

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)

Informe de actualización

Calificaciones

Nacional

ON CONAHORRO II (36m)	
Jun 2015 por hasta US\$ 3 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2017 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60 m)	
Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2018 por hasta US\$ 3MM (*1)	AA(uy)
(*1) ampliable hasta US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO II (60m)	
Mar 2019 por hasta US\$ 3MM (*2)	AA(uy)
(*2) ampliable hasta US\$ 5 MM	
CONAHORRO (12m) Junio	
2014 por hasta US\$ 3MM (*3)	F1+(uy)
(*3) ampliable hasta US\$ 4 MM	
CONAHORRO (12m) Diciembre	
2014 por hasta US\$ 3 MM (*4)	F1+(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero No Consolidado

UYU\$ MM	31/01/14	31/07/13
	NIIF 6 meses	NIIF 12 meses
Total Activos	13.914	11.617
Total Deuda		
Financiera	2.622	2.120
Ingresos	12.309	16.953
EBITDA	2.236	1.355
EBITDA (%)	18.2%	8,0%
Deuda/ EBITDA	0,6x	1,6x
EBITDA/ intereses	68,9x	24,1x

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

Informes relacionados

Manual de Calificación registrado ante el BCU

Analistas Principal:

Gabriela Catri
 Director
 +5411 5235-8129
Gabriela.catri@fixscr.com

Analista Secundario:

Agustina Oñate Muñoz
 Analista
 +5411 5235 8125
Agustina.onate@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Sólidos fundamentos del negocio: La calificación de Conaprole refleja la solidez de su perfil crediticio. 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 son aprox. US\$ 600 MM anuales); (iii) su 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 70%, producto del reconocimiento de sus marcas y su desarrollada cadena de distribución. El mercado local cuenta con altas barreras de entrada.

Flexibilidad financiera: Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, un demostrado acceso a los mercados de crédito y un manejo adecuado de su nivel de apalancamiento. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio. La compañía detenta moderados niveles de apalancamiento 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: A enero'14 (seis meses) Conaprole detentaba sólidos indicadores de protección de deuda, con deuda a EBITDA de 0.6x y cobertura de intereses brutos con EBITDA de 68.9x. La estrategia financiera de la compañía es mantener una fuerte posición de liquidez para mitigar posibles efectos negativos cíclicos. En un escenario conservador, se prevé que la compañía sostenga un nivel de apalancamiento a EBITDA por debajo de 2.5x y holgadas coberturas de intereses con EBITDA.

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. Se 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 bajo: A enero'14 el EBITDA de Conaprole alcanzó los US\$ 107 MM, y la deuda financiera bruta ascendió a aproximadamente US\$ 118 MM, lo cual se traduce en una relación deuda a EBITDA de 0.6x. El 62% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios, préstamos de productores y obligaciones negociables.

Fuerte posición de liquidez: A enero'14 la posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 84 MM, cubriendo en 1.9x la deuda financiera de corto plazo. Se prevé que la compañía continúe manejando sus vencimientos de corto plazo mediante una combinación de caja y nueva deuda.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1/8/2012, CONAPROLE ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIFF). Los ratios a enero'14 han sido calculados anualizando los resultados del primer semestre del ejercicio.

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	22,21	20,43	21,63	18,43	20,25	21,48
Multiplicador de Inflación	1,0000	1,0000	1,0000	1,0748	1,1635	1,2367
	NIIF	NIIF				
Cifras no consolidadas	Ene-14	2013	2012	2011	2010	2009
	6 meses					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	2.236.264	1.355.049	944.107	1.267.611	1.032.450	1.020.139
Margen de EBITDA	18,2	8,0	6,3	9,0	8,6	9,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)		15,3	13,2	13,8	6,4	19,3
Margen del Flujo de Fondos Libre		0,2	(7,0)	0,3	3,8	5,1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio		17,8	19,9	8,0	13,4	2,9
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	71,4	23,3	23,0	19,5	5,8	8,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	68,9	24,1	20,6	28,3	13,2	6,2
EBITDA / Servicio de Deuda	4,2	1,8	1,2	2,2	0,9	1,0
FGO / Cargos Fijos	71,4	23,3	23,0	19,5	5,8	8,6
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,1	(1,2)	0,2	0,5	0,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,1	1,5	(0,3)	1,7	1,7	1,6
FCO / Inversiones de Capital	1,3	1,0	(1,3)	2,0	6,2	4,2
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,6	1,6	2,0	1,3	4,5	1,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	1,6	2,3	0,9	2,0	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,8	1,5	0,2	0,6	1,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,7	2,6	2,8	2,6	2,9	4,8
Deuda Garantizada / Deuda Total						
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4
Balance						
Total Activos	13.914.012	11.616.872	10.962.913	8.700.691	8.684.065	9.387.923
Caja e Inversiones Corrientes	1.875.790	1.040.648	774.799	864.305	1.406.099	948.494
Deuda Corto Plazo	1.002.352	711.457	772.455	520.244	1.085.020	886.656
Deuda Largo Plazo	1.619.916	1.408.857	1.378.457	600.914	957.590	1.624.420
Deuda Total	2.622.268	2.120.314	2.150.912	1.121.158	2.042.609	2.511.076
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.622.268	2.120.314	2.150.912	1.121.158	2.042.609	2.511.076
Deuda Fuera de Balance			0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.622.268	2.120.314	2.150.912	1.121.158	2.042.609	2.511.076
Total Patrimonio	7.884.167	6.436.193	5.809.930	5.192.444	5.013.762	4.911.544
Total Capital Ajustado	10.506.435	8.556.507	7.960.842	6.313.602	7.056.372	7.422.620
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.287.164	1.254.506	1.007.591	829.436	373.580	1.263.705
Variación del Capital de Trabajo	(1.670.378)	(369.034)	(1.588.623)	(451.363)	351.428	(24.127)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	616.786	885.472	(581.032)	378.073	725.008	1.239.578
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(457.294)	(858.466)	(437.646)	(186.582)	(116.454)	(295.299)
Dividendos	0	0	(25.316)	(144.476)	(155.537)	(378.422)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	159.492	27.006	(1.043.994)	47.015	453.018	565.857
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.430	1.687	13.645	1.549	19.059	59.982
Otras Inversiones, Neto	67.262	(4.944)	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	165.634	(71.058)	846.390	(727.904)	(34.562)	(1.057.898)
Variación Neta del Capital	110.277	154.629	154.604	137.546	103.347	91.267
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	(83.219)	16.663
Variación de Caja	504.095	107.320	(29.355)	(541.794)	457.643	(324.128)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	12.309.064	16.953.212	14.966.361	14.052.419	12.064.868	11.123.629
Variación de Ventas (%)		13,3	6,5	16,5	8,5	(19,1)
EBIT Operativo	2.014.449	1.008.792	633.800	990.948	495.105	574.154
Intereses Financieros Brutos	32.473	56.149	45.779	44.742	77.989	165.675
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.129.011	1.092.462	1.095.147	408.301	666.184	146.658

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 US\$ 100 millones

En el mes de mayo de 2012, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 100 MM. El programa fue presentado en el Registro del Mercado de Valores del Banco Central del Uruguay el 16/5/2012, con vigencia por cinco años.

La ley y la jurisdicción aplicable es la del país. El plazo de las emisiones a realizarse bajo dicho programa será en el rango de 1 a 20 años.

Condiciones Serie CONAHORRO II (36m) Junio 2015 por hasta US\$ 3 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM.

Moneda: US\$

Vencimiento: 30/06/2015

Derecho del inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar un porcentaje de su inversión en cada fecha de pago de intereses, hasta la cifra equivalente al 25% de la emisión el 20-12-2012 y hasta el 50% de la emisión el 20-06-2013. Determinado el nuevo circulante al 20-06-2013, que resultará de restar al valor emitido, las eventuales cancelaciones anticipadas realizadas, renacerá el derecho de los inversores a recuperar hasta el 25% de este circulante el 20-12-2013 y hasta el 50% del mismo circulante, el 20-06-2014. Finalmente, determinado el circulante al 20-06-14, que resultará de restar al circulante al 20-06-13, las eventuales cancelaciones anticipadas realizadas el 20-12-2013 y 20-06-2014 renacerá el derecho de los inversores a recuperar hasta el 25% de este circulante el 22-12-2014. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de custodia la voluntad de ejercicio del mismo, 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 en cada una de las fechas en que puede ejercerse este derecho, la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida de amortización, los capitales a reintegrar se determinarán a prorrata entre el total de solicitudes recibidas.

Amortización: 100% al 30/06/2015 o parcialmente en las fechas 20/12/2012, 20/06/2013, 20/12/2013, 20/06/2014 y 22/12/2014, si los inversores ejercen su derecho de venta para estas fechas.

Pago de intereses: Semestrales en las siguientes fechas: 20-12-2012, 20-06-2013, 20-12-2013, 20-06-2014, 22-12-2014 y 30-06-2015

Condiciones Serie CONAHORRO II (60m) Setiembre 2017 por hasta US\$ 5 millones

Monto de emisión: US\$ 5 MM.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2017

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: 22/09/2014: un cuarto del circulante; 21/09/2015 un tercio del circulante; 20/09/2016 la mitad del circulante; 20/09/2017 circulante y en cada oportunidad en que los inversores ejerzan su derecho de venta.

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

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

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2018

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Entidad Registrante, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

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

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

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

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2018

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

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

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

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

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2019

Derecho del inversor: En cada fecha de pago de intereses, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 10% del Circulante al cierre del día de pago de intereses inmediato anterior. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de Custodia, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre las solicitudes recibidas, o (ii) el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

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

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

Títulos CONAHORRO

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

Condiciones de la Serie (12m) Junio 2014

Monto: Hasta US\$ 3 millones, ampliables hasta US\$ 4 millones en función de las solicitudes de suscripción recibidas y a criterio de Conaprole. Emitido: US\$ 3.670.057

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/6/2014

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 20 de noviembre y el 19 de diciembre de 2013. Si la sumatoria de las solicitudes superara US\$ 1 MM, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo al siguiente criterio: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% al 20/6/2014 o un importe a determinar al 20/12/2013, si el inversor ejerce su derecho de venta a esa fecha.

Pago de interés: 20/12/2013 y 20/6/2014.

Condiciones de la Serie (12m) Diciembre 2014

Monto: Hasta US\$ 3 millones, ampliables hasta US\$ 5 millones en función de las solicitudes de suscripción recibidas y a criterio de Conaprole. Emitido: US\$ 4.999.672

Moneda: US\$

Vencimiento: 22/12/2014

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 20 de mayo de 2014 y el 19 de junio de 2014. Si la sumatoria de las solicitudes superara US\$ 1 MM, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo al siguiente criterio: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% al 22/12/2014 o un importe a determinar al 20/6/2014, si el inversor ejerce su derecho de venta a esa fecha.

Pago de interés: 20/6/2014 y 22/12/2014.

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 **13 de mayo de 2014**, confirmó en la Categoría AA(uy) a los siguientes títulos de **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**.

- ON Conahorro II (36m) Jun 2015 por hasta US\$ 3 MM
- ON Conahorro II (60m) Set 2017 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Setiembre 2018 por US\$ 3 MM, ampliable hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Marzo 2019 por US\$ 3 MM, ampliable hasta US\$ 5 MM
-

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.

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

- Conahorro (12m) Junio 2014 por hasta US\$ 3 MM, ampliable hasta US\$ 4 MM
- Conahorro (12m) Diciembre 2014 por hasta US\$ 3 MM, ampliable hasta US\$ 5MM

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 31/7/13 (anual) y 31/1/2014 (seis 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).

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 PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, 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. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

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.

Derechos de autor © 2014 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, 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.