

Productos Lácteos
Uruguay
Informe integral

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole)

Calificación Nacional

	Calificación
Obligaciones Negociables Serie 1 por US\$ 5 millones	AA-(uy)
Obligaciones Negociables Serie 2 por US\$ 7 millones	AA-(uy)
CONAHORRO (12m) Diciembre 2010 por hasta US\$ 5 MM	F1+(uy)
CONAHORRO (12m) Marzo 2011 por hasta US\$ 5 MM	F1+(uy)
CONAHORRO (12m) Junio 2011 por hasta US\$ 4 MM	F1+(uy)
CONAHORRO (12m) Setiembre 2011 por hasta US\$ 6MM	F1+(uy)

Resumen Financiero

Cifras No Consolidadas, ajustadas por inflación

	31/07/10	31/07/09
Total Activos (\$ miles)	7.463.743	7.724.395
Total Patrimonio (\$ miles)	4.309.207	4.041.390
Deuda Financiera (\$ miles)	1.755.573	2.066.116
EBITDA (\$ miles)	887.366	839.372
Margen EBITDA	8.6	9.2
Deuda neta/EBITDA	0.6	1.5
EBITDA/Intereses	13.2	6.2

Analistas

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

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

Informes Relacionados

CRITERIO APLICADO:

- Corporate Rating Methodology, Ago.16.2010 (1)
- Manual de Calificación registrado ante el BCU.

Fundamentos de la calificación

- Las calificaciones asignadas a Conaprole reflejan sus sólidos indicadores crediticios. Las fortalezas de largo plazo del negocio de la compañía 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 superan los US\$ 200MM anuales); (iii) y las altas barreras de entrada en el mercado local, a raíz de su posición de mercado, el reconocimiento de sus marcas, y su desarrollada cadena de distribución. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa de la compañía, en un negocio cíclico.
- Las calificaciones incorporan también la flexibilidad financiera de Conaprole, 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; las moderadas necesidades de inversiones de capital hacen prever que la compañía no incrementará su nivel de deuda estructural.
- A jul'10 (cierre del ejercicio fiscal) Conaprole detentaba un nivel de deuda neta/EBITDA de 0.6x y cobertura de intereses con EBITDA de 13.2x, lo cual compara positivamente contra 1.5x y 6.2x a julio'09 y 2.9x y 2.7x a julio'08. 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 neto a EBITDA por debajo de 2x y coberturas de servicio de deuda con EBITDA superiores a 1.5x.

Perspectiva y factores relevantes de la calificación

- Fitch prevé que Conaprole sostendrá una estrategia financiera de mediano plazo caracterizada por un nivel de apalancamiento conservador y fuerte posición de liquidez (deuda neta de corto plazo cercana a cero). La calificación podría verse presionada a la baja si se observara una suba en el apalancamiento por encima de lo estimado, que no estuviera estrictamente relacionada con el financiamiento del ciclo de negocio.
- La emisión de los títulos CONAHORRO de corto plazo contribuye a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

A jul'10 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 83 MM, lo cual compara contra US\$ 87 MM a julio'09 y US\$ 127 MM a julio'08 (afectado por indexación y tipo de cambio).

La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 26 MM. El 53% del apalancamiento bruto se encontraba en el corto plazo; la compañía detentaba una fuerte posición de liquidez (dada principalmente por inversiones temporarias en BCU), que cubría en 1.3x la deuda de corto plazo.

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 52% de sus ingresos.

Desde 2000 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, Conaprole continuó consolidando y fortaleciendo sus operaciones en el mercado externo.

Conaprole concentró sus inversiones de los últimos ejercicios en los productos que representan más de 70% 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. Dada la capacidad de producción actual de la compañía, no se prevén fuertes inversiones de capital en el mediano plazo.

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, y otro 1.5% como préstamo financiero identificado como Préstamo Precio Diferido, ambos tienen 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 ejercicio a jul'2010 la cooperativa recibió en planta 953 MM litros, lo cual compara contra 939 a jul'2009.

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 66% sobre el volumen total vendido.

El ejercicio 2010 estuvo caracterizado por una fuerte demanda externa de productos lácteos, frente a una oferta limitada, que impulsó los precios internacionales. La fuerte demanda absorbió toda la producción del ejercicio así como la porción vendible del stock acumulado. Se prevé que los volúmenes de venta se normalizarán en el próximo ejercicio, en línea con los volúmenes de producción proyectados.

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 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'10, registraron una suba respecto del período cerrado a jul'09 (+28% en dólares; en el resumen financiero este porcentaje está afectado por la indexación y la variación del tipo de cambio), producto de la evolución positiva en precios y el fuerte crecimiento en los volúmenes comercializados.

El margen de EBITDA se mostró estable en línea con los niveles históricos del 9%. 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\$ 29.5 MM. La evolución positiva de las necesidades de capital de trabajo refleja la realización de inventarios durante el ejercicio, a fin de hacer frente a una fuerte demanda. La compañía financió inversiones de capital por US\$ 4.7 MM y distribuyó dividendos por US\$ 6.3 MM, y aún así generó un flujo libre positivo de US\$ 18.4 MM.

A jul'10 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 83 MM, lo cual compara contra US\$ 87 MM a julio'09 y US\$ 127 MM a julio'08 (afectado por indexación y tipo de cambio). La compañía detentaba sólidos indicadores de protección de deuda, con deuda neta a EBITDA de 0.6x y cobertura de intereses brutos con EBITDA de 13.2x.

La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 26 MM. El 53% del apalancamiento bruto se encontraba en el corto plazo; la compañía detentaba una fuerte posición de liquidez (dada principalmente por inversiones temporarias en BCU), que cubría en 1.3x la deuda de corto plazo.

La deuda financiera de la compañía está compuesta principalmente por un préstamo del IFC (aprox. US\$ 20.6 MM), pre-financiación de exportaciones, y las ONs y títulos Conahorro objeto de calificación. La deuda también incluye la deuda con asociados.

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'10, la distribución alcanzó los US\$ 6.3 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)

	21,10	23,55	19,45	23,72	24,02
Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo	1,000	1,0176	0,9520	1,1724	1,2763
Multiplicador de Inflación					
Cifras no consolidadas	2010	2009	2008	2007	2006
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	887.366	839.372	507.726	1.143.689	643.573
Margen de EBITDA	8,6	9,2	4,6	10,5	7,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,4	19,3	7,3	9,4	12,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,8	5,1	(9,1)	2,0	(1,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,7	3,0	13,8	17,8	8,8
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,8	8,6	2,5	3,0	3,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	13,2	6,2	2,7	4,8	3,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	1,0	0,3	0,5	0,4
FGO / Cargos Fijos	5,8	8,6	2,5	3,0	3,7
FFL / Servicio de Deuda	0,5	0,7	(0,5)	0,2	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,7	1,6	0,2	0,9	0,6
FCO / Inversiones de Capital	6,2	4,2	(0,1)	2,3	0,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,5	1,8	5,2	4,0	3,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	2,5	4,9	2,5	4,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	1,5	2,7	1,3	2,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,5	5,9	6,7	6,6	6,2
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,4	0,6	0,7	0,5
Balance					
Total Activos	7.463.743	7.724.395	8.364.166	9.260.023	8.185.658
Caja e Inversiones Corrientes	1.208.508	780.422	1.123.448	1.344.615	851.287
Deuda Corto Plazo	932.548	729.541	1.603.253	1.862.300	1.334.357
Deuda Largo Plazo	823.025	1.336.575	878.878	962.384	1.247.522
Deuda Total	1.755.573	2.066.116	2.482.131	2.824.684	2.581.879
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.755.573	2.066.116	2.482.131	2.824.684	2.581.879
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.755.573	2.066.116	2.482.131	2.824.684	2.581.879
Total Patrimonio	4.309.207	4.041.390	4.124.018	4.624.383	3.890.033
Total Capital Ajustado	6.064.780	6.107.506	6.606.149	7.449.067	6.471.912
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	321.083	1.039.778	291.158	466.301	572.105
Variación del Capital de Trabajo	302.044	(19.852)	(336.390)	391.108	(419.480)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	623.127	1.019.926	(45.232)	857.409	152.625
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(100.089)	(242.973)	(772.386)	(378.722)	(197.370)
Dividendos	(133.680)	(311.366)	(197.721)	(262.091)	(83.137)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	389.358	465.588	(1.015.339)	216.596	(127.882)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	16.381	49.354	9.921	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	2.587	10.672
Variación Neta de Deuda	(29.705)	(870.440)	668.505	79.641	7.606
Variación Neta del Capital	88.824	75.095	115.719	77.162	77.520
Otros (Inversión y Financiación)	(71.525)	13.711	0	0	0
Variación de Caja	393.333	(266.693)	(221.194)	375.987	(32.084)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	10.369.461	9.152.536	11.131.400	10.894.365	9.113.743
Variación de Ventas (%)	13,3	(17,8)	2,2	19,5	(3,6)
EBIT Operativo	425.531	472.415	183.837	747.760	267.561
Intereses Financieros Brutos	67.030	136.317	190.552	236.811	214.736
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	572.569	120.670	604.041	759.345	344.946

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.

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 interés: 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) 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.

Condiciones de la Serie (12m) Marzo 2011

Monto: Hasta US\$ 5 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: 21/3/2011

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 a su agente de custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que será remitida al agente Fiduciario, disponiendo para ello del plazo comprendido entre el 23 de agosto y el 17 de septiembre de 2010.

Amortización: 100% al vencimiento o el 20 de septiembre de 2010, si el inversor hace uso de la opción de cancelación

Pago de interés: 20 de septiembre de 2010 y 21 de marzo de 2011.

Condiciones de la Serie (12m) Junio 2011**Monto:** US\$ 4 millones**Moneda:** US\$**Vencimiento:** 20/6/2011

Derecho del inversor: El inversor tendrá derecho a recuperar su inversión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer este derecho, el inversor deberá comunicar a su agente de custodia la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que será remitida al agente Fiduciario, disponiendo para ello del plazo comprendido entre el 15 de noviembre y el 15 de diciembre de 2010.

Amortización: 100% al vencimiento o el 20 de diciembre de 2010, si el inversor hace uso de la opción de cancelación.

Pago de interés: 20 de diciembre de 2010 y 20 de junio de 2011.

Condiciones de la Serie (12m) Setiembre 2011**Monto:** US\$ 6 millones**Moneda:** US\$**Vencimiento:** 20 de setiembre de 2011

Derecho del inversor: El inversor tendrá derecho a recuperar su inversión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer este derecho, deberá comunicarlo en el plazo comprendido entre el 18 de febrero y el 17 de marzo de 2011.

Amortización: 100% al 20 de setiembre de 2011 o al 21 de marzo de 2011, si el inversor hace uso de la opción de cancelación.

Pago de interés: 21 de marzo de 2011 y 20 de setiembre de 2011.

Anexo IV. Dictamen de calificación

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 5 de noviembre de 2010, confirmó en la Categoría AA-(uy) a las Obligaciones Negociables Serie 1 por US\$ 5 MM y a las Obligaciones Negociables Serie 2 por US\$ 7 MM, emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 20 MM, de Cooperativa Nacional de Productores de Leche. Las Perspectiva es Estable.

Categoría AA(uy): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

En igual fecha, Fitch Uruguay confirmó en la Categoría F1+(uy) a los siguientes títulos de Conaprole:

- CONAHORRO (12m) DICIEMBRE 2010 por hasta US\$ 5 MM
- CONAHORRO (12m) MARZO 2011 por hasta US\$ 5 MM
- CONAHORRO (12m) JUNIO 2011 por hasta US\$ 4 MM
- CONAHORRO (12m) SETIEMBRE 2011 por hasta US\$ 6 MM

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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente, por lo tanto no es Categoría E.

Fuentes

- Balances generales al 31/7/2010.
- 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 de Obligaciones de Corto Plazo ConAhorro.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.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 METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION 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 © 2010 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 con 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.