

**Productos Lácteos
Uruguay
Informe complementario**

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole)

Calificación Nacional

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

Resumen Financiero

Cifras No Consolidadas, ajustadas por inflación

	31/01/10 Año móvil	31/07/09
Total Activos (\$ miles)	7.526.221	7.724.395
Total Patrimonio (\$ miles)	3.903.910	4.041.390
Deuda Financiera (\$ miles)	1.998.697	2.066.116
EBITDA (\$ miles)	872.212	839.372
Margen EBITDA	8.8	9.2
Deuda neta/EBITDA	1.0	1.5
EBITDA/Intereses	17.1	6.2

Analistas

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

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

Informes Relacionados

CRITERIO APLICADO:

Corporate Rating Methodology, Nov. 24, 2009. (1)

Manual de Calificación registrado ante el BCU.

Fundamentos de la calificación

- La suba en las calificaciones de Conaprole refleja la importante mejora en sus indicadores crediticios. Las fortalezas de largo plazo del negocio de la compañía están dadas por: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima pagado a los productores, restaurando márgenes de rentabilidad; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (las exportaciones de Conaprole superan los US\$ 200MM anuales); (iii) y las altas barreras de entrada en el mercado local, a raíz de su posición de mercado, el reconocimiento de sus marcas, y su desarrollada cadena de distribución. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa de la compañía, en un negocio cíclico.
- Las calificaciones incorporan también la flexibilidad financiera de Conaprole, derivada de su conservador nivel de apalancamiento y demostrado acceso a los mercados de crédito. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio; las moderadas necesidades de inversiones de capital hacen prever que la compañía no incrementará su nivel de deuda estructural.
- A enero'10 Conaprole detentaba un nivel de deuda neta/EBITDA de 1.1x y cobertura de intereses con EBITDA de 17.1x, lo cual compara positivamente contra 1.5x y 6.2x a julio'09 (cierre del ejercicio fiscal) 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.

Factores relevantes de la calificación

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

Liquidez y estructura de capital

A enero'10 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 100.4 MM, lo cual compara contra US\$ 86 MM a julio'09 y US\$ 119 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\$ 45 MM. El 46% del apalancamiento bruto se encontraba en el corto plazo; la compañía detentaba una fuerte posición de liquidez (dada principalmente por inversiones temporarias en BCU), que cubría en 1.21x la deuda de corto plazo. La deuda de Conaprole se compone principalmente de préstamos bancarios (aprox. 70% del total), préstamos de productores y las ONs objeto de calificación.

Anexo I. Resumen financiero

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

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

	19,90	23,55	19,45	23,72	24,02
Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo					
Multiplicador de Inflación	1,0000	1,0176	0,9520	1,1724	1,2763
Cifras no consolidadas	Ene-10	2009	2008	2007	2006
	año móvil				
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	872.212	839.372	450.932	1.015.777	643.573
Margen de EBITDA	8,8	9,2	4,6	10,5	7,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	8,0	19,3	7,3	9,4	12,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	7,4	5,1	(9,1)	2,0	(1,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	11,1	3,1	13,8	16,9	8,8
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	9,3	8,6	2,5	3,0	3,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	17,1	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	9,3	8,6	2,5	3,0	3,7
FFL / Servicio de Deuda	0,8	0,7	(0,5)	0,2	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,0	1,6	0,2	0,9	0,6
FCO / Inversiones de Capital	13,3	4,2	(0,1)	2,3	0,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,2	1,8	5,2	4,0	3,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	2,5	4,9	2,5	4,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	1,5	2,7	1,3	2,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,0	6,1	7,5	7,0	6,2
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,4	0,6	0,7	0,5
Balance					
Total Activos	7.526.221	7.724.395	7.428.555	8.224.367	8.185.658
Caja e Inversiones Corrientes	1.102.876	780.422	997.780	1.194.231	851.287
Deuda Corto Plazo	913.608	729.541	1.423.914	1.654.017	1.334.357
Deuda Largo Plazo	1.085.089	1.336.575	780.568	854.749	1.247.522
Deuda Total	1.998.697	2.066.116	2.204.482	2.508.766	2.581.879
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.998.697	2.066.116	2.204.482	2.508.766	2.581.879
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.998.697	2.066.116	2.204.482	2.508.766	2.581.879
Total Patrimonio	3.903.910	4.041.390	3.662.716	4.106.982	3.890.033
Total Capital Ajustado	5.902.607	6.107.506	5.867.198	6.615.748	6.471.912
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	422.279	1.039.778	258.589	414.149	572.105
Variación del Capital de Trabajo	649.628	(19.852)	(298.762)	347.366	(419.480)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.071.907	1.019.926	(40.173)	761.515	152.625
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(80.430)	(242.973)	(685.987)	(336.365)	(197.370)
Dividendos	(260.685)	(311.366)	(175.604)	(232.779)	(83.137)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	730.792	465.588	(901.763)	192.371	(127.882)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	46.495	49.354	8.811	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	2.298	10.672
Variación Neta de Deuda	(519.860)	(870.440)	593.726	70.734	7.606
Variación Neta del Capital	76.259	75.095	102.775	68.532	77.520
Otros (Inversión y Financiación)	13.474	13.711	0	0	0
Variación de Caja	347.160	(266.693)	(196.451)	333.936	(32.084)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	9.930.509	9.152.536	9.886.248	9.675.922	9.113.743
Variación de Ventas (%)		(12,3)	2,2	6,2	(3,6)
EBIT Operativo	436.074	472.415	163.273	664.129	267.561
Intereses Financieros Brutos	51.114	136.317	169.237	210.326	214.736
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	424.442	120.670	536.473	674.419	344.946
Otros Indicadores					
Intereses Financieros Netos	12.665	63.403	32.797	128.271	155.038
EBITDA / Intereses Financieros Netos	68,9	13,2	13,7	7,9	4,2

Anexo II. Glosario

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

Anexo III. Características de la emisión

Programa de Obligaciones Negociables por hasta U\$S 20 millones

En el mes de enero de 2006, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 20 MM. El programa fue inscripto en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay el 28/4/2006 (Comunicación 2006/103), con vigencia por cinco años.

La ley y la jurisdicción aplicable es la del país. El plazo de las emisiones a realizarse bajo dicho programa será en el rango de 3-10 años.

Condiciones de emisión bajo el programa

1) La compañía se obliga a cumplir con los siguientes ratios, al cierre de cada ejercicio anual: Razón corriente no menor a 1.0x, EBITDA de 12 meses no menor a US\$ 15 MM, y cobertura del servicio de deuda de Largo Plazo no menor a 1.0x

2) El capital outstanding bajo el Programa de ONs. Nunca superará los US\$ 12MM.

3) Los términos y condiciones de la emisión pueden ser modificados con la aprobación de los obligacionistas que representen 2/3 del capital adeudado con derecho de voto.

1° Serie de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 5 millones

Dicha Serie de ONs fue inscripta junto al programa en el Registro del Mercado de Valores en el Banco Central del Uruguay el 28/4/2006 (Comunicación 2006/103). Asimismo, la emisión fue autorizada por la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. y la Bolsa de Valores de Montevideo, en mayo de 2006.

Monto de emisión: US\$ 5 MM

Fecha de emisión: 7/6/2006

Precio de suscripción: 99%

Plazo: cinco años, con vencimiento final el 15/junio/2011.

Amortización de capital: 5 cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del 15/6/2007. La emisión incluye la opción de rescate anticipado por el 101%.

Tasa de interés: Libor de tres meses más un margen del 2% anual. Los pagos serán trimestrales, con vencimiento del primer servicio de intereses el 15/9/06. La emisión tiene estipulado un interés moratorio de 4% anual.

Agente organizador: Credit Uruguay Banco S.A. y GAP Consultores.

Agente fiduciario/de pago/entidad registrante: Crédit Uruguay Banco S.A.

2° Serie de Obligaciones Negociables por US\$ 7 millones

El Directorio de Conaprole con fecha 23/11/2006 aprobó la realización de una Segunda Serie de ONs por hasta US\$ 7 MM. La inscripción de la Serie en el Registro del Mercado de Valores en el Banco Central del Uruguay fue el 15/12/2006. Asimismo, fue autorizada para cotizar en diciembre de 2006 en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. y en la Bolsa de Valores de Montevideo.

Monto de emisión: US\$ 7 MM.

Fecha Emisión: 26/12/2006

Precio de suscripción: 99.775%.

Plazo: 6,5 años.

Amortización: 7 cuotas anuales iguales y consecutivas, a partir del 15/6/2007.

Tasa de interés: Libor de seis meses más un margen del 1% anual. Los pagos serán semestrales, el 15/junio y 15/diciembre.

Agente organizador: Crédit Uruguay Banco S.A y GAP Consultores.

Agente fiduciario/de pago/entidad registrante: Crédit Uruguay Banco S.A.

Títulos CONAHORRO

Por resolución de Directorio de fecha 9 de diciembre de 2008, Conaprole resolvió emitir un programa de emisión de obligaciones negociables con oferta pública. Los principales términos y condiciones del programa se detallan a continuación:

Monto: Hasta US\$ 100 millones

Moneda: US\$

Nombre de las ONs: ConAhorro

Tipo de obligaciones: Escriturales, no convertibles en acciones

Uso de los fondos: financiación de inversiones de productos terminados con destino de exportación

Vigencia del programa: 5 años desde la aprobación del BCU

Plazo: 6 meses a 1 año

Moneda de repago: Se cancelará en dólares americanos, salvo que por restricción legal no se pudiera acceder a dicha moneda. En este caso se podrá cancelar en moneda local al tipo de cambio de cierre del día anterior al pago que fije el BCU para operaciones financieras

Condiciones de la Serie (12m) Setiembre 2010

Monto: US\$ 6 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: El vigésimo día del mes aniversario de la fecha de emisión

Opción del inversor: El inversor podrá hacer uso de una opción de venta según la cual, el día 20 del sexto mes posterior a la fecha de emisión, podrá optar por cancelar su inversión. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar al Banco de la República la voluntad de ejercicio de tal opción, disponiendo para ello del plazo comprendido entre los 150 días de la fecha de emisión y el día del primer pago de intereses

Amortización: 100% al vencimiento o a los seis meses, si el inversor hace uso de la opción de cancelación

Pago de interés: El vigésimo día del mes en que su cumple un semestre desde la fecha de emisión

Condiciones de la Serie (12m) Diciembre 2010

Monto: Hasta US\$ 5 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: El vigésimo día del mes aniversario de la fecha de emisión

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar su inversión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar al Banco de la República y al Banco Central del Uruguay, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el agente Fiduciario, quien lo comunicará diariamente al Banco Central, disponiendo para ello del plazo comprendido entre el 20 de mayo y el 17 de junio de 2010.

Amortización: 100% al vencimiento o a los seis meses, si el inversor hace uso de la opción de cancelación

Pago de interés: El vigésimo día del mes en que su cumple un semestre desde la fecha de emisión.

Condiciones de la Serie (12m) Marzo 2011

Monto: Hasta US\$ 5 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: 21/3/2011

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar su inversión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar a su agente de custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que será remitida al agente Fiduciario disponiendo para ello del plazo comprendido entre el 23 de agosto y el 17 de septiembre de 2010.

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

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

Condiciones de la Serie (12m) Junio 2011

Monto: Hasta US\$ 4 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/6/2011

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar su inversión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar a su agente de Custodia y al Banco Central del Uruguay, la voluntad de ejercicio del mismo, disponiendo para ello del plazo comprendido entre el 15 de noviembre y el 15 de diciembre de 2010.

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

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

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 21 de mayo de 2010 subió a la **Categoría AA-(uy)** a las Obligaciones Negociables Serie 1 por US\$ 5 MM y a las Obligaciones Negociables Serie 2 por US\$ 7 MM, emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 20 MM, de **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**. Las Perspectiva es Estable.

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

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

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

Asimismo, asignó la Categoría F1+(uy) a los títulos CONAHORRO (12m) JUNIO 2011 por hasta US\$ 4 MM a ser emitidos por la compañía.

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

Fuentes

- Balances generales auditados al 31/1/2010.
- 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 Ratings están sujetas a ciertas limitaciones y restricciones de responsabilidad. Por favor lea estas limitaciones y restricciones de responsabilidad en el siguiente enlace: <http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Adicionalmente, las definiciones de las calificaciones y los términos del uso de dichas calificaciones se encuentran disponibles en el sitio web público de la calificadora en www.fitchratings.com. Las calificaciones, criterios y metodologías publicadas están disponibles en este sitio web en todo momento. El código de conducta, confidencialidad, conflicto de intereses, control de comunicaciones entre afiliadas, cumplimiento de las normas y otras políticas y procedimientos relevantes también se encuentran disponibles desde la sección del código de conducta de este sitio web.

Copyright © 2010 de 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. Se prohíbe la reproducción total o parcial excepto con consentimiento. Derechos reservados. Toda información contenida en el presente informe se basa en información obtenida de los emisores, otros obligacionistas, underwriters, u otras fuentes que Fitch considera confiables. Fitch no audita ni verifica la veracidad o exactitud de tal información. En consecuencia, la información volcada en este informe se provee como fue recibida, sin representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión de la calidad crediticia de un título. La calificación no releva el riesgo de pérdidas generadas por otros riesgos que no sean crediticios, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe que contenga 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 con relación a la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento y por cualquier razón a discreción de Fitch. Fitch no otorga asesoramiento respecto de inversiones de ningún tipo. Las calificaciones no son una recomendación de compra, venta o tenencia de ningún título. Fitch recibe honorarios de los emisores, aseguradores, garantes, otros obligacionistas y underwriters, por la calificación de los títulos. Dichos honorarios generalmente varían desde US\$ 1.000 hasta US\$ 750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular por un sólo honorario anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre US\$ 10.000 y US\$ 1.500.000 (u otras monedas aplicables). El otorgamiento, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en relación con ningún tipo de registración ante las autoridades del mercado de valores de los Estados Unidos, el Financial Services Act de 1968 de Gran Bretaña, o las leyes que regulan el mercado de valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de los medios electrónicos de publicación y distribución, los informes de Fitch pueden estar disponibles a suscriptores electrónicos hasta tres días antes que para los suscriptores de información impresa.
