intereses Brutos	6.2	2.7
EBITDA/ Intereses netos	13.5	13.7

Analistas

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

Cecilia Minguillón
+5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fitchratings.com

Fundamentos de la calificación

- Las calificaciones asignadas se fundamentan en la sólida posición de mercado de Conaprole, el reconocimiento de sus marcas, la desarrollada cadena de distribución, y su participación histórica en las exportaciones del sector. Otra de las ventajas competitivas importantes que detenta la cooperativa es la cobertura natural que le otorga la fijación del precio de compra de leche, en función de la evolución de los precios de exportación. Esto constituye barreras de ingreso para otros participantes de la industria.
- Conaprole ha atravesado con éxito la reciente baja en el ciclo de su negocio, caracterizada por una caída de precios acumulada en seis meses superior al 40%, retracción de la demanda ante la expectativa de la evolución a la baja de los precios y acumulación de stocks. Esta tendencia se revirtió a partir de junio/ julio de 2009. En opinión de Fitch, la conservadora estructura de capital y el probado acceso a los mercados de crédito de la cooperativa son factores fundamentales que le permiten mitigar ciclos negativos.
- A jul'09 Conaprole detentaba un nivel de deuda neta/EBITDA de 1.5x y cobertura de intereses con EBITDA de 6.2x. Conaprole alcanzó un pico estacional por mayores necesidades de capital de trabajo durante la primavera-verano (financiamiento de stocks), que comenzó a bajar a partir de marzo.

Factores relevantes de la calificación

- En los últimos años, Conaprole estuvo abocada a la mejora de su perfil financiero, aprovechando las buenas condiciones de los mercados. La estrategia financiera de mediano plazo es mantener compromisos de pagos anuales de deuda de aprox. US\$ 10 MM e intereses netos por aprox. US\$ 6 MM. Este nivel de servicio de deuda resulta consistente con la generación de fondos proyectada por Fitch.
- La emisión de los títulos CONAHORRO de corto plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.
- A la fecha, el nivel de stocks se ha normalizado. A lo largo del ejercicio, los precios pagados al productor se han movido de manera tal que permitieron que la cooperativa proteja sus márgenes de rentabilidad.

Liquidez y estructura de capital

A jul'09 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 92.6 MM, lo cual compara contra US\$ 119 MM al cierre del ejercicio anterior (afectado por indexación y tipo de cambio). La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 59MM.

El 40% del apalancamiento bruto se encontraba en el corto plazo; 90% de la deuda bruta de corto plazo estaba cubierta por inversiones temporarias (en papeles del BCU). La deuda de Conaprole se compone principalmente de préstamos bancarios (aprox. 70% del total), préstamos de productores y las ONs objeto de calificación.

Perfil de 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 50% 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 capita 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.

Ante este panorama, Conaprole concentró sus inversiones industriales en los productos que representan más de 60% de sus ventas de exportación. En nov'08 comenzó a operar una nueva planta de leche en polvo de Villa Rodríguez, la cual tiene una capacidad de secado 33% superior a la que la cooperativa posee en la planta de Florida. La puesta en marcha de esta nueva planta, le permitió a la cooperativa destinar plantas más pequeñas al secado de suero para exportación; esta producción incremental debería tener un impacto positivo en sus ingresos.

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. En nov'08 la cooperativa inauguró la planta de leche en polvo en Villa Rodríguez. La construcción de esta nueva planta de leche en polvo se llevó a cabo durante los tres ejercicios fiscales 2006/08, por aproximadamente US\$ 35 MM. Estas inversiones se financiaron en parte con la mayor generación de fondos, y con préstamos internacionales.

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 cambiaría, 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 ejercicio 2009 la cooperativa recibió en planta alrededor de 930 MM de litros en el último año, lo que representa una suba aproximada en la remisión respecto del último año del 10%.

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 70% sobre el volumen total vendido.

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 (60%). 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 decreto dejó sin efecto el sistema de fijación administrativa del precio al productor de la leche para consumo líquido, quedando en consecuencia liberado el precio señalado a las reglas de la oferta y la demanda. El precio de la leche pasteurizada al consumidor seguirá siendo 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.
- **Aprovisionamiento 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'09, registraron una contracción respecto del período cerrado a jul'08 (-28% en dólares, porcentaje afectado por la indexación y la variación del tipo de cambio), producto de la evolución negativa en precios.

El margen de EBITDA, sin embargo, mostró una recuperación importante hacia fines del ejercicio, retornando a niveles históricos. Esto se explica por un lado por la capacidad de la compañía para trasladar el impacto de la variación en los precios internacionales al precio pagado al productor de materia prima, lo cual le otorga una importante flexibilidad. Por el otro, los resultados al cierre de 2008 habían sido afectados por la suba en el costo de mercadería vendida hacia finales del ejercicio, ante el ajuste a la baja de la valuación de su stock de productos terminados ante el cambio en los precios internacionales y en las perspectivas.

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.

En términos de la generación de fondos, Conaprole registró un flujo de caja de las operaciones (FGO) por aprox. US\$ 42.5 MM. El pico de inventarios alcanzado durante el ejercicio, fue normalizado hacia el cierre a medida que la tendencia del mercado se revertía y los compradores aceleraban su compra de stocks, reduciendo las necesidades de capital de trabajo. Las inversiones de capital alcanzaron los US\$ 11 MM, una disminución respecto de los US\$ 19 MM a jul'08, tras la inauguración de la planta de Villa Rodríguez en nov'08.

A jul'09 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 92.6 MM, lo cual compara contra US\$ 119 MM al cierre del ejercicio anterior (afectado por indexación y tipo de cambio). La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 59MM. El 40% del apalancamiento se encontraba en el corto plazo; 90% de la deuda bruta de corto plazo estaba cubierta por inversiones temporarias (en papeles del BCU). La compañía detentaba adecuados indicadores de protección de deuda, con deuda neta a EBITDA de 1.5x y cobertura de intereses brutos con EBITDA de 6.2x.

La deuda financiera de la compañía está compuesta principalmente por un préstamo del IFC (aprox. US\$ 35 MM), pre-financiación de exportaciones, y las ONs objeto de calificación. La deuda también incluye la deuda con asociados.

En los últimos años, Conaprole estuvo abocada a la mejora de su perfil financiero, aprovechando las buenas condiciones de los mercados. La estrategia financiera es en el mediano plazo es mantener compromisos de pagos anuales de deuda en el orden de los US\$ 10 MM.

Política de distribución de utilidades. Los productores asociados y los productores-dueños de la cooperativa 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'09, la distribución alcanzó los US\$ 13.7 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 Periodo	23,55	19,45	23,72	24,02	24,55
Multiplicador de Inflación	1,0000	0,9520	1,1724	1,2763	1,3786
Cifras no consolidadas	2009	2008	2007	2006	2005
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	824.888	450.932	1.015.777	643.573	1.018.790
Margen de EBITDA	9,2	4,6	10,5	7,1	10,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	19,3	7,3	9,4	12,2	14,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,1	(9,1)	2,0	(1,4)	3,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	3,0	13,8	16,9	8,8	16,0
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	8,6	2,5	3,0	3,7	4,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,2	2,7	4,8	3,0	4,6
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	0,3	0,5	0,4	0,6
FGO / Cargos Fijos	8,6	2,5	3,0	3,7	4,4
FFL / Servicio de Deuda	0,7	(0,5)	0,2	0,1	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,6	0,2	0,9	0,6	0,9
FCO / Inversiones de Capital	4,2	(0,1)	2,3	0,8	2,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,8	5,2	4,0	3,3	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	4,9	2,5	4,0	2,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	2,7	1,3	2,7	1,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,2	7,5	7,0	6,2	5,2
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,4	0,6	0,7	0,5	0,5
Balance					
Total Activos	8.138.014	7.428.555	8.224.367	8.185.658	8.726.324
Caja e Inversiones Corrientes	788.500	997.780	1.194.231	851.287	942.463
Deuda Corto Plazo	867.755	1.423.914	1.654.017	1.334.357	1.450.240
Deuda Largo Plazo	1.314.943	780.568	854.749	1.247.522	1.397.991
Deuda Total	2.182.698	2.204.482	2.508.766	2.581.879	2.848.231
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.182.698	2.204.482	2.508.766	2.581.879	2.848.231
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.182.698	2.204.482	2.508.766	2.581.879	2.848.231
Total Patrimonio	4.044.759	3.662.716	4.106.982	3.890.033	3.970.602
Total Capital Ajustado	6.227.457	5.867.198	6.615.748	6.471.912	6.818.833
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.021.836	258.589	414.149	572.105	751.729
Variación del Capital de Trabajo	(19.509)	(298.762)	347.366	(419.480)	(174.625)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.002.327	(40.173)	761.515	152.625	577.104
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(238.780)	(685.987)	(336.365)	(197.370)	(207.444)
Dividendos	(305.993)	(175.604)	(232.779)	(83.137)	(64.594)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	457.554	(901.763)	192.371	(127.882)	305.067
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	48.502	8.811	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	2.298	10.672	11.664
Variación Neta de Deuda	(855.420)	593.726	70.734	7.606	(234.137)
Variación Neta del Capital	73.799	102.775	68.532	77.520	76.986
Otros (Inversión y Financiación)	13.474	0	0	0	0
Variación de Caja	(262.091)	(196.451)	333.936	(32.084)	159.580
Estado de Resultados					
Ventas Netas	8.994.606	9.886.248	9.675.922	9.113.743	9.453.158
Variación de Ventas (%)	(13,8)	2,2	6,2	(3,6)	19,8
EBIT Operativo	464.263	163.273	664.129	267.561	628.805
Intereses Financieros Brutos	133.965	169.237	210.326	214.736	222.518
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	118.588	536.473	674.419	344.946	636.728
Otros Indicadores					
Intereses Financieros Netos	61.051	32.797	128.271	155.038	178.560
EBITDA / Intereses Financieros Netos	13,5	13,7	7,9	4,2	5,7

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 II. 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.

1° Serie de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 5 millones

Dicha Serie de ONs fue inscripta junto al programa en el Registro del Mercado de Valores en el Banco Central del Uruguay el 28/4/2006 (Comunicación 2006/103). Asimismo, la emisión fue autorizada por la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. y la Bolsa de Valores de Montevideo, en mayo de 2006.

Monto de emisión: US\$ 5 MM

Fecha de emisión: 7/6/2006

Precio de suscripción: 99%

Plazo: cinco años, con vencimiento final el 15/junio/2011.

Amortización de capital: 5 cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del 15/6/2007. La emisión incluye la opción de rescate anticipado por el 101%.

Tasa de interes: Libor de tres meses más un margen del 2% anual. Los pagos serán trimestrales, con vencimiento del primer servicio de intereses el 15/9/06. La emisión tiene estipulado un interés moratorio de 4% anual.

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

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

2° 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) Setiembre 2010

Monto: US\$ 6 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: El vigésimo día del mes aniversario de la fecha de emisión

Opción del inversor: El inversor podrá hacer uso de una opción de venta según la cual, el día 20 del sexto mes posterior a la fecha de emisión, podrá optar por cancelar su inversión. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar al Banco de la República la voluntad de ejercicio de tal opción, disponiendo para ello del plazo comprendido entre los 150 días de la fecha de emisión y el día del primer pago de intereses

Amortización: 100% al vencimiento o a los seis meses, si el inversor hace uso de la opción de cancelación

Pago de interés: El vigésimo día del mes en que su cumple un semestre desde la fecha de emisión

Condiciones de la Serie (12m) Diciembre 2010

Monto: Hasta US\$ 5 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: El vigésimo día del mes aniversario de la fecha de emisión

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar su inversión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar al Banco de la República y al Banco Central del Uruguay, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el agente Fiduciario, quien lo comunicará diariamente al Banco Central, disponiendo para ello del plazo comprendido entre el 20 de mayo y el 17 de junio de 2010.

Amortización: 100% al vencimiento o a los seis meses, si el inversor hace uso de la opción de cancelación

Pago de interés: El vigésimo día del mes en que su cumple un semestre desde la fecha de emisión.

Anexo III. Dictamen de calificación

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 27 de noviembre de 2009, confirmó la Categoría **A+(uy)** de las Obligaciones Negociables Serie 1 por US\$ 5 MM y Obligaciones Negociables Serie 2 por US\$ 7 MM, emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta un monto de US\$ 20 MM por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**. Las calificaciones asignadas tienen Perspectiva Estable.

En igual fecha, Fitch confirmó la calificación de los títulos **CONAHORRO (12m) SEPTIEMBRE 2010** por US\$ 6 MM en F1(uy) y asignó F1(uy) a los títulos **CONAHORRO (12m) DICIEMBRE 2010** por hasta US\$ 5 MM a ser emitidos por la compañía.

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.

CATEGORÍA F1(uy): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de Fitch Uruguay, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo '+' a la categoría.

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. La Perspectiva 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, por lo tanto no es Categoría E.

Fuentes

- Balances generales auditados al 31/7/09 (anual).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Información del mercado agropecuario y lácteo del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP), Estadísticas Agropecuarias (DIEA) y de la Oficina de Programación y Política Agropecuaria (OPYPA).
- Prospecto de Emisión del Programa por hasta la suma de US\$ 20 MM. Suplemento de precio de las emisiones particulares.
- Prospecto de Emisión del Programa de Obligaciones de Corto Plazo ConAhorro.

Copyright © 2009 de 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. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga 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 con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.
