

# Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)

## Factores relevantes de la calificación

**Acción de calificación:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX- confirmó en la Categoría AA+(uy) con Perspectiva Estable la calificación de las ON de Largo Plazo de la compañía y asignó en la categoría AA+(uy) con Perspectiva Estable a la calificación de la ON CONAHORRO III Serie 21 por hasta US\$ 5 millones. La calificación se sustenta en la fuerte posición competitiva de CONAPROLE como empresa líder en la industria láctea uruguaya, en su sólida base de activos y en su integración vertical. También se considera la finalización y puesta en marcha de la nueva planta de producción de leche en polvo nutricional con su contribución marginal al EBITDA de la compañía y el decreciente nivel de endeudamiento con un ratio Deuda neta/EBITDA esperado hacia adelante por debajo de 1,5x. FIX estima que la compañía presentará ratios de rentabilidad adecuados con un nivel de deuda decreciente ya que no se planean realizar inversiones de gran magnitud en el mediano plazo.

**Fuerte posición competitiva:** La calificación de CONAPROLE refleja la solidez de su perfil crediticio derivada de su posición como el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico con un diversificado portafolio compuesto por más de 300 productos. CONAPROLE detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya donde ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca más del 70% de participación en las ventas de la leche a nivel nacional. La cooperativa opera en un mercado local maduro y de alto consumo per cápita. En tanto, a enero 2022, las ventas de CONAPROLE destinadas al mercado externo representaron el 59% de los ingresos, con una participación en el mercado internacional del 3%, con perspectiva de crecimiento de sus exportaciones a partir del funcionamiento de la nueva planta que produce leche en polvo y de leche nutricional a partir de 2022.

**Márgenes de rentabilidad estables a través del ciclo:** Históricamente, la cooperativa mantuvo márgenes de rentabilidad estables en torno al 10% y hacia adelante FIX espera que dichos márgenes no presenten mayor volatilidad. En el ejercicio 2021 se registraron márgenes del 13,8% que compara favorablemente contra 12,3% registrado en 2020 y 10.3% en 2019. Esta mayor rentabilidad fue producto de los mayores precios. CONAPROLE presenta una estructura operativa flexible con costos variables en torno al 80% de las ventas que le permite mitigar en gran medida la volatilidad de los precios internacionales y de volumen de producción.

**Flujo de Fondos Libres positivos presionados por las inversiones:** FIX destaca que el Flujo de Fondos Libres (FFL) de CONAPROLE fue positivo en los últimos 5 años, aunque presionado por las inversiones en la nueva planta de leche en polvo con destino a productos nutricionales y una ampliación y modernización de su sala de calderas estimadas en US\$ 140 millones. No obstante, registró importantes niveles de FFL en los últimos 3 años de US\$ 81 millones, US\$ 79 millones y US\$ 95 millones en 2021/2020/2019 respectivamente.

**Inversiones para ampliación y eficiencia de la producción y gestión:** En los últimos años, la compañía realizó una importante inversión en la planta para la exportación de leche en polvo nutricional de aproximadamente US\$ 140 millones financiada por el IFC, BID Invest y BROU a 10 años. La nueva planta operativa se inauguró en enero 2022. FIX estima que la compañía retornará a una mayor generación de fondos libres, con un EBITDA anual adicional en torno a los US\$ 10 millones. Adicionalmente, en 2022 la compañía planea realizar una inversión entre

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor Largo Plazo	AA+(uy)
ON CONAHORRO III Serie 21 (60m) Junio 2027 por hasta US\$ 5 MM	AA+(uy)

Perspectiva	Estable
-------------	---------

### Resumen Financiero

Cooperativa nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)		
Consolidado	31/01/22	31/07/21
	Año móvil	12 Meses
Total Activos	738.502	719.292
Deuda Financiera	192.419	159.429
Ingresos	1.047.808	960.140
EBITDA	149.880	132.765
EBITDA (%)	14,3	13,8
Deuda		
Total/EBITDA	1,3	1,2
Deuda Neta		
Total/EBITDA	0,8	0,8
EBITDA/Intereses	30,9	26,4

### Criterios Relacionados

[Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas](#), registrado ante el Banco Central del Uruguay. Dponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

### Analistas



Analista Principal  
 Gustavo Avila  
 Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119



Analista Secundario  
 Candido Perez  
 Director Asociado  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142



Responsable del Sector  
 Cecilia Minguiñón  
 Senior Director  
[cecilia.minguiñon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguiñon@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8123

US\$ 15 y US\$ 20 millones en la construcción del nuevo edificio corporativo de administración que será de última generación y autosustentable, con tiempo estimado de construcción de dos años.

**Bajo endeudamiento esperado:** A enero 2022, la deuda financiera ascendió a US\$ 192 millones, con un ratio Deuda/EBITDA de 1.0x. Durante el ejercicio 2022, FIX espera un nuevo endeudamiento de US\$ 20 millones para la construcción del nuevo edificio de administración que se financiara con fondos propios y una nueva emisión de obligaciones negociables. FIX estima ratios de endeudamiento neto hacia adelante en forma consistente por debajo de 1.5x EBITDA y holgadas coberturas de intereses.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada ante un sostenido aumento del apalancamiento por encima de 3.0x EBITDA a través del ciclo como consecuencia de un mayor nivel de endeudamiento sin una generación adicional de fondos. FIX prevé que CONAPROLE mantendrá una estrategia financiera de mediano plazo conservadora con holgadas coberturas de intereses, una adecuada posición de liquidez y un apalancamiento neto por debajo a 1.5x EBITDA.

## Liquidez y estructura de capital

**Holgada Liquidez y elevada flexibilidad financiera:** CONAPROLE presenta una holgada liquidez con una posición de caja e inversiones corrientes a enero 2022 de US\$ 80 millones que cubría 1.1x la deuda financiera de corto plazo. FIX considera que CONAPROLE detenta una elevada flexibilidad financiera y probado acceso a los mercados de crédito local e internacional. La cooperativa tiene acceso a créditos bancarios con entidades de primera línea, probado historial de emisiones de obligaciones negociables (Conahorro) en el mercado de capitales local y préstamos y sindicados con importantes organismos multilaterales.

## Perfil del negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) es una empresa líder en la industria láctea uruguaya, con más del 70% de participación de mercado en las ventas de leche. La cooperativa tiene 85 años de trayectoria y es el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico con un diversificado portafolio compuesto por más de 300 productos divididos en leches, helados, postres, yogures, entre otros. Durante los últimos años, Conaprole ha consolidado su presencia en el mercado internacional con llegada a más de 50 países y una participación del 3% en el comercio mundial de lácteos.

Conaprole opera ocho plantas procesadoras, con una capacidad total de producción de leche de 7 millones de litros por día. En su pico máximo de producción la capacidad utilizada de producción alcanza el 80-85%.

La cooperativa ha presentado históricamente ventas en torno a los US\$ 900 millones, 50% destinadas al mercado local y 50% al mercado internacional, con márgenes de rentabilidad estables en torno al 10%.

### Segmentos de negocio

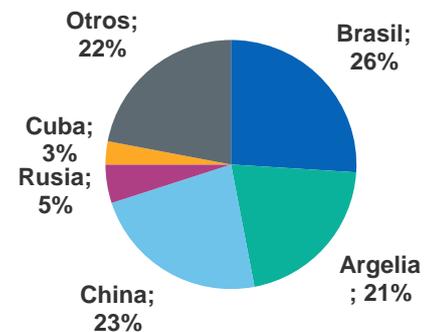
#### **Mercado Externo (59% de las ventas totales a enero 2022)**

CONAPROLE tiene una participación del 3% en el mercado internacional, con posibilidades de aumentar su presencia a partir de mayores niveles de ventas de leche en polvo y leche en polvo nutricional en los próximos años

El mercado internacional expone a la compañía a la volatilidad de los precios internacionales de commodities, pero le brinda la posibilidad de crecimiento de ventas debido a la creciente demanda internacional de productos lácteos. Las ventas al exterior se componen principalmente de ingredientes que son utilizados como insumos, tanto en la industria alimenticia como en la farmacéutica. Los principales productos exportados son leche en polvo

y otros productos deshidratados, sueros, quesos duros y manteca. A partir de 2022, la empresa estima comenzar la producción y venta de leche nutricional a terceras marcas como Nestlé, Danone, Fonterra, entre otras.

**Destinos de Exportación - 2021**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

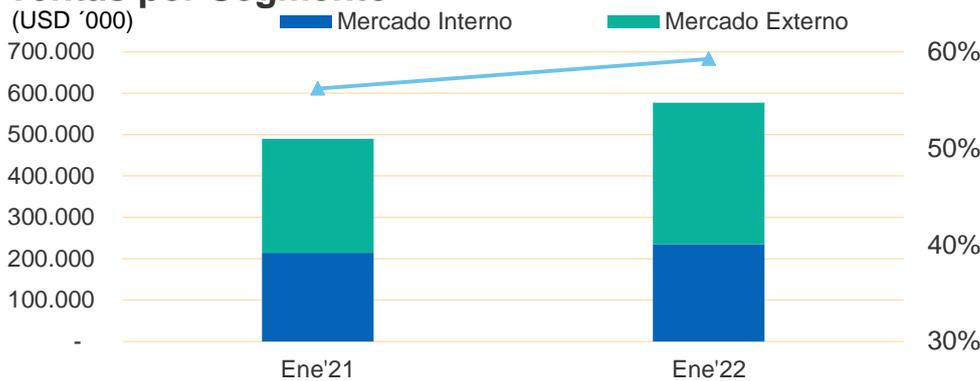
Los principales destinos de exportación son Brasil, China y Argelia, seguido por Rusia, Cuba, México. CONAPROLE está comenzando a utilizar un Mercado de Futuro de Leche en Polvo en desarrollo en Nueva Zelanda, que aún es limitado, pero seguramente aumente en línea con el aumento de las exportaciones de la compañía a China.

### Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

#### Mercado Interno (41% de las ventas totales a enero 2022)

CONAPROLE detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya donde ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca con un 70% de participación en las ventas de la leche. Este mercado le otorga mayor estabilidad, ya que presenta una demanda inelástica de leche fluida y permite comercializar productos de alto valor agregado. La demanda madura del mercado local y la posición competitiva de sus marcas, 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. El porcentaje restante de las ventas se destinan a organismos públicos, subsidiarias y otros privados.

Los asociados-dueños de CONAPROLE son los remitentes que actúan como proveedores de la materia prima básica. La cooperativa cuenta con alrededor de 1900 productores que revisten el carácter de socios cooperarios y 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 a la Cooperativa.

La remisión de leche presenta una estacionalidad, con máximos en octubre, noviembre y parte de diciembre y mínimos en abril. Durante el 2021, la remisión de leche por parte de los productores tuvo una tasa de crecimiento del 5,5% al 6% cuando históricamente el crecimiento siempre fue de 3,5% al 4% debido al aumento de precio pagado al productor y al incremento de la producción a causa de la mayor suplementación alimentaria del ganado.

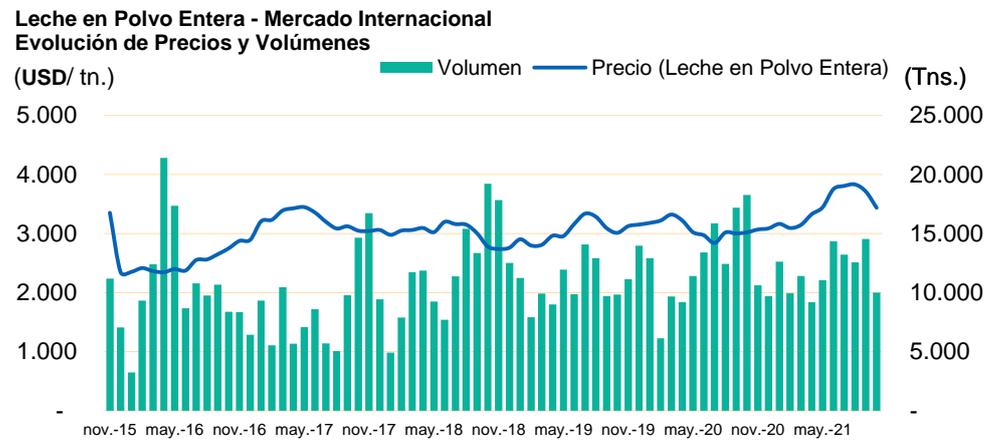
**Posición Competitiva**

Conaprole detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya donde ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca con un 70% de participación en las ventas de la leche. La cooperativa opera en un mercado local maduro y de alto consumo per cápita. En el mercado internacional, Conaprole tiene una participación del 3% en un mercado competitivo aunque con precios que han sido relativamente estables en los últimos años.

**Riesgo del Sector**

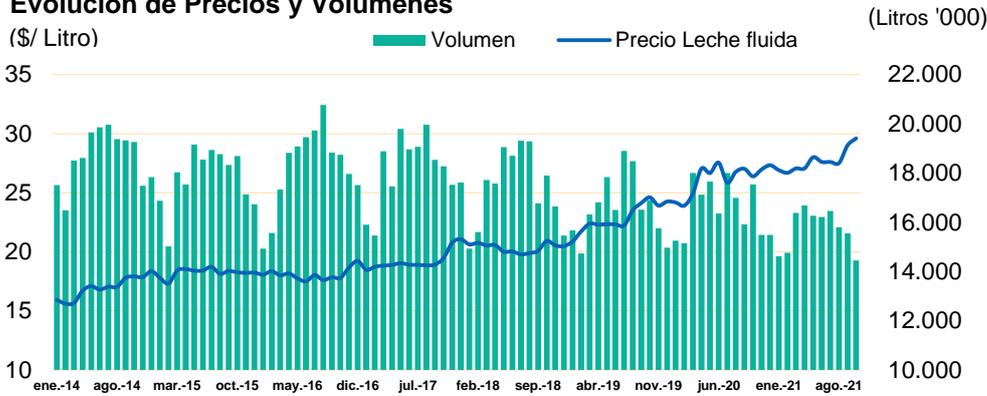
La rentabilidad y la generación de fondos de los productores de lácteos se encuentran correlacionadas con la evolución de la oferta mundial de leche fluida y leche en polvo en un mercado competitivo en precios aunque con una demanda que presenta menor elasticidad que la mayoría de los commodities. Los precios internacionales han mostrado desde 2016, una menor volatilidad a otros commodities con una oscilación en el precio en torno a los US\$ 3.000. Durante 2021, los precios internacionales presentaron picos cercanos a los USD4000 y a abril 2022 están en US\$4200 por tonelada.

En el mercado local, la demanda es estable y presenta niveles de consumo correlacionados con el crecimiento poblacional mientras que la producción se encuentra en torno a los 200 millones de litros anuales. Durante el último año, los precios en moneda local han aumentado en línea con la depreciación del Peso uruguayo consecuencia de un elevado pass-through (traspaso a precios) en una industria dolarizada.



Fuente: INALE, Fix Scr

**Leche Fluida - Mercado Local**  
**Evolución de Precios y Volúmenes**



El consumo per cápita de leche fluida en Uruguay se encuentra entre los primeros 20 países a nivel mundial, el mayor de Sudamérica y levemente superior al promedio de consumo de la Unión Europea. FIX estima que, hacia adelante, los precios internacionales se mantengan estables y que el crecimiento de ventas de la cooperativa estará ligado a un mayor nivel de exportaciones de leche el polvo.

**Administración y Calidad de los accionistas**

Los asociados-dueños de Conaprole son los remitentes que actúan como proveedores de la materia prima básica. La cooperativa cuenta con alrededor de 1900 productores que revisten el carácter de socios cooperarios y 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 a la Cooperativa.

**Factores de Riesgo**

- Exposición a la volatilidad en los precios internacionales de los commodities, en particular de la leche entera en polvo.
- Aprovisionamiento de materia prima. El volumen de remisión de leche se encuentra influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa como factores climáticos.
- Productos con mayor valor agregado presentan una mayor elasticidad ingreso y se ven influenciados por el crecimiento económico local.

## Perfil Financiero

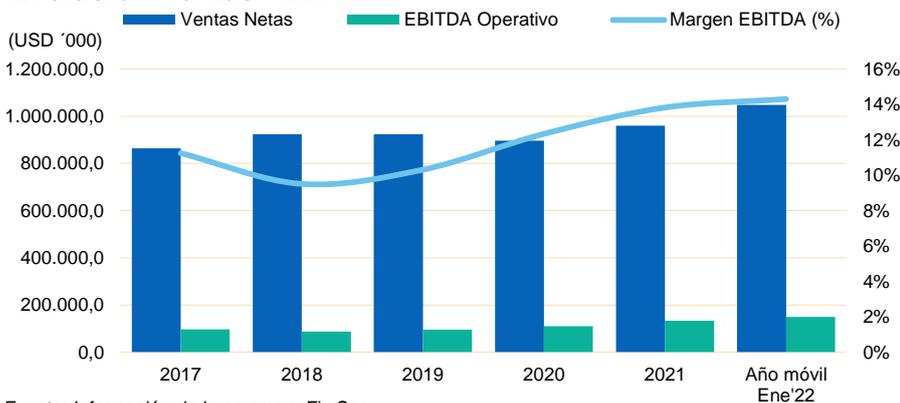
### Rentabilidad

CONAPROLE ha tenido una buena performance durante el 2021, al fin del cierre fiscal en julio 2021 tenía ventas por US\$ 960 millones (+7% que a julio 2020) y un EBITDA de USD 133 millones. Por su parte, a enero 2022 (Año móvil) las ventas siguieron la misma tendencia con ventas de US\$ 1.048 millones y un EBITDA de US\$ 150 millones. La mejora de EBITDA obedece a una mejora en los gastos de administración y comercialización medidos contra las ventas, que fueron reducidos desde un 14% en julio 2020 a 11% en julio 2021, mejorando principalmente en Retribuciones Personales.

Durante los últimos 5 años, la cooperativa mantuvo márgenes de rentabilidad estables en torno al 10%, sin embargo el ejercicio 2021 obtuvo un 13,8% de margen mostrando una eficiencia en el proceso productivo. Hacia adelante el aporte de la planta de leche en polvo nutricional, garantizaría un EBITDA adicional de al menos US\$ 10 millones anuales.

CONAPROLE presenta una estructura operativa flexible con costos variables en torno al 80% de las ventas que le permite mitigar en gran medida la volatilidad de los precios internacionales.

### Evolución Ventas - EBITDA



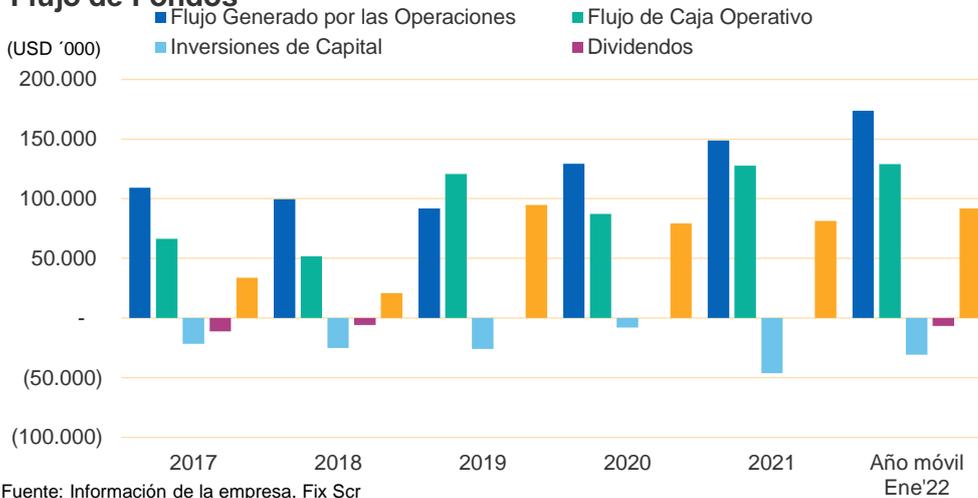
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de fondos

Históricamente, CONAPROLE ha presentado Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos debido a una elevada Generación de Fondos Operativos (FGO) en torno a los US\$ 80-100 millones. A enero 2022 (Año móvil), el FFL fue positivo por US\$ 92 millones debido a la Generación de Flujo Operativo positivo por US\$ 174 millones, una variación de capital de trabajo negativa por US\$ 45 millones, inversiones de capital por US\$ 31 millones y distribución de dividendos por US\$ 6 millones.

FIX registra que el Flujo de Fondos Libres (FFL) de CONAPROLE fue presionado por las inversiones en la nueva planta de leche en polvo con destino a productos nutricionales y una ampliación y modernización de su sala de calderas estimadas en US\$ 140 millones que son financiadas por el IFC, BID Invest y BROU a 10 años. No obstante, registró importantes niveles de FFL en los últimos 3 años de USD 81 millones, US\$ 79 millones y US\$ 95 millones en 2021/2020/2019 respectivamente. Luego de realizadas dichas inversiones FIX estima que la compañía retornará a una mayor generación de fondos libres.

## Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Liquidez y estructura de capital

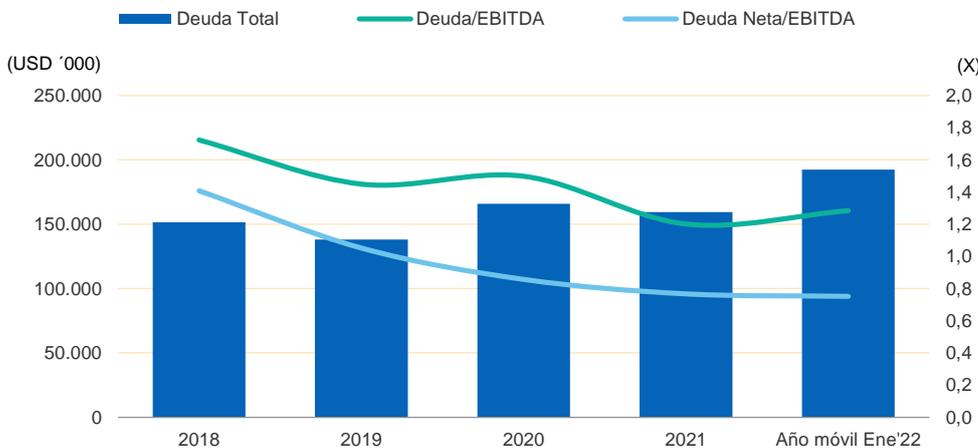
A enero 2022 la deuda financiera ascendía a US\$ 1.92 millones, compuesta en un 75% por préstamos bancarios y préstamos de precio diferido, el restante 25% eran Obligaciones Negociables. El perfil de vencimientos se encuentra mayormente en el largo plazo y está denominada enteramente en moneda extranjera.

CONAPROLE ha mantenido históricamente niveles de endeudamiento bruto por debajo de 2.0x a EBITDA. A enero 2022 presentó un ratio de deuda a EBITDA de 1.0x, reduciendo respecto al cierre en julio 2021 que fue 1.2x, y un nivel de endeudamiento neto a enero 2022 de 0.8x EBITDA igual al del cierre a julio 2021.

Hacia adelante FIX considera que la compañía logrará mantener ratios de endeudamiento neto por debajo de 1.5x EBITDA y holgadas coberturas de intereses

CONAPROLE presenta una holgada liquidez con una posición de caja e inversiones corrientes a enero 2022 (Año móvil) de USD 80 millones que cubría el 1.1x la deuda financiera de corto plazo. FIX considera que CONAPROLE detenta una elevada flexibilidad financiera y probado acceso a los mercados de crédito local e internacional. La cooperativa tiene acceso a créditos bancarios con entidades de primera línea, probado historial de emisiones de obligaciones negociables (Conahorro) en el mercado de capitales local y préstamos y sindicados con importantes organismos multilaterales.

## Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

#### Liquidez - CONAPROLE

USD '000	2018	2019	2020	2021	Año móvil Ene'22
EBITDA Operativo	87.845	95.250	110.707	132.765	149.880
Caja e Inversiones Corrientes	27.721	37.843	70.984	57.628	79.793
Deuda Corto Plazo	48.272	51.447	61.551	41.510	73.237
Deuda Largo Plazo	103.093	86.562	104.280	117.919	119.182

#### Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	1,8	1,9	1,8	3,2	2,0
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	2,4	2,6	3,0	4,6	3,1
Deuda Total / LTM EBITDA	1,7	1,4	1,5	1,2	1,3

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

#### Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que CONAPROLE detenta una elevada flexibilidad financiera y probado acceso a los mercados de crédito local e internacional. La cooperativa tiene acceso a créditos bancarios con entidades de primera línea, probado historial de emisiones de obligaciones negociables (Conahorro) en el mercado de capitales local y préstamos y sindicados con importantes organismos multilaterales.

## Anexo I – Resumen Financiero

### Resumen Financiero - CONAPROLE

(miles de U\$D, año fiscal finalizado en julio)

#### Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	enero-22	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	149.880	96.245	132.765	110.707	95.250	87.845	97.136
EBITDAR Operativo	149.880	96.245	132.765	110.707	95.250	87.845	97.136
Margen de EBITDA	14,3	16,7	13,8	12,3	10,3	9,5	11,2
Margen de EBITDAR	14,3	16,7	13,8	12,3	10,3	9,5	11,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	30,5	18,6	27,5	25,1	19,4	19,9	23,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	8,8	8,9	8,5	8,8	10,3	2,3	3,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	26,4	18,6	23,2	19,8	15,8	16,3	19,8
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	36,8	44,9	30,7	27,5	22,3	31,4	39,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	30,9	39,7	26,4	22,7	22,0	26,8	34,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	30,9	39,7	26,4	22,7	22,0	26,8	34,2
EBITDA / Servicio de Deuda	1,9	1,3	2,9	1,7	1,7	1,7	3,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,9	1,3	2,9	1,7	1,7	1,7	3,3
FGO / Cargos Fijos	36,8	44,9	30,7	27,5	22,3	31,4	39,4
FFL / Servicio de Deuda	1,2	1,4	1,9	1,3	1,8	0,5	1,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,3	2,4	3,1	2,3	2,5	1,0	2,6
FCO / Inversiones de Capital	4,2	5,0	2,8	10,8	4,7	2,1	3,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	1,1	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5	1,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	1,0	1,2	1,5	1,4	1,7	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,6	0,8	0,9	1,1	1,4	0,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,3	1,0	1,2	1,5	1,4	1,7	1,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,8	0,6	0,8	0,9	1,1	1,4	0,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,6	2,6	3,1	3,2	2,7	2,1	2,3
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	38,1	38,1	26,0	37,1	37,3	31,9	23,9
<b>Balance</b>							
Total Activos	738.502	738.502	719.292	662.479	640.585	672.896	632.854
Caja e Inversiones Corrientes	79.793	79.793	57.628	70.984	37.843	27.721	40.305
Deuda Corto Plazo	73.237	73.237	41.510	61.551	51.447	48.272	26.662
Deuda Largo Plazo	119.182	119.182	117.919	104.280	86.562	103.093	84.906
Deuda Total	192.419	192.419	159.429	165.831	138.009	151.365	111.568
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	192.419	192.419	159.429	165.831	138.009	151.365	111.568
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	192.419	192.419	159.429	165.831	138.009	151.365	111.568
Total Patrimonio	392.371	392.371	399.749	368.873	359.392	365.715	361.931
Total Capital Ajustado	584.790	584.790	559.178	534.704	497.401	517.080	473.499

Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	173.695	106.426	148.920	129.346	91.934	99.605	109.131
Variación del Capital de Trabajo	(44.580)	(33.951)	(21.298)	(42.014)	28.681	(47.860)	(42.745)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	129.114	72.475	127.622	87.332	120.615	51.746	66.385
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(30.683)	(14.419)	(46.193)	(8.062)	(25.846)	(25.076)	(21.493)
Dividendos	(6.466)	(6.500)	0	0	0	(5.660)	(11.089)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	91.966	51.556	81.428	79.270	94.769	21.010	33.803
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	70	950	1.400
Otras Inversiones, Neto	(105.985)	(58.041)	(80.439)	(65.730)	(65.803)	(67.554)	1.506
Variación Neta de Deuda	9.709	29.001	(14.347)	19.601	(14.907)	32.108	(28.379)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(527)	(527)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(4.837)	21.989	(13.358)	33.141	14.129	(13.486)	8.330
Estado de Resultados							
Ventas Netas	1.047.808	577.083	960.140	897.177	923.587	923.906	863.734
Variación de Ventas (%)	9,1	17,9	7,0	(2,9)	(0,0)	7,0	(1,4)
EBIT Operativo	111.649	78.772	96.820	79.538	65.502	61.587	70.043
Intereses Financieros Brutos	4.848	2.423	5.022	4.875	4.325	3.280	2.843
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	103.584	74.809	88.902	70.807	57.347	59.245	69.485

## 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
- Commodities: Materias primas indiferenciadas.

## Anexo III – Características de la Emisión

### Programa de Obligaciones Negociables CONAHORRO III por hasta U\$S 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 millones. El programa fue presentado en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay el 22/6/2017, 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 CONAHORRO III Serie 21 (60m) Junio 2027 por Hasta US\$5 millones

**Monto de emisión:** A definir

**Moneda:** Dólares americanos – Billetes.

**Vencimiento:** 21/06/2027

**Derecho del inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un décimo (1/10) del circulante en cada una de las fechas de pago de intereses.

Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, 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 de un período de 30 días, que inicia 30 días calendarios anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho.

Si en algún caso la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo con los siguientes criterios:

1. a prorrata entre las solicitudes recibidas, o
2. cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

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

**Pago de intereses:** semestrales en las siguientes fechas: En las siguientes fechas: martes, 20 de diciembre de 2022, martes, 20 de junio de 2023, miércoles, 20 de diciembre de 2023, jueves, 20 de junio de 2024, viernes, 20 de diciembre de 2024, viernes, 20 de junio de 2025, lunes, 22 de diciembre de 2025, lunes, 22 de junio de 2026, lunes, 21 de diciembre de 2026, lunes, 21 de junio de 2027.

**Tasa de interés:**

22/06/2022 al 20/12/2022, 2% lineal anual, 20/12/2022 al 20/06/2023, 2% lineal anual, 20/06/2023 al 20/12/2023, 3% lineal anual, 20/12/2023 al 20/06/2024, 3% lineal anual, 20/06/2024 al 20/12/2024, 4% lineal anual, 20/12/2024 al 20/06/2025, 4% lineal anual, 20/06/2025 al 22/12/2025, 4% lineal anual, 22/12/2025 al 22/06/2026, 4% lineal anual, 22/06/2026 al 21/12/2026, 5% lineal anual, 21/12/2026 al 21/06/2027, 5% lineal anual.

## 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 **28 de abril de 2022**, confirmó en la **Categoría AA+(uy)** con **Perspectiva Estable** a la calificación de Emisor de largo plazo de **Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)** y asignó en **AA+(uy)** con **Perspectiva Estable** al siguiente título a ser emitido por:

- ON Conahorro III Serie 21 (60m) Junio 2027 por hasta US\$ 5 millones

**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.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación es inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La 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 intermedios al 31/01/2022 (6 meses)
- Balances generales anuales al 31/07/2021 (12 meses).
- 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).
- INALE
- Prospecto de Emisión provisional de Conahorro III 60M Junio 2027

### Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)



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 calificador-, ha recibido 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](http://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 por terceros 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 fáctica 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 fáctica 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 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 recibida del emisor se proporciona 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, como ser riesgos de precio o de mercado, 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 representan una opinión y 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 excluyente, 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.