

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)
Informe Complementario

Calificaciones

Nacional

ON CONAHORRO II (60m)
Marzo 2018 por hasta US\$ 5 MM AA-(uy)

Resumen Financiero

Cifras no consolidadas ajustadas por
Inflación (MM UYU\$)

	31/10/12	31/07/12
	NIIF	
	3 meses	12 meses
Total Activos (\$ MM)	11.152	10.963
Total Deuda Financiera (\$ MM)	2.508	2.151
Ingresos (\$ MM)	4.707	14.966
EBITDA (\$ MM)	330	944
EBITDA (%)	7,0%	6,3%
Deuda/ EBITDA	1,9x	2,3x
EBITDA/ intereses	22,1x	20,6x

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

A partir del ejercicio iniciado el 1/8/2012, CONAPROLE ha adoptado las NIIF, por este motivo no es posible estimar el último año móvil.

Informes relacionados

Corporate Rating Methodology,
12.ago.2011 (1)

Manual de Calificación registrado ante el
BCU

Analistas Principal:
Gabriela Catri
+5411 5235-8129
Gabriela.catri@fitchratings.com

Agustina Oñate Muñoz
+5411 5235 8125
Agustina.onate@fitchratings.com

Factores relevantes de la calificación

Sólidos fundamentos del negocio: Las fortalezas de Conaprole están dadas por: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima pagado a los productores, restaurando márgenes de rentabilidad; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (las exportaciones de Conaprole están cerca de los US\$ 400MM anuales); (iii) fuerte posición competitiva. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa de la compañía, en un negocio cíclico.

Fuerte posición competitiva: Conaprole es líder dentro de la industria láctea uruguaya con una participación cercana al 65%, producto del reconocimiento de sus marcas y su desarrollada cadena de distribución. El mercado local cuenta con 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. Al cierre del ejercicio fiscal a julio'12 la compañía mostraba un mayor nivel de deuda estructural, manteniendo sin embargo una fuerte posición de liquidez y adecuada cobertura de deuda. La emisión de los títulos CONAHORRO de corto y largo plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Sólidos indicadores de protección de deuda: Durante el primer trimestre del ejercicio fiscal, a octubre'12, Conaprole detentaba sólidos indicadores de protección de deuda, con deuda a EBITDA de 1.9x y cobertura de intereses brutos con EBITDA de 22.1x. La estrategia financiera de la compañía es mantener una fuerte posición de liquidez para mitigar posibles efectos negativos cíclicos. En un escenario conservador, Fitch prevé que la compañía sostenga un nivel de apalancamiento a EBITDA por debajo de 2.5x y coberturas de servicio de deuda con EBITDA superiores a 1.0x.

Sensibilidad de la calificación

Aumento del apalancamiento: La calificación podría verse presionada si se observara una suba en el apalancamiento de corto plazo por encima de lo estimado, que no estuviera estrictamente relacionada con el financiamiento del ciclo de negocio. Fitch prevé que Conaprole sostendrá una estrategia financiera de mediano plazo caracterizada por un nivel de apalancamiento conservador y fuerte posición de liquidez.

Liquidez y Estructura de capital

Endeudamiento moderado: En el trimestre a octubre'12 el EBITDA de CONAPROLE alcanzó los US\$ 16 MM, y la deuda financiera bruta ascendió a aproximadamente US\$ 119 MM, lo cual se traduce en una relación deuda a EBITDA de 1.9x. El 53% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios (59% del total), préstamos de productores y ON.

Fuerte posición de liquidez: A octubre'12 la posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 33 MM, cubriendo en 0.6x la deuda financiera de corto plazo. La deuda financiera neta de liquidez alcanzó los US\$ 86 MM.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1/8/2012, CONAPROLE ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIFF). Por este motivo, no es posible estimar el último año móvil en base a los últimos cuatro trimestres. Fitch ha estimado los ratios de apalancamiento y coberturas anualizando los resultados del primer trimestre del ejercicio 2012/2013.

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	21,00	21,63	18,43	20,25	21,48	20,60
Multiplicador de Inflación		1,0000	1,0748	1,1635	1,2367	1,3239
	NIIF					
	3 meses					
Cifras no consolidadas	<u>Oct-12</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	330.226	944.107	1.267.611	1.032.450	1.020.139	627.077
Margen de EBITDA	7,0	6,3	9,0	8,6	9,2	4,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)		13,2	13,8	6,4	19,3	7,3
Margen del Flujo de Fondos Libre		(7,0)	0,3	3,8	5,1	(9,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio		19,9	8,0	13,4	2,9	0,0
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	10,0	23,0	19,5	5,8	8,6	2,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	22,1	20,6	28,3	13,2	6,2	2,7
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	1,2	2,2	0,9	1,0	0,3
FGO / Cargos Fijos	10,0	23,0	19,5	5,8	8,6	2,5
FFL / Servicio de Deuda	(2,2)	(1,2)	0,2	0,5	0,7	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,7)	(0,3)	1,7	1,7	1,6	0,2
FCO / Inversiones de Capital	(4,9)	(1,3)	2,0	6,2	4,2	(0,1)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	4,2	2,0	1,3	4,5	1,8	5,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	2,3	0,9	2,0	2,5	4,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,4	1,5	0,2	0,6	1,5	2,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,9	2,8	2,6	2,9	4,8	0,0
Deuda Garantizada / Deuda Total						
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,6
Balance						
Total Activos	11.152.303	10.962.913	8.700.691	8.684.065	9.387.923	10.330.328
Caja e Inversiones Corrientes	694.553	774.799	864.305	1.406.099	948.494	1.387.537
Deuda Corto Plazo	1.179.756	772.455	520.244	1.085.020	886.656	1.980.129
Deuda Largo Plazo	1.327.976	1.378.457	600.914	957.590	1.624.420	1.085.476
Deuda Total	2.507.732	2.150.912	1.121.158	2.042.609	2.511.076	3.065.606
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.507.732	2.150.912	1.121.158	2.042.609	2.511.076	3.065.606
Deuda Fuera de Balance		0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.507.732	2.150.912	1.121.158	2.042.609	2.511.076	3.065.606
Total Patrimonio	5.803.925	5.809.930	5.192.444	5.013.762	4.911.544	5.093.561
Total Capital Ajustado	8.311.657	7.960.842	6.313.602	7.056.372	7.422.620	8.159.167
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	134.498	1.007.591	829.436	373.580	1.263.705	359.600
Variación del Capital de Trabajo	(725.061)	(1.588.623)	(451.363)	351.428	(24.127)	(415.465)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(590.563)	(581.032)	378.073	725.008	1.239.578	(55.865)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(121.576)	(437.646)	(186.582)	(116.454)	(295.299)	(953.951)
Dividendos	0	(25.316)	(144.476)	(155.537)	(378.422)	(244.199)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(712.139)	(1.043.994)	47.015	453.018	565.857	(1.254.014)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	13	13.645	1.549	19.059	59.982	12.253
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	592.124	846.390	(727.904)	(34.562)	(1.057.898)	825.650
Variación Neta del Capital	39.756	154.604	137.546	103.347	91.267	142.922
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	(83.219)	16.663	0
Variación de Caja	(80.246)	(29.355)	(541.794)	457.643	(324.128)	(273.189)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	4.706.640	14.966.361	14.052.419	12.064.868	11.123.629	13.748.055
Variación de Ventas (%)		6,5	16,5	8,5	(19,1)	(100,0)
EBIT Operativo	252.729	633.800	990.948	495.105	574.154	227.051
Intereses Financieros Brutos	14.957	45.779	44.742	77.989	165.675	235.344
Alquileres		0	0	0	0	0
Resultado Neto	111.084	1.095.147	408.301	666.184	146.658	746.032

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 CONAHORRO II 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 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) 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.

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.

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 **05 de Marzo de 2013**, asignó la **Categoría AA-(uy)** a las Obligaciones Negociables CONAHORRO II (60m) MARZO 2018 por hasta US\$ 5 MM a ser emitido por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**.

La 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.

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 29 de Octubre de 2012, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis.

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

Fuentes

- Balances generales al 31/10/2012.
- 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).
- Prospecto de Emisión Programa Conahorro II por hasta U\$S 100 MM.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS 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 INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2013 por Fitch Ratings, 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, o 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.