

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole) Informe Integral

Calificaciones

ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2017 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60 m)	
Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2018 por hasta US\$ 3MM	
ampliable a US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Mar 2019 por hasta US\$ 3MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	AA(uy)
Set 2021 por US\$ 3 MM	
ampliable a US\$ 7 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	AA(uy)
Set 2022 por US\$ 3 MM	
ampliable a US\$ 7 MM	
CONAHORRO II (12m) Marzo	
2016 por hasta US\$ 3 MM	F1+(uy)
CONAHORRO II (12m) Junio	
2016 por hasta US\$ 5 MM	F1+(uy)
CONAHORRO II (12m) Diciembre	
2016 por hasta US\$ 3 MM	F1+(uy)

Rating Watch (Alerta) Negativo

Resumen Financiero No Consolidado

UYUS MM	31/07/15		31/07/14	
	NIIF		NIIF	
	12meses	12 meses		
Total Activos	15.383	14.774		
Total Deuda				
Financiera	3.312	2.462		
Ingresos	19.128	21.978		
EBITDA	1.777	2.035		
EBITDA (%)	9,3%	9,3%		
Deuda/ EBITDA	1,9x	1,2x		
EBITDA/ intereses	17,6x	29,9x		

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

Criterios Relacionados

Manual de calificación de empresas instrumentos de deuda y acciones. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en bcu.gub.uy

Analista Principal:
Gabriela Catri
Director
+5411 5235-8129
gabriela.catri@fixscr.com

Analista Secundario:
Gabriela Curutchet
Director Asociado
+5411 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Rating Watch (Alerta) Negativo: El retraso en el cobro de los créditos por exportaciones a Venezuela, en el marco del convenio entre gobiernos de julio'15, podría derivar en una mayor presión sobre el nivel de apalancamiento de Conaprole para compensar crecientes necesidades de capital de trabajo, en un año complejo para la industria a nivel global. Esto limitaría su margen de maniobra para hacer frente al ciclo negativo, presionando la calificación a la baja. Contrariamente, la pronta normalización de las cobranzas con Venezuela o la intervención y apoyo del gobierno de Uruguay, liberarían una fuerte liquidez a la compañía y le permitirían ganar la flexibilidad financiera necesaria.

Sólidos fundamentos del negocio: La calificación de Conaprole refleja la solidez de su perfil crediticio. Las fortalezas de Conaprole le permiten disminuir la volatilidad operativa propia de un negocio cíclico: (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 exportaciones por aprox. US\$ 450 MM en 2015; (iii) su fuerte posición competitiva.

Ciclo negativo mitigado por fuerte posición de liquidez y financiamiento de productores: La estrategia financiera es utilizar la liquidez y el financiamiento de los productores para mitigar posibles efectos de un ciclo negativo. También prevé concentrar una porción creciente de la deuda en el largo plazo. A julio'15 Conaprole detentaba un moderado nivel de deuda y sólidas coberturas. El ejercicio 2015/2016 plantea los desafíos de la volatilidad en los precios internacionales y la cobranza de los créditos con Venezuela. Sin embargo, FIX espera que la compañía pueda sostener holgadas coberturas de intereses con EBITDA.

Fuerte posición competitiva: Conaprole es líder dentro de la industria láctea uruguaya con una participación cercana al 70%, producto del reconocimiento de sus marcas y su desarrollada cadena de distribución. El mercado local cuenta con 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. La emisión de los títulos CONAHORRO de corto y largo plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada si se observara una suba sostenida en el apalancamiento que reste flexibilidad para hacer frente a los ciclos propios de la industria (por ejemplo, a raíz de la situación de Venezuela). Se prevé que Conaprole mantendrá una estrategia financiera de mediano plazo con un nivel de apalancamiento conservador y buena posición de liquidez.

Liquidez y estructura de capital

Endeudamiento moderado aunque creciente: en el ejercicio 2015 la compañía incrementó su endeudamiento neto en UYU\$ 1.907 MM (deuda total UYU\$ 3.312 MM) para financiar la reducción en la generación de fondos provocada en la baja del precio de la leche y el capital de trabajo. El ratio de deuda neta/EBITDA subió a 1.6x versus 0.47x en julio'14.

Perfil del negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) es una empresa líder en la industria láctea uruguaya, con aproximadamente 70% 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 otorgaron aproximadamente el 58% de sus ingresos en el ejercicio fiscal a julio'15.

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, Conaprole va se enfocó en el mercado de exportación. El objetivo de la compañía es ser el exportador de ingredientes y quesos de menor costo en Latinoamérica.

En 2013 la compañía finalizó la obra de expansión de su planta de Villa Rodríguez, en la que se invirtieron aproximadamente US\$ 70 MM, y permitió un aumento de la capacidad de producción de leche en polvo pasando de 1.3 MM kilos mensuales a 3 MM kilos.

En el actual escenario de bajos precios internacionales, se prevé que la compañía modere sus inversiones de capital realizando solamente las inversiones por mantenimiento.

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 de 7 MM de litros por día en todas sus plantas. En su pico máximo de producción implica una capacidad de producción de aprox. 80%/85%

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.

Fondo Especial para la Estabilización de Precios: dicho fondo fue creado para atender situaciones extraordinarias que afecten el precio de la leche, y su pago es determinado por el directorio, en ocasión de dichas situaciones. A Julio'15 el saldo de dicho fondo era de \$ 583 MM de pesos uruguayos. Entre agosto 2014 y julio 2015 se pagaron a los productores remitentes \$ 1.013 MM.

Mercado Externo (58% de las ventas totales a julio'15)

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 69.8% sobre el volumen total vendido a julio'15 (levemente inferior que en el ejercicio anterior 72%).

Los ingresos por exportaciones bajaron un 31.6% interanual a julio'15, como consecuencia de una caída de precios junto con una caída del 10.9% en los volúmenes comercializados.

Los productos exportados son de bajo valor agregado, y por lo tanto su contribución marginal es menor a la de los productos destinados al mercado local. 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 una cartera concentrada principalmente en 6 destinos: Venezuela, Brasil, China, Federación Rusa, Argelia y Cuba.

Exportaciones a Venezuela

En el marco del acuerdo entre gobiernos realizado entre el gobierno de Uruguay y el gobierno de Venezuela, Conaprole se comprometió a exportar 44.000 toneladas de leche en polvo.

El Fideicomiso que debía constituirse con los fondos para el pago de estas exportaciones no se perfeccionó adecuadamente, y el gobierno venezolano es quien administra discrecionalmente los pagos de los envíos.

A diciembre'15, la deuda de Corpovex y Casa (ambas empresas del gobierno venezolano que importan alimentos) con Conaprole alcanzaba los US\$ 82.29 MM. A la fecha, está pendiente el pago de 4 embarques. Contra este crédito, Conaprole ha provisionado hasta ahora US\$ 21.4 MM. A esto, deben sumarse otros compromisos de exportación en stock, cuyo despacho a destinos alternativos se ve dificultado por la compleja situación que atraviesa la industria a nivel global.

FIX colocó Alerta Negativo a las calificaciones de Conaprole. El retraso en el cobro de los créditos por exportaciones a Venezuela podría derivar en una creciente presión sobre la estructura de apalancamiento, en un año complejo para la industria (bajos precios, presión sobre los productores, altos stocks globales).

Mercado Interno

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

La demanda del mercado local es relativamente estable, lo cual hace bastante predecible la generación de caja en moneda local. La línea de leche concentra aproximadamente el 50% 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 110 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.

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.
- Riesgo de incobrabilidad de los compromisos de exportación asumidos con Venezuela en el marco del acuerdo entre gobiernos. Dificultad para localizar los stocks aún no enviados en otros mercados, dado el ciclo negativo que atraviesa la industria.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Las ventas y EBITDA de Conaprole a julio'15 alcanzaron \$ 19.128 MM y \$ 1.777 MM, mostrando un deterioro con respecto al ejercicio cerrado a julio'14. (\$ 21.978MM y \$ 2.035 MM respectivamente). Los principales motivos de la disminución de los ingresos fueron el menor volumen vendido en mercado de exportación (-10.9%) y la baja de los precios de exportación que cayeron un 26%. A nivel general, el volumen vendido por la compañía disminuyó un 7.4%.

En cuanto al EBITDA y al margen de EBITDA se observa una reducción en términos nominales explicada por la baja del volumen. Sin embargo el margen continuó en 9.3% (igual que el ejercicio'14) ya la baja en los precios de venta fue acompañada por una disminución de los precios de compra a los productores medidos en dólares. El EBITDA medido en litros resulto levemente inferior que el año pasado. (0.63 US\$ x litro en Julio'15 vs. 0.69 US\$ x litro en Julio'14).

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.

Flujo de fondos

En términos de la generación de fondos, a julio'15 el flujo gerferado por las operaciones de Conaprole alcanzó los \$ 1.998 MM. La variación negativa en el capital de trabajo fue producto de un aumento de stocks, lo cual derivó en un flujo de caja operativo de \$ 31 MM. El promedio histórico de los stocks es de aproximadamente 80 días y a la fecha de cierre el mismo superaba los 120 días.

Durante el ejercicio Conaprole realizó inversiones de capital por \$ 1.033 MM (aprox. US\$ 47MM). La compañía considera que las inversión por mantenimiento rondan entre US\$ 35 MM / US\$ 40 MM. En el actual escenario de bajos precios internacionales, se prevé que la compañía modere sus inversiones de capital realizando solamente las inversiones por mantenimiento.

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). Durante el ejercicio cerrado a Julio'15 se pagaron utilidades por \$ 250 MM.

Liquidez y estructura de capital

A julio'15 la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente US\$ 144 MM, lo cual compara contra US\$ 106 MM a julio'14. El 66% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios, préstamos de productores y ON. El endeudamiento total a EBITDA subió a 1.9x de 1.2x principalmente por el incremento de deuda para financiar el capital de trabajo.

La posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 19.4 MM, cubriendo en 0.39x de la deuda financiera de corto plazo. Se prevé que Conaprole continúe manejando sus vencimientos de corto plazo mediante una combinación de caja y nueva deuda. El endeudamiento neto de la deuda con productores a EBITDA es de 1.19x. La cobertura de intereses con EBITDA es holgada.

Fondeo y flexibilidad financiera

Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, con probado acceso a los diversos mercados de crédito.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1/8/2012, CONAPROLE ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF).

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

(miles de UYUS ajustados, año fiscal finalizado en Julio)

	2015	2014	2013	2012	2011
Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período	28,53	23,30	20,43	21,63	18,43
Multiplicador de Inflación	1,0000	1,0000	1,0000	1,0000	1,0748
	NIIF	NIIF	NIIF		
Cifras no consolidadas	2015	2014	2013	2012	2011
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	1.777.323	2.034.988	1.355.049	944.107	1.267.611
Margen de EBITDA	9,3	9,3	8,0	6,3	9,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,2	34,4	15,3	13,2	13,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,0)	(0,5)	0,2	(7,0)	0,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	4,3	16,5	17,8	19,9	8,0
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	20,8	55,1	23,3	23,0	19,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	17,6	29,9	24,1	20,6	28,3
EBITDA / Servicio de Deuda	1,4	2,5	1,8	1,2	2,2
FGO / Cargos Fijos	20,8	55,1	23,3	23,0	19,5
FFL / Servicio de Deuda	(0,9)	(0,1)	0,1	(1,2)	0,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,6)	1,7	1,5	(0,3)	1,7
FCO / Inversiones de Capital	0,0	0,8	1,0	(1,3)	2,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,6	0,7	1,6	2,0	1,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	1,2	1,6	2,3	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,6	0,5	0,8	1,5	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,5	2,7	2,6	2,8	2,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Balance					
Total Activos	15.382.788	14.773.574	11.616.872	10.962.913	8.700.691
Caja e Inversiones Corrientes	448.783	1.508.600	1.040.648	774.799	864.305
Deuda Corto Plazo	1.138.189	754.613	711.457	772.455	520.244
Deuda Largo Plazo	2.173.948	1.707.473	1.408.857	1.378.457	600.914
Deuda Total	3.312.137	2.462.086	2.120.314	2.150.912	1.121.158
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.312.137	2.462.086	2.120.314	2.150.912	1.121.158
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.312.137	2.462.086	2.120.314	2.150.912	1.121.158
Total Patrimonio	7.936.379	7.694.852	6.436.193	5.809.930	5.192.444
Total Capital Ajustado	11.248.516	10.156.938	8.556.507	7.960.842	6.313.602
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.998.367	3.683.739	1.254.506	1.007.591	829.436
Variación del Capital de Trabajo	(1.987.008)	(3.024.304)	(369.034)	(1.588.623)	(451.363)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	31.359	659.435	885.472	(581.032)	378.073
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.033.857)	(841.969)	(858.466)	(437.646)	(186.582)
Dividendos	(250.759)	0	0	(25.316)	(144.476)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.253.257)	(182.534)	27.006	(1.043.994)	47.015
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	16.735	4.733	1.687	13.645	1.549
Otras Inversiones, Neto	(534)	177.398	(4.944)	0	0
Variación Neta de Deuda	387.652	582.729	(71.058)	846.390	(727.904)
Variación Neta del Capital	0	203.827	154.629	154.604	137.546
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(849.404)	786.153	107.320	(29.355)	(541.794)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	19.128.475	21.978.396	16.953.212	14.966.361	14.052.419
Variación de Ventas (%)	(13,0)	29,6	13,3	6,5	16,5
EBIT Operativo	1.215.124	1.574.304	1.008.792	633.800	990.948
Intereses Financieros Brutos	100.828	68.093	56.149	45.779	44.742
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	464.954	1.764.744	1.092.462	1.095.147	408.301

Anexo II. Glosario

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

Anexo III. Características de la emisión

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 (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

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Marzo 2018 por hasta US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 5 MM en función de las solicitudes de suscripción y a criterio de Conaprole. Emitido: US\$ 4.883.754

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2018

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 Entidad Registrante, 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: 20/03/2015: un cuarto del circulante; 21/03/2016 un tercio del circulante; 20/03/2017 la mitad del circulante; 20/03/2018 circulante y en cada oportunidad en que los inversores ejerzan su derecho de venta.

Pago de intereses: Semestrales en las siguientes fechas: 20/09/2013, 20/03/2014, 22/09/2014, 20/03/2015, 21/09/2015, 21/03/2016, 20/09/2016, 20/03/2017, 20/09/2017 y 20/03/2018.

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Setiembre 2018 por hasta US\$ 3 millones; ampliable a US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliables hasta US\$ 5 MM. Emitido: US\$ 4.966.321

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2018

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: en cuatro cuotas de acuerdo al siguiente esquema: 21/09/2015 un cuarto del circulante; 20/09/2016, un tercio del circulante; 20/09/2017 la mitad del circulante y 20/09/2018 el circulante.

Pago de intereses: semestrales en las siguientes fechas: 20/03/2014, 22/09/2014, 20/03/2015, 21/09/2015, 21/03/2016, 20/09/2016, 20/03/2017, 20/09/2017, 20/03/2018 y 20/09/2018.

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Marzo 2019 por hasta US\$ 3 millones; ampliable a US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliables hasta US\$ 5 MM. Emitido: US\$ 4.999.445

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2019

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: en cuatro cuotas de acuerdo al siguiente esquema: 31/3/2016 un cuarto del circulante; 20/3/2017, un tercio del circulante; 20/3/2018 la mitad del circulante y 20/3/2019 el circulante.

Pago de intereses: semestrales en las siguientes fechas: 22-09-2014, 20-03-2015, 21-09-2015, 21-03-2016, 20-09-2016, 20-03-2017, 20-09-2017, 20-03-2018; 20-09-2018 y 20-03-2019.

Condiciones Serie CONAHORRO II (84m) Setiembre 2021 por US\$ 3 millones (ampliables a US\$ 7 millones)

Conaprole emitió la Serie CONAHORRO II (84m) Setiembre 2021. A continuación se detallan los principales términos y condiciones:

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 7 MM. Emitido: US\$ 6.992.507

Moneda: US\$

Vencimiento: 30/09/2021

Derecho del inversor: En fechas predeterminadas, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar un porcentaje de su inversión de acuerdo a los siguientes criterios:

- Hasta un séptimo del circulante en las siguientes fechas: 21-09-2015; 20-09-2016; 20-09-2017; 20-09-2018 y 21-09-2020.
- El total del circulante en la siguiente fecha: 20-09-2019.

Si en algún caso la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: a prorrata entre las solicitudes recibidas, o el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: 100% al vencimiento, salvo lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en las que los inversores tienen derecho de cancelación anticipada.

Pago de intereses: Semestrales en las siguientes fechas: 20/3/15, 21/9/15, 21/3/16, 20/9/16, 20/3/17, 20/9/17, 20/3/18, 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 20/9/20, 22/3/21, 20/9/21.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) septiembre 2022 por US\$ 3 millones (ampliables a US\$ 7 millones)

Monto: Hasta US\$ 3 millones, ampliables a US\$ 7 millones. Monto emitido: US\$ 4.729.215

Moneda: dólares americanos billete.

Vencimiento: 20/09/22

Derecho del Inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo del circulante en cada oportunidad en que se paguen intereses. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, la voluntad de ejercicio del mismo, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello de un período de 30 días calendario que inicia 30 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la

sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (I) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas, o (II) – el monto total solicitado, si Conaprole así lo determina.

El Representante de los obligacionistas considerará como cancelación anticipada de la emisión, los capitales devueltos a los inversores en ejercicio de este derecho.

Amortización: 100% al 20/09/2022 menos lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en que lo inversores disponen del derecho de cancelación

Interés: El interés será calculado en base a un año de 365 días según el siguiente esquema:

- 3,25 % lineal anual, para el período comprendido entre el 23-09-2015 y el 20-09- 2018
- 3,50 % lineal anual; para el período comprendido entre el 20-09-2018 y el 20-09- 2020
- 4,00 % lineal anual, para el período comprendido entre el 20-09-2020 y el 20-09- 2022.

Pago de interés: semestral.

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:

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (12m) Marzo 2016 por hasta US\$ 3 millones

Monto: Hasta US\$ 3 millones **Emitido:** US\$ 2.999.992

Moneda: US\$

Vencimiento: 21/03/2016

Derecho del Inversor: El conjunto de los inversores 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 entidad registrante, 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 y el 18 de septiembre de 2015. 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 21/03/2016 o la suma que resulte si los inversores ejercen su derecho a recuperar capital al 21/09/2015.

Pago de interés: 21/09/2015 y 21/03/2016.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (12m) junio 2016 por hasta US\$ 5 millones

Monto: Hasta US\$ 5.0 MM. **Emitido:** US\$ 4.999.243

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/06/16

Derecho del Inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un tercio de la emisión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho los inversores deberán comunicar a su Entidad Registrante, 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 del plazo comprendido entre el 20 de noviembre y el 18 de diciembre de 2015. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios:

(I) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas, o (II) – el monto total solicitado, si Conaprole así lo determina.

Amortización: 100% al 20/06/2016 o la suma que resulte si los inversores ejercen su derecho a recuperar el capital al 21/12/15.

Interés: 2% lineal anual.

Pago de interés: 21/12/2015 y 20/06/16.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (12m) Diciembre 2016 por hasta US\$ 3 millones

Monto: Hasta US\$ 3 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/12/16

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta un tercio de la emisión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su Entidad Registrante, 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 2016 y el 17 de junio de 2016. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; o (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% del capital al 20/12/16 menos los que eventualmente amortizado el 20/06/2016.

Pago de interés: 20/6/2016 y 20/12/16.

Anexo IV. Dictamen de calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de **FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el 5 de febrero de 2016, confirmó en la categoría **AA(uy)** a los siguientes títulos emitidos por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**:

- ON Conahorro II (60m) Set 2017 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Setiembre 2018 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Marzo 2019 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Set 2021 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 7 MM
- ON Conahorro II (84m) septiembre 2022 por US\$ 3 MM, ampliable hasta US\$ 7 MM

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

- Conahorro II (12m) Marzo 2016 por hasta US\$ 3 MM
- Conahorro II (12M) Junio 2016 por hasta US\$ 5 MM
- Conahorro II (12m) Diciembre 2016 por hasta US\$ 3 MM

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.

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 **FIX**, 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.

Rating Watch: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza. En las categorías más bajas de grado especulativo ('CCC', 'CC' y 'C') la alta volatilidad de los perfiles crediticios puede implicar que todas las calificaciones lleven un RW. De todas maneras, los

RW son aplicados selectivamente en estas categorías, cuando un Consejo decide que eventos particulares o amenazas son mejor comunicadas adhiriendo una designación de RW. El uso del estatus de "Rating Watch" es mutuamente excluyente de la "Perspectiva".

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

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

Fuentes

- Balances generales al 31/07/15.
- Auditor externo del último balance anual: 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).

Criterios Relacionados

Manual de calificación de empresas instrumentos de deuda y acciones. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Gabriela Curutchet

Gabriela Catri

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A. (www.fixscr.com)

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información 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 que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no sólo, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.