

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)

Informe de actualización

Calificaciones

ON CONAHORRO II (60 m)	
Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2018 por hasta US\$ 3MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO II (60m)	
Mar 2019 por hasta US\$ 3MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	
Set 2021 por US\$ 3 MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 7 MM	
ON CONAORRO II (84m)	
Set 2022 por US\$ 3 MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 7 MM	
ON CONAORRO II (84m)	
Mar 2023 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (84m)	
Jun 2023 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (84m)	
Mar 2024 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (87m)	
Dic 2024 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
CONAHORRO II (12m) Dic 2017	
por hasta US\$ 3 MM	A1+(uy)
CONAHORRO III (12m) Junio	
2018 por hasta US\$ 3 MM	A1+(uy)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero No Consolidado

US\$ MM	31/07/17		31/07/16	
	NIIF		NIIF	
	12 meses		12 meses	
Total Activos	632.854		606.157	
Total Deuda				
Financiera	111.568		131.442	
Ingresos	863.734		876.232	
EBITDA	97.132		97.638	
EBITDA (%)	11,2		11,1	
Deuda/ EBITDA	1,1		1,3	
EBITDA/ intereses	34,2		20,5	

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas:

Ornella Remorino
Analista
+5411 5235-8125
ornella.remorino@fixscr.com

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+5411 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Sólidos fundamentos del negocio: La calificación de Conaprole refleja la solidez de su perfil crediticio. Las fortalezas le permiten disminuir la volatilidad operativa propia de un negocio cíclico: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (exportaciones por US\$ 426 MM a julio'17); (iii) su fuerte posición competitiva.

Fuerte posición de liquidez: La estrategia financiera se basa en mantener una saludable posición de liquidez y una estructura de financiamiento conservadora con foco en el largo plazo. El préstamo de los productores es clave en este esquema para mitigar posibles efectos de un ciclo negativo. La compañía prevé concentrar una porción de su deuda en líneas de corto plazo "revolving" comprometidas a largo plazo para poder mejorar la eficiencia del endeudamiento a lo largo del ciclo. A julio'17 Conaprole detentaba un moderado nivel de deuda y sólidas coberturas de intereses con EBITDA. Para el ejercicio 2018, partiendo de una perspectiva de un nivel de precios estable o levemente inferior y un nivel de producción apenas superior, se prevé que la compañía mantenga un nivel EBITDA y márgenes similares a años anteriores. Asimismo, FIX espera que Conaprole pueda sostener un nivel de apalancamiento neto a EBITDA por debajo de 2.5x y holgadas coberturas de intereses.

Fuerte posición competitiva: Conaprole es líder dentro de la industria láctea uruguaya con una participación superior 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 emisión de los títulos CONAHORRO de corto y largo plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada si se observara una suba sostenida en el apalancamiento que reste flexibilidad para hacer frente a los ciclos propios de la industria. Se prevé que Conaprole mantendrá una estrategia financiera de mediano plazo con un nivel de apalancamiento conservador y buena posición de liquidez.

Liquidez y estructura de capital

Endeudamiento moderado: a julio'17 la deuda de Conaprole alcanzaba los US\$ 111.5 MM, 24% concentrado en el corto plazo. La deuda neta alcanzaba los US\$ 71.2 MM, con una relación a EBITDA de 0.7x. A lo largo del último ejercicio finalizado en julio'17 la compañía canceló préstamos con los productores por alrededor de US\$ 15 MM, los cuales financió con deuda proveniente del BROU, dando apoyo financiero a los productores sin debilitar su estructura financiera.

Financiamiento subsidiado: El Parlamento aprobó en mayo'16 el financiamiento a 6 años (3 de gracia más 3 de repago) de los créditos por exportaciones a Venezuela hechas en el marco del acuerdo gubernamental de Julio '15 en donde el costo de intereses de los primeros 3 años estaría a cargo del Estado. El saldo adeudado por Corpovex (Venezuela) a Conaprole asciende a US\$ 39 MM. La empresa ha recibido la totalidad del desembolso correspondiente al crédito y los fondos correspondientes al pago de intereses.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1/8/2012, CONAPROLE ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF). Desde enero'16 compañía publica sus estados contables en US\$. Los números históricos fueron convertidos al tipo de cambio promedio o de cierre del ejercicio, según corresponda.

Resumen Financiero - Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE) (miles de USD, año fiscal finalizado en Julio)

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período

Cifras no consolidadas	2017	2016	2015	2014	2013
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	97.132	97.638	65.434	90.339	68.002
Margen de EBITDA	11,2	11,1	8,9	9,3	8,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	46,2	55,3	34,6	34,4	15,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,2	2,1	(4,8)	(0,5)	0,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	14,7	14,5	4,3	16,5	18,8
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	39,4	26,1	20,8	55,1	23,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	34,2	20,5	16,8	29,9	24,1
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)					24,1
EBITDA / Servicio de Deuda	3,3	2,3	1,5	2,6	1,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda					1,8
FGO / Cargos Fijos	39,4	26,1	20,8	55,1	23,3
FFL / Servicio de Deuda	1,2	0,4	(0,8)	(0,1)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,6	1,1	(0,5)	1,7	1,5
FCO / Inversiones de Capital	3,1	1,6	0,2	0,8	1,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	1,1	1,4	0,6	1,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,3	1,8	1,2	1,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	1,0	1,5	0,5	0,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo					1,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo					0,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,2	3,9	3,5	2,9	2,8
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Balance					
Total Activos	632.854	606.157	546.125	634.032	568.758
Caja e Inversiones Corrientes	40.305	28.999	15.730	64.744	50.950
Deuda Corto Plazo	26.662	38.204	39.893	32.385	34.833
Deuda Largo Plazo	84.906	93.238	76.196	73.279	68.977
Deuda Total	111.568	131.442	116.089	105.664	103.810
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	111.568	131.442	116.089	105.664	103.810
Deuda Fuera de Balance					
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	111.568	131.442	116.089	105.664	103.810
Total Patrimonio	361.931	341.698	285.132	330.237	315.113
Total Capital Ajustado	473.499	473.140	401.221	435.901	418.923
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	109.131	119.920	77.039	163.531	62.956
Variación del Capital de Trabajo	(42.745)	(83.429)	(68.943)	(134.257)	(18.520)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	66.385	36.491	8.096	29.274	44.436
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(21.493)	(22.975)	(36.236)	(37.377)	(43.081)
Dividendos	(11.089)	0	(11.505)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	33.803	13.516	(39.646)	(8.103)	1.355
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.400	910	587	210	85
Otras Inversiones, Neto	1.506	896	(21)	7.875	(248)
Variación Neta de Deuda	(28.379)	(939)	13.587	25.869	(3.566)
Variación Neta del Capital	0	0	0	9.048	7.760
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	8.330	14.384	(25.493)	34.899	5.386
Estado de Resultados					
Ventas Netas	863.734	876.232	737.569	975.679	850.783
Variación de Ventas (%)	57,5	17,6	(24,4)	14,7	11,7
EBIT Operativo	70.043	69.804	43.756	69.888	50.625
Intereses Financieros Brutos	2.843	4.771	3.888	3.023	2.818
Alquileres					
Resultado Neto	69.485	63.012	18.069	78.342	54.824

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

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 (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.

Condiciones Serie CONAHORRO II (84m) Setiembre 2021 por US\$ 3 millones (ampliables a US\$ 7 millones)

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 7 MM. Emitido: US\$ 6.992.507

Moneda: US\$

Vencimiento: 30/09/2021

Derecho del inversor: En fechas predeterminadas, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar un porcentaje de su inversión de acuerdo a los siguientes criterios:

- Hasta un séptimo del circulante en las siguientes fechas: 21-09-2015; 20-09-2016; 20-09-2017; 20-09-2018 y 21-09-2020.
- El total del circulante en la siguiente fecha: 20-09-2019.

Si en algún caso la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: a prorrata entre las solicitudes recibidas, o el monto total solicitado si Conaprole así lo determina.

Amortización: 100% al vencimiento, salvo lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en las que los inversores tienen derecho de cancelación anticipada.

Pago de intereses: Semestrales en las siguientes fechas: 20/3/15, 21/9/15, 21/3/16, 20/9/16, 20/3/17, 20/9/17, 20/3/18, 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 20/9/20, 22/3/21, 20/9/21.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Setiembre 2022 por US\$ 3 millones (ampliables a US\$ 7 millones)

Monto: Hasta US\$ 3 millones, ampliables a US\$ 7 millones. Emitido: U\$S 4.729.215

Moneda: dólares americanos billete.

Vencimiento: 20/09/22

Derecho del Inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo del circulante en cada oportunidad en que se paguen intereses. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, la voluntad de ejercicio del mismo, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello de un período de 30 días calendario que inicia 30 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (I) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas, o (II) – el monto total solicitado, si Conaprole así lo determina.

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

Amortización: 100% al 20/09/2022 menos lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en que lo inversores disponen del derecho de cancelación

Interés: El interés será calculado en base a un año de 365 días según el siguiente esquema:

- 3,25 % lineal anual, para el período comprendido entre el 23-09-2015 y el 20-09- 2018
- 3,50 % lineal anual; para el período comprendido entre el 20-09-2018 y el 20-09- 2020
- 4,00 % lineal anual, para el período comprendido entre el 20-09-2020 y el 20-09- 2022.

Pago de interés: semestral.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Marzo 2023 por hasta US\$ 5 millones

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/3/2023

Derecho del Inversor: Independientemente del plan de amortizaciones definido, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras ocho fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes cinco fechas de pago de intereses.

Amortización: 20/3/2020 un cuarto del circulante; 22/3/2021 un tercio del circulante; 21/3/2022 la mitad del circulante y 20/3/2023 el total del circulante.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 20/9/16, 20/3/17, 20/9/17, 20/3/18, 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 21/9/20, 22/3/21, 20/3/21, 21/3/22, 20/9/22, 20/3/23.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Junio 2023 por hasta US\$ 5 millones

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/6/2023

Derecho del Inversor: Independientemente del plan de amortizaciones definido, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras ocho fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes cinco fechas de pago de intereses.

Amortización: 22/6/2020 un cuarto del circulante; 21/6/2021 un tercio del circulante; 20/6/2022 la mitad del circulante y 20/6/2023 el total del circulante.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 20/12/16, 20/6/17, 20/12/17, 20/6/18, 20/12/18, 20/6/19, 20/12/19, 22/6/20, 21/12/20, 21/6/21, 20/12/21, 20/6/22, 20/12/22, 20/6/23.

Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 millones

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/3/2024

Derecho del Inversor: Independientemente del plan de amortizaciones definido, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras siete fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes seis fechas de pago de intereses.

Amortización: 22/3/2021 un cuarto del circulante; 21/3/2022 un tercio del circulante; 20/3/2023 la mitad del circulante y 20/3/2024 el total del circulante.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 20/9/17, 20/3/18, 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 21/9/20, 22/3/21, 20/9/21, 21/3/22, 20/9/22, 20/3/23, 20/9/23, 20/3/24.

Programa de Obligaciones Negociables CONAHORRO III por hasta U\$S 100 millones

En el mes de abril de 2017, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 100 MM. El Banco Central del Uruguay inscribió el programa el 31/5/2017, 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 de la Serie CONAHORRO III (12m) Junio 2018 por hasta US\$ 3 millones

Monto: Hasta US\$ 3 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/06/18

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta la mitad de la emisión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su Entidad Registrante, 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 2017. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; o (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% del capital al 20/06/18 menos los que eventualmente amortizado el 20/12/2017.

Pago de interés: 20/12/2017 y 20/06/18.

Condiciones de la Serie CONAHORRO III (87m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 5 millones

Monto: Hasta US\$ 5 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/12/2024

Derecho del Inversor: el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras siete fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes seis 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

Opción de rescate: el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

Amortización: 20/12/2021 un cuarto del circulante; 20/12/2022 un tercio del circulante; 20/12/2023 la mitad del circulante y 20/12/2024 el total del circulante.

Pago de interés: Semestrales en las siguientes fechas: 20/6/18, 20/12/18, 20/6/19, 20/12/19, 22/6/20, 21/12/20, 21/6/21, 20/12/21, 20/6/22, 20/12/22, 20/6/23, 20/12/23, 20/6/24. 20/12/24.

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 CONAHORRO II (12m) Diciembre 2017 por hasta US\$ 3 millones

Monto: Hasta US\$ 3 millones.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/12/17

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta un tercio de la emisión en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá

comunicar la voluntad del ejercicio a su Entidad Registrante, 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 19 de mayo de 2017 y el 16 de junio de 2017. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; o (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

Amortización: 100% del capital al 20/12/17 menos los que eventualmente amortizado el 20/06/2017

Pago de interés: 20/6/2017 y 20/12/17.

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 19 de octubre de 2017, confirmó en la categoría **AA(uy)** a los siguientes títulos emitidos por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche:**

- ON Conahorro II (60m) Marzo 2018 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Setiembre 2018 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Marzo 2019 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Setiembre 2021 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 7 MM
- ON Conahorro II (84m) Setiembre 2022 por US\$ 3 MM, ampliable hasta US\$ 7 MM
- ON Conahorro II (84m) Marzo 2023 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Junio 2023 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (87m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 5 MM

En igual fecha, FIX confirmó en la Categoría **A1+(uy)** a los siguientes títulos de Conaprole:

- Conahorro II (12m) Diciembre 2017 por hasta US\$ 3 MM
- Conahorro III (12m) Junio 2018 por hasta US\$ 3 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.

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 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 24 de mayo de 2017 disponible en www.fixscr.com, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

Fuentes

- Balances generales al 31/07/17. 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).

Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en 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 calificadora-, ha recibido los 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)

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 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 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.