

# Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)  
Informe Integral

## Calificaciones

<b>Nacional</b>		
ON Serie 2 por US\$ 7 MM	AA-(uy)	
ON CONAHORRO II (36m) Jun 2015 por hasta US\$ 3 MM	AA-(uy)	
ON CONAHORRO II (60m) Set 2017 por hasta US\$ 5 MM	AA-(uy)	
CONAHORRO (12m) Diciembre 2012 por hasta US\$ 3 MM	F1+(uy)	
CONAHORRO (12m) Marzo 2013 por hasta US\$ 3 MM	F1+(uy)	
CONAHORRO (12m) Junio 2013 por hasta US\$ 3 MM	F1+(uy)	
CONAHORRO (12m) Setiembre 2013 por hasta US\$ 6 MM	F1+(uy)	

## Resumen Financiero

Cifras consolidadas ajustadas por  
Inflación (MM UYU\$)

	31/07/12	31/07/11
Total Activos (\$ MM)	10.962	8.700
Total Deuda Financiera (\$ MM)	2.150	1.121
Ingresos (\$ MM)	14.966	14.052
EBITDA (\$ MM)	944	1.267
EBITDA (%)	6.3%	9,0%
Deuda/ EBITDA	2.3x	0,9x
EBITDA/ intereses	20,6x	28,3x

## Informes relacionados

[Corporate Rating Methodology](#),  
8.ago.2012 (1)

[Manual de Calificación](#) registrado  
ante el BCU

## Analistas

María José Lobasso  
+5411 5235-8138  
[majolobasso@fitchratings.com](mailto:majolobasso@fitchratings.com)

Gabriela Catri  
+5411 5235-8129  
[gabriela.catri@fitchratings.com](mailto: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 una participación cercana al 65%, 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, un demostrado acceso a los mercados de crédito y un manejo adecuado de su nivel de apalancamiento. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio. A jun'12 la compañía muestra mayor deuda estructural manteniendo una fuerte posición de liquidez y adecuada cobertura de deuda. La emisión de los títulos CONAHORRO de corto y largo plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

**Sólidos indicadores de protección de deuda:** A jul'12 Conaprole detentaba sólidos indicadores de protección de deuda, con deuda neta a EBITDA de 1.5x y cobertura de intereses brutos con EBITDA de 20.6x. 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 2.5x y coberturas de servicio de deuda con EBITDA superiores a 1.0x.

## 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 Adecuado:** A jul'12 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 99.4 MM (aproximado), lo cual compara contra US\$ 56.6 MM a julio'11 (afectado por indexación y tipo de cambio). El 64% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios (aprox. 54% del total), préstamos de productores y ONs.

**Fuerte posición de liquidez:** Conaprole detentaba una fuerte posición de liquidez que cubría en 1.0x la deuda de corto plazo. La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 63.6 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 54.5% 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.

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.

Con el objeto de atender la demanda creciente del mercado externo, Conaprole está proyectando la construcción de una nueva planta de leche en polvo, la cual requerirá una inversión de U\$S 60 MM que será financiada con nueva deuda a 10 años de 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, Ricoloso, 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 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 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. Durante 2012 la remisión de leche se mantuvo estable creciendo a menor ritmo que el año anterior.

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 (55% de las ventas totales a Jul'12)**

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 55% sobre el volumen total vendido a jun'2012 y el 53% a jul'2011. Como consecuencia de mayores volúmenes exportados, las ventas al exterior crecieron un 18.4%

El ejercicio 2011 estuvo caracterizado por una fuerte demanda global 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. 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.
- 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 netas de Conaprole a jul'12 mostraron un crecimiento del 6.5% comparadas con el ejercicio anterior a jul'11 en términos de pesos uruguayos, debido principalmente un incremento en los precios promedio de venta y mayor volumen el volumen vendido. En cuanto al EBITDA y al margen EBITDA se observa una caída como consecuencia del mayor precio pagado a los productores de leche por la materia prima.

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, a jul'12 la compañía generó un flujo negativo de capital de trabajo producto de un aumento de stocks, lo cual derivó en un flujo de caja operativo negativo, que luego de financiar inversiones por UYU 437 MM y pagar dividendos por UYU 25 MM, alcanzó un flujo libre de fondos negativo por UYU 1.043 MM.

#### Liquidez y Estructura de Capital

A jul'12 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 99.4 MM (aproximado), lo cual compara contra US\$ 56.6 MM a julio'11 (afectado por indexación y tipo de cambio). El 64% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios (aprox. 54% del total), 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 1.0x la deuda de corto plazo. La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 63.6 MM.

A pesar del aumento del nivel de endeudamiento a jul'12 la compañía continúa mostrando sólidos indicadores de protección de deuda, con un nivel de deuda neta/EBITDA de 1.5x y cobertura de intereses con EBITDA de 20.6x, lo cual compara positivamente contra 0.6x y 13.2x a julio'10.

**Política de distribución de utilidades.** Los socios 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\$ 1.2 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	21,63	18,43	20,25	21,48	20,60
Multiplicador de Inflación	1,0000	1,0748	1,1635	1,2367	1,3239
Cifras no consolidadas	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>944.107</b>	<b>1.267.611</b>	<b>1.032.450</b>	<b>1.020.139</b>	<b>627.077</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>6,3</b>	<b>9,0</b>	<b>8,6</b>	<b>9,2</b>	<b>4,6</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	13,2	13,8	6,4	19,3	7,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(7,0)	0,3	3,8	5,1	(9,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,9	8,0	13,4	2,9	0,0
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	23,0	19,5	5,8	8,6	2,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	20,6	28,3	13,2	6,2	2,7
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	2,2	0,9	1,0	0,3
FGO / Cargos Fijos	23,0	19,5	5,8	8,6	2,5
FFL / Servicio de Deuda	(1,2)	0,2	0,5	0,7	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,3)	1,7	1,7	1,6	0,2
FCO / Inversiones de Capital	(1,3)	2,0	6,2	4,2	(0,1)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,0	1,3	4,5	1,8	5,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	0,9	2,0	2,5	4,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	0,2	0,6	1,5	2,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,8	2,6	2,9	4,8	0,0
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,4	0,5	0,5	0,4	0,6
<b>Balance</b>					
Total Activos	10.962.913	8.700.691	8.684.065	9.387.923	10.330.328
Caja e Inversiones Corrientes	774.799	864.305	1.406.099	948.494	1.387.537
Deuda Corto Plazo	772.455	520.244	1.085.020	886.656	1.980.129
Deuda Largo Plazo	1.378.457	600.914	957.590	1.624.420	1.085.476
<b>Deuda Total</b>	<b>2.150.912</b>	<b>1.121.158</b>	<b>2.042.609</b>	<b>2.511.076</b>	<b>3.065.606</b>
Deuda asimilable al Patrimonio					
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>2.150.912</b>	<b>1.121.158</b>	<b>2.042.609</b>	<b>2.511.076</b>	<b>3.065.606</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>2.150.912</b>	<b>1.121.158</b>	<b>2.042.609</b>	<b>2.511.076</b>	<b>3.065.606</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>5.809.930</b>	<b>5.192.444</b>	<b>5.013.762</b>	<b>4.911.544</b>	<b>5.093.561</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>7.960.842</b>	<b>6.313.602</b>	<b>7.056.372</b>	<b>7.422.620</b>	<b>8.159.167</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
<b>Flujo generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>1.007.591</b>	<b>829.436</b>	<b>373.580</b>	<b>1.263.705</b>	<b>359.600</b>
Variación del Capital de Trabajo	(1.588.623)	(451.363)	351.428	(24.127)	(415.465)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>(581.032)</b>	<b>378.073</b>	<b>725.008</b>	<b>1.239.578</b>	<b>(55.865)</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(437.646)	(186.582)	(116.454)	(295.299)	(953.951)
Dividendos	(25.316)	(144.476)	(155.537)	(378.422)	(244.199)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(1.043.994)</b>	<b>47.015</b>	<b>453.018</b>	<b>565.857</b>	<b>(1.254.014)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	13.645	1.549	19.059	59.982	12.253
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	846.390	(727.904)	(34.562)	(1.057.898)	825.650
Variación Neta del Capital	154.604	137.546	103.347	91.267	142.922
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(83.219)	16.663	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(29.355)</b>	<b>(541.794)</b>	<b>457.643</b>	<b>(324.128)</b>	<b>(273.189)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>14.966.361</b>	<b>14.052.419</b>	<b>12.064.868</b>	<b>11.123.629</b>	<b>13.748.055</b>
Variación de Ventas (%)	6,5	16,5	8,5	(19,1)	(100,0)
<b>EBIT Operativo</b>	<b>633.800</b>	<b>990.948</b>	<b>495.105</b>	<b>574.154</b>	<b>227.051</b>
Intereses Financieros Brutos	45.779	44.742	77.989	165.675	235.344
Alquileres	0	0	0	0	0
<b>Resultado Neto</b>	<b>1.095.147</b>	<b>408.301</b>	<b>666.184</b>	<b>146.658</b>	<b>746.032</b>

## Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas, disponible en [www.fitchratings.com](http://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.

**Programa de Obligaciones Negociables CONAHORRO II por hasta US\$ 100 millones**

En el mes de mayo de 2012, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 100 MM. El programa fue presentado en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay el 16/5/2012, 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 1 a 20 años.

**Condiciones Serie CONAHORRO II (36m) Junio 2015 por hasta US\$ 3 millones**

**Monto de emisión:** US\$ 3 MM.

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 30/06/2015

**Derecho del inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar un porcentaje de su inversión en cada fecha de pago de intereses, de acuerdo al cronograma que se adjunta. Hasta la cifra equivalente al 25% de la emisión el 20-12-2012 y hasta el 50% de la emisión el 20-06-2013. Determinado el nuevo circulante al 20-06-2013, que resultará de restar al valor emitido, las eventuales cancelaciones anticipadas realizadas, renacerá el derecho de los inversores a recuperar hasta el 25% de este circulante el 20-12-2013 y hasta el 50% del mismo circulante, el 20-06-2014. Finalmente, determinado el circulante al 20-06-14, que resultará de restar al circulante al 20-06-13, las eventuales cancelaciones anticipadas realizadas el 20-12-2013 y 20-06-2014 renacerá el derecho de los inversores a recuperar hasta el 25% de este circulante el 22-12-2014. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el agente Fiduciario, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho.

Si en cada una de las fechas en que puede ejercerse este derecho, la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida de amortización, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo al siguiente criterio: a prorrata entre el total de solicitudes recibidas

**Amortización:** 100% al 30/06/2015 o parcialmente en las fechas 20/12/2012, 20/06/2013, 20/12/2013, 20/06/2014 y 22/12/2014, si los inversores ejercen su derecho de venta para estas fechas.

**Pago de intereses:** Semestrales en las siguientes fechas: 20-12-2012, 20-06-2013, 20-12-2013, 20-06-2014, 22-12-2014 y 30-06-2015

**Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Setiembre 2017 por hasta US\$ 5 millones**

**Monto de emisión:** US\$ 5 MM.

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/09/2017

**Derecho del inversor:** En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

**Amortización:** 22/09/2014: un cuarto del circulante; 21/09/2015 un tercio del circulante; 20/09/2016 la mitad del circulante; 20/09/2017 circulante y en cada oportunidad en que los inversores ejerzan su derecho de venta.

**Pago de intereses:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/03/2013, 20/09/2013, 20/03/2014, 22/09/2014, 20/03/2015, 21/09/2015, 21/03/2016, 20/09/2016, 20/03/2017 y 20/09/2017

**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 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.

**Condiciones de la Serie (12m) Marzo 2013**

**Monto:** Hasta US\$ 3 millones

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/03/2013

**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 agosto de 2012 y el 19 de setiembre 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 20/03/2013 o un importe a determinar al 20/09/2012, si los inversores ejercen su derecho de venta a esa fecha.

**Pago de interés:** 20/09/2012 y 20/03/2013.

**Condiciones de la Serie (12m) Junio 2013**

**Monto:** Hasta US\$ 3 millones

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/06/2013

**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 noviembre y el 19 de diciembre 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 20/06/2013 o un importe a determinar al 20/12/2012, si los inversores ejercen su derecho de venta a esa fecha.

**Pago de interés:** 20/12/2012 y 20/06/2013.

**Condiciones de la Serie (12m) Setiembre 2013**

**Monto:** Hasta US\$ 6 millones

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/09/2013

**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 y el 19 de marzo de 2013. 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 20/09/2013 o un importe a determinar al 20/03/2013, si los inversores ejercen su derecho de venta a esa fecha.

**Pago de interés:** 20/03/2013 y 20/09/2013.

## 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 **29 de octubre de 2012**, confirmó en la Categoría AA-(uy) a las ON Serie 2 por US\$ 7 MM, a las ON Conahorro II (36m) Jun 2015 por hasta US\$ 3 MM; y las ON Conahorro II (60m) Set 2017 por hasta US\$ 5 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 2012 por hasta US\$ 3 MM
- CONAHORRO (12m) MARZO 2013 por hasta US\$ 3 MM
- CONAHORRO (12m) JUNIO 2013 por hasta US\$ 3 MM
- CONAHORRO (12m) SETIEMBRE 2013 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 31/07/2012.
- 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.

**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.