

Productos Lácteos
Uruguay
Informe complementario

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole)

Calificación Nacional

	Calificación
CONAHORRO (12m) Diciembre 2011 por hasta US\$ 3 MM	F1+(uy)

Resumen Financiero

Cifras No Consolidadas, ajustadas por inflación

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

Analistas

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

Fernando Torres
+5411 5235 8124
fernando.torres@fitchratings.com

Informes Relacionados

CRITERIO APLICADO:

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

Fundamentos de la calificación

- La calificación asignada a los títulos CONAHORRO Diciembre 2011 a emitir por Conaprole refleja sus sólidos indicadores crediticios. Las fortalezas de largo plazo del negocio de la compañía están dadas por: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima pagado a los productores, restaurando márgenes de rentabilidad; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (las exportaciones de Conaprole superan los US\$ 200MM anuales); (iii) y las altas barreras de entrada en el mercado local, a raíz de su posición de mercado, el reconocimiento de sus marcas, y su desarrollada cadena de distribución. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa de la compañía, en un negocio cíclico.
- La calificación incorpora también la flexibilidad financiera de Conaprole, derivada de su conservador nivel de apalancamiento y demostrado acceso a los mercados de crédito. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio; las moderadas necesidades de inversiones de capital hacen prever que la compañía no incrementará su nivel de deuda estructural.
- A jul'10 (cierre del ejercicio fiscal) Conaprole detentaba un nivel de deuda neta/EBITDA de 0.6x y cobertura de intereses con EBITDA de 13.2x, lo cual compara positivamente contra 1.5x y 6.2x a julio'09 y 2.9x y 2.7x a julio'08. La estrategia financiera en el mediano plazo es mantener compromisos anuales de servicio de deuda en el orden de los US\$ 10 MM. En un escenario conservador, Fitch prevé que la compañía sostenga un nivel de apalancamiento neto a EBITDA por debajo de 2x y coberturas de servicio de deuda con EBITDA superiores a 1.5x.

Perspectiva y factores relevantes de la calificación

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

Hechos Recientes

Las ventas de Conaprole en el ejercicio cerrado a jul'10, registraron una suba respecto del período cerrado a jul'09 (+28% en dólares; en el resumen financiero este porcentaje está afectado por la indexación y la variación del tipo de cambio), producto de la evolución positiva en precios y el fuerte crecimiento en los volúmenes comercializados. El margen de EBITDA se mostró estable en línea con los niveles históricos del 9%. La tendencia positiva se sostiene durante los primeros tres meses del corriente ejercicio.

Liquidez y estructura de capital

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

cambio). La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 26 MM. La compañía detentaba una fuerte posición de liquidez que cubría en 1.3x la deuda de corto plazo.

Durante los primeros meses del corriente ejercicio Conaprole continuó reduciendo su apalancamiento neto. A nov'10 la compañía tenía deuda neta igual a cero (US\$ 8 MM teniendo en cuenta la deuda de Prolesa). Se prevé que la compañía utilice parte de su fuerte posición de liquidez en la distribución de dividendos.

Anexo I. Resumen financiero

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

(miles de UYU\$ ajustados, año fiscal finalizado en Julio)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo	21,10	23,55	19,45	23,72	24,02
Multiplicador de Inflación	1,0000	1,0176	0,9520	1,1724	1,2763
Cifras no consolidadas	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	<u>2007</u> ^F	<u>2006</u> ¹
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	887.366	839.372	507.726	1.143.689	643.573
Margen de EBITDA	8,6	9,2	4,6	10,5	7,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,4	19,3	7,3	9,4	12,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,8	5,1	(9,1)	2,0	(1,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,7	3,0	13,8	17,8	8,8
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,8	8,6	2,5	3,0	3,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	13,2	6,2	2,7	4,8	3,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	1,0	0,3	0,5	0,4
FGO / Cargos Fijos	5,8	8,6	2,5	3,0	3,7
FFL / Servicio de Deuda	0,5	0,7	(0,5)	0,2	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,7	1,6	0,2	0,9	0,6
FCO / Inversiones de Capital	6,2	4,2	(0,1)	2,3	0,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,5	1,8	5,2	4,0	3,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	2,5	4,9	2,5	4,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	1,5	2,7	1,3	2,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,5	5,9	6,7	6,6	6,2
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,4	0,6	0,7	0,5
Balance					
Total Activos	7.463.743	7.724.395	8.364.166	9.260.023	8.185.658
Caja e Inversiones Corrientes	1.208.508	780.422	1.123.448	1.344.615	851.287
Deuda Corto Plazo	932.548	729.541	1.603.253	1.862.300	1.334.357
Deuda Largo Plazo	823.025	1.336.575	878.878	962.384	1.247.522
Deuda Total	1.755.573	2.066.116	2.482.131	2.824.684	2.581.879
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.755.573	2.066.116	2.482.131	2.824.684	2.581.879
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.755.573	2.066.116	2.482.131	2.824.684	2.581.879
Total Patrimonio	4.309.207	4.041.390	4.124.018	4.624.383	3.890.033
Total Capital Ajustado	6.064.780	6.107.506	6.606.149	7.449.067	6.471.912
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	321.083	1.039.778	291.158	466.301	572.105
Variación del Capital de Trabajo	302.044	(19.852)	(336.390)	391.108	(419.480)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	623.127	1.019.926	(45.232)	857.409	152.625
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(100.089)	(242.973)	(772.386)	(378.722)	(197.370)
Dividendos	(133.680)	(311.366)	(197.721)	(262.091)	(83.137)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	389.358	465.588	(1.015.339)	216.596	(127.882)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	16.381	49.354	9.921	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	2.587	10.672
Variación Neta de Deuda	(29.705)	(870.440)	668.505	79.641	7.606
Variación Neta del Capital	88.824	75.095	115.719	77.162	77.520
Otros (Inversión y Financiación)	(71.525)	13.711	0	0	0
Variación de Caja	393.333	(266.693)	(221.194)	375.987	(32.084)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	10.369.461	9.152.536	11.131.400	10.894.365	9.113.743
Variación de Ventas (%)	13,3	(17,8)	2,2	19,5	(3,6)
EBIT Operativo	425.531	472.415	183.837	747.760	267.561
Intereses Financieros Brutos	67.030	136.317	190.552	236.811	214.736
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	572.569	120.670	604.041	759.345	344.946

Anexo II. Glosario

- (1) Corporate Rating Methodology: Metodología de Calificación de Empresas; disponible en www.fitchratings.com
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Características de la emisión

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 2011

Monto: Hasta US\$ 3 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/12/2011

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 23 de mayo de 2011 y el 17 de junio de 2011.

Amortización: 100% al 20/12/2011 o un importe a determinar al 20/6/2011, si el inversor ejerce su derecho de venta a esa fecha.

Pago de interés: 20/6/2011 y 20/12/2011.

Anexo IV. Dictamen de calificación

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 7 de diciembre de 2010, asignó la Categoría F1+(uy) a los títulos CONAHORRO (12m) DICIEMBRE 2011 por hasta US\$ 3 MM a emitir por Cooperativa Nacional de Productores de Leche.

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

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

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

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

Fuentes

- Balances generales al 31/7/2010.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Información del mercado agropecuario y lácteo del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP), Estadísticas Agropecuarias (DIEA) y de la Oficina de Programación y Política Agropecuaria (OPYPA).
- Prospecto de Emisión del Programa de Obligaciones de Corto Plazo ConAhorro.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.