

Productos Lácteos
Uruguay
Informe Integral

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole)

Calificación Nacional

	Calificación Actual
Obligaciones Negociables Serie 1 por US\$ 5 millones	A+(uy)
Obligaciones Negociables Serie 2 por US\$ 7 millones	A+(uy)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Cifras No Consolidadas, ajustadas por inflación

	31/07/08	31/07/07
Total Activos (\$ miles)	7.802.954	8.638.872
Total Patrimonio (\$ miles)	3.847.391	4.314.012
Deuda Financiera (\$ miles)	2.315.587	2.635.207
EBITDA (\$ miles)	473.659	1.066.972
Margen EBITDA	4.6%	10.5%
Deuda neta/EBITDA	2.7	1.3
EBITDA/Intereses Brutos	2.7	4.8

Analistas

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

Fabrizio Marenberg Friedman
+5411 5235 8127
fabrizio.friedman@fitchratings.com

Fundamentos de la calificación

- La calificación de Conaprole se fundamenta en su sólida posición de mercado, el reconocimiento de sus marcas, la desarrollada cadena de distribución, y su participación histórica en las exportaciones del sector. Otra de las ventajas competitivas importantes que detenta Conaprole es la cobertura natural que le otorga la fijación del precio de compra de leche, en función de la evolución de los precios de exportación. Esto constituye barreras de ingreso para otros participantes de la industria.
- En los últimos dos años, la conjunción de mejores precios promedios y altos volúmenes de ventas llevaron a que se produzca un salto cuantitativo importante en las ventas y en la generación de fondos de la cooperativa. Hacia adelante, se prevé que su generación de fondos se vea afectada ante el cambio en el contexto mundial de precios (que registraron una baja acumulada superior al 40% en los últimos seis meses). Fitch entiende sin embargo, que Conaprole detenta un probado acceso a los mercados de crédito y una estructura de capital lo suficientemente conservadora, como para hacer frente a la baja en el ciclo de negocio.
- A jul'08 la cooperativa presentaba adecuados indicadores de protección de deuda (deuda neta/EBITDA de 2.7x y EBITDA/intereses brutos de 2.7x). Fitch estima que estos ratios estarán más ajustados durante 2008/09, producto de un menor nivel de EBITDA como consecuencia de la caída en los precios internacionales y una mayor carga de intereses netos. Se prevé que la deuda de Conaprole alcance un pico estacional por mayores necesidades de capital de trabajo durante la primavera-verano, que bajará a partir de marzo. Para el cierre del ejercicio, el nivel de deuda estimado se ubica levemente por encima del cierre de 2008. Se estima que el nivel de apalancamiento continuará en línea con la calificación asignada, en el orden de 3.5x deuda neta/EBITDA.

Factores relevantes de la calificación

- En el actual escenario de precios sustancialmente más bajos y ante la reciente devaluación del Peso Uruguayo, se prevé que el EBITDA se ubique entre 15% y 20% por debajo del registrado en el ejercicio 2007/2008 (en términos de dólares). En opinión de Fitch, Conaprole detenta una adecuada flexibilidad financiera que le permitirá afrontar una desaceleración en el ciclo del negocio.
- La estrategia financiera es en el mediano plazo es mantener compromisos de pagos anuales de capital de deuda en el orden de los US\$ 10 MM, e intereses netos por aproximadamente US\$ 6 MM, lo cual resulta manejable.

Liquidez y estructura de capital

A jul'08 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 120.5 MM; 65% del apalancamiento se encontraba en el corto plazo. La deuda financiera está compuesta principalmente por préstamos del IFC, préstamos bancarios y pre-financiación de exportaciones. La deuda neta de liquidez alcanzó los US\$ 66 MM. El crecimiento interanual se relaciona fundamentalmente con las mayores inversiones de capital encaradas.

Perfil de negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) es una entidad líder en la industria láctea uruguaya, con más de 65% de participación de mercado en las ventas de leche. En sus más de 70 años de trayectoria, la cooperativa fue creciendo en forma sostenida, convirtiéndose en el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico. Asimismo, sus productos fueron consolidando su presencia en los mercados internacionales, los cuales le otorgan hoy aproximadamente el 50% de sus ingresos.

Conaprole fue creada por Ley N° 9.526 del 14/dic/35 y el Decreto respectivo del 9/jul/41, para cuyos efectos se estableció la expropiación de seis empresas lácteas. Si bien Conaprole jurídicamente se encuentra constituida como una cooperativa, desde 2000 se eliminó la elección de sus miembros del Directorio por el Estado y se determinó la obligatoriedad de que cumpla con las normas de información, publicidad y control, exigidas a las sociedades anónimas abiertas. El gobierno de la cooperativa reside en tres órganos: 1) directorio, 2) asamblea de productores y 3) comisión fiscal.

Estrategia y perspectivas

El consumo lácteo *per capita* de Uruguay es uno de los más altos del mundo, comparable con el de los países desarrollados. Debido a la madurez y alto consumo local, y en virtud de las oportunidades originadas en el exterior y la bondad de los precios internacionales hasta el ejercicio anterior, Conaprole continuó consolidando y fortaleciendo sus operaciones en el mercado externo.

Ante este panorama, Conaprole concentró sus inversiones industriales en los productos que representan más de 60% de sus ventas de exportación. Durante la zafra 2008 comenzará a operar la nueva planta de leche en polvo de Villa Rodríguez (noviembre), la cual tendrá una capacidad de secado 33% superior a la que la cooperativa tiene en la actualidad en funcionamiento (Florida). La puesta en marcha de esta nueva planta, le permitirá a la cooperativa destinar plantas más pequeñas al secado de suero para exportación; esta producción incremental debería tener un impacto positivo en sus ingresos.

Los cambios en el contexto internacional, derivados de la fuerte crisis financiera mundial y la baja en los precios de los *commodities*, presuponen un escenario de mayores desafíos para Conaprole hacia delante. En el actual escenario de precios sustancialmente más bajos y depreciación del Peso Uruguayo, se prevé que el EBITDA caiga en el orden de 15%-20% en dólares. Sin embargo, en opinión de Fitch, la conservadora estructura de capital alcanzada por Conaprole le otorga una adecuada flexibilidad financiera que le permitirá afrontar una desaceleración en el ciclo del negocio.

Operaciones

La cooperativa se dedica a la producción y distribución de una amplia gama de productos lácteos, que incluye leche líquida o en polvo, queso, manteca, cremas, helados, dulce de leche, y varios ingredientes lácteos. Opera bajo la marca Conaprole y bajo otras marcas locales como Kasdorf, Conamigos, Candelaria, Ricleso, Manjar, Alpa, Oso Polar y Blacanube, entre otras.

Los seis años de bonanza con firmes precios internacionales y el crecimiento volúmenes de venta (más de 900 MM litros/equivalentes), permitieron a Conaprole incrementar fuertemente su facturación desde 2003, de US\$ 170 MM a aproximadamente US\$ 540 MM en el ejercicio 2007/2008.

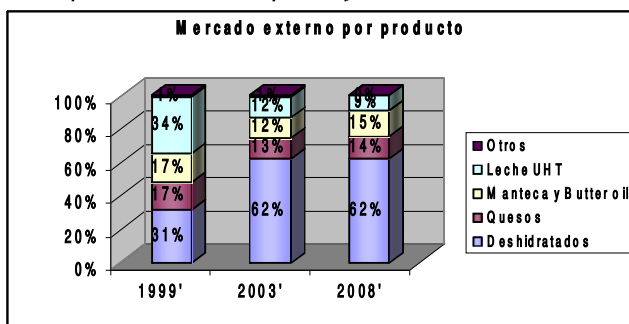
La cooperativa recibió en planta alrededor de 840 MM de litros en el último año, lo que representa una caída aproximada en la remisión respecto del último año del 10%, por efecto de la sequía.

Mercado Externo (50% de las ventas a julio'08)

Exposición a la volatilidad de los precios commodities, productos de bajo valor agregado.

Las ventas al exterior se componen principalmente de ingredientes que son utilizados como insumos, tanto en la industria alimenticia como en la farmacéutica. El volumen destinado al exterior representa el 70% sobre el volumen total vendido.

Respecto de la canasta de productos de exportación, la leche en polvo y otros productos deshidratados son el principal rubro en el volumen total exportado (60%). El segundo y tercer producto en importancia son los quesos y manteca.



En el último ejercicio, las exportaciones registraron una suba en dólares del 33%, impulsada por el fuerte incremento de los precios internacionales que más que compensaron la caída en el volumen vendido como consecuencia de una menor remisión de leche y una mayor lentitud de la demanda externa hacia el cierre del ejercicio.

En cuanto a los destinos de exportación, se observa en los últimos años una cartera más heterogénea que tiene como principales países México, Venezuela, Cuba y Brasil. Las ventas a clientes nuevos tienen resguardos en cuanto a sus cobros a través de cartas de crédito, conformadas por bancos de primera línea. Si bien los principales destinos continúan estando en América Latina, cualquier posible discontinuidad de envíos puede ser direccionable a otros mercados.

Mercado Interno (50% de las ventas)

Estabilidad de la demanda, demanda inelástica de leche fluida, productos de alto valor agregado.

Conaprole detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya, y ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca, con un 65% de participación en las ventas de la leche (considerando cualquiera de sus formas). En cremas y productos frescos su participación asciende a más del 50%.

La demanda del mercado local es relativamente estable, lo cual hace bastante predecible la generación de caja en moneda local. Las líneas de leche y cremas concentran aproximadamente el 55/60% del volumen de ventas domésticas.

En el último ejercicio, Conaprole logró incrementar el volumen de sus ventas en casi un 10% (25% acumulado en los últimos 3 años), lo cual mejoró no sólo su participación en el

segmento de leche fluida, sino en productos de mayor valor agregado. Esta mejora se debió en parte a la mayor concentración de otras compañías en el mercado de exportación, mientras que Conaprole continuó atendiendo al mercado local. Esta positiva evolución permitió incrementar el peso relativo de las ventas al mercado local dentro de su portafolio, equiparándolo con el de las exportaciones.

La cooperativa distribuye sus productos principalmente a través de una extensa red de distribuidores (externos y exclusivos) a lo largo de todo el país, lo cual constituye una ventaja competitiva (más de 180 empresas distribuidoras independientes). La red de distribuidores está dividida en dos regiones que operan independientemente: Montevideo y el interior del país. Históricamente, esta red constituyó el principal canal de distribución para Conaprole, concentrando, entre ambas subdivisiones, el 70% de las ventas al mercado interno. El canal supermercados registra una baja participación sobre las ventas, representando un 15% de las ventas domésticas. El porcentaje restante de las ventas se destinan a organismos públicos, subsidiarias y otros privados.

Precio mercado interno. Por Decreto del Poder Ejecutivo n° 424/2008 a partir de marzo'08 se puso fin al pago diferencial de la leche para el consumo interno (leche cuota) que regía desde 1947. El decreto dejó sin efecto el sistema de fijación administrativa del precio al productor de la leche para consumo líquido, quedando en consecuencia liberado el precio señalado a las reglas de la oferta y la demanda. El precio de la leche pasteurizada al consumidor seguirá siendo fijado por el PE.

Abastecimiento y producción

Conaprole opera ocho plantas procesadoras, con una capacidad total de producción de leche para el consumo es de aproximadamente 580.000 lts/día en todas sus plantas. La capacidad total para la producción de leche en polvo es de aproximadamente 191.000 kg./día, y de larga vida (entera/descremada) es de 493.000 lts/día.

En el último trimestre de 2008 la cooperativa inaugurará una nueva planta de leche en polvo (Villa Rodríguez) que tendrá una capacidad de secado un 33% superior a la mayor planta que hoy tienen en funcionamiento (Florida). La construcción de esta nueva planta de leche en polvo se llevó a cabo durante los tres ejercicios fiscales 2006/08, por aproximadamente US\$ 35 MM. Estas inversiones se financiaron en parte con la mayor generación de fondos, y con préstamos internacionales.

Relación con productores. La relación de Conaprole con los remitentes es a dos niveles: 1) como proveedores de la materia prima básica y 2) como asociados-dueños (ver Distribución de Utilidades).

La cooperativa les paga un precio por la leche remitida. Del precio a pagar, la cooperativa retiene un 1,5% destinado como aportes de capital para conformar el denominado Fondo de Productividad, que tiene como fin fondear parte de las inversiones anuales. En cuanto al precio pagado a los productores, la Dirección ha tomado la decisión de fijar el precio de la materia prima en pesos, sujeto a una banda de fluctuación del tipo de cambio. Este mecanismo ofrece una cobertura operativa al riesgo de descalce de moneda.

Factores de riesgo

- **Exposición a la evolución de los precios de los *commodities*.** La rentabilidad del negocio de exportación de productos lácteos está expuesta a los acontecimientos de los distintos mercados fijadores de precios internacionales.

- **Aprovisionamiento de materia prima.** El volumen de remisión de leche está influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa, como factores climáticos, posibles catástrofes naturales, plagas. Asimismo, se observa una creciente competencia de compradores del exterior.
- **Incidencia de los vaivenes de la economía local sobre los ingresos provenientes de ese mercado.** Si bien el consumo de leche es inelástico frente al precio, la demanda de productos de mayor valor agregado se ve influenciada por el poder adquisitivo de la población, los efectos de inflación, y la sustitución de productos.
- **Exposición de endeudamiento a tasa variable.** La cooperativa tiene una cobertura de riesgo de tasa por el préstamo con IFC.

Perfil financiero

Durante el ejercicio cerrado a julio'08 Conaprole registró ventas por US\$ 540 MM, lo cual muestra un fuerte crecimiento contra el período comparable anterior (el porcentaje se distorsiona en la planilla por efectos del ajuste por inflación y tipo de cambio). La positiva evolución de los precios internacionales fue el principal motor de este crecimiento, seguido por un mayor volumen de ventas en el mercado local. Estos factores, más que compensaron la caída en el volumen exportado, como consecuencia de una menor remisión de leche (por factores climáticos adversos) y de una creciente lentitud en la demanda externa hacia final del ejercicio. Esto último derivó en un cierre del ejercicio con un nivel de stock de productos terminados superior al año anterior.

Los costos operativos de la cooperativa están compuestos principalmente por la leche y crema, materiales, otros consumos y mano de obra. Del total de costos y gastos operativos, se calcula que aproximadamente el 20% de los insumos o costos se encuentran denominados en dólares. Durante el ejercicio 2008 se pasó a precio parte del margen operativo alcanzado el año anterior. Los costos de leche y crema registraron una importante suba interanual (del orden del 20%), lo cual tuvo un impacto importante sobre el costo de mercadería vendida, reduciendo el margen bruto al 15% respecto del 21% en 2007. Adicionalmente, Conaprole ajustó a la baja la valuación de su stock de productos terminados (ante el cambio en los precios internacionales y en las perspectivas), lo cual ocasionó una suba en el costo de mercadería vendida al cierre del ejercicio.

Consecuentemente, se observa una reducción tanto en el nivel de EBITDA como el margen sobre ventas. El monto de EBITDA en dólares alcanzó los aproximadamente US\$ 24.6 MM, con un margen sobre ventas del 4.6%, contra US\$ 44 MM y un margen del 10% en 2007.

En términos de la generación de fondos, Conaprole registró un flujo de caja de las operaciones (FGO) por aprox. US\$ 14.1 MM. La cooperativa registró fuertes necesidades de capital de trabajo por US\$ 16.3 MM, producto del mayor nivel de inventarios al cierre del ejercicio, razón por la cual el flujo de caja operativo resultó negativo. Las inversiones de capital alcanzaron los US\$ 37.5 MM, entre los cuales se incluye la planta de Villa Rodríguez.

Ante el nuevo escenario de baja en los precios, a la fecha Conaprole detenta un nivel de inventarios extraordinario dado que los compradores están atentos a nuevas bajas. Esto tiene un impacto directo sobre su rentabilidad y necesidades de financiar capital de trabajo. Se prevé que esta situación se normalizará en la medida en que los compradores liquiden sus stocks de leche en polvo. Asimismo, dado el precio menos competitivo que percibe el productor en la actualidad, se prevé que el nivel de producción mundial se retraiga, quedando en manos de aquellos países históricamente competitivos, como es el caso de Uruguay.

Liquidez y estructura de capital

A julio'08 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 120.5 MM, lo cual compara contra US\$ 90.4 MM al cierre del ejercicio anterior. La deuda financiera neta de liquidez alcanzó los US\$ 66 MM. El crecimiento interanual en el apalancamiento se relaciona fundamentalmente con las mayores inversiones de capital encaradas. El 65% del apalancamiento se encontraba en el corto plazo. La cooperativa registraba adecuados indicadores de protección de deuda, con cobertura de intereses de 2.7x, y años de repago de deuda neta de 2.7x a julio'08.

La deuda financiera de la compañía está compuesta principalmente por un préstamo del IFC (US\$ 22 MM), pre-financiación de exportaciones (US\$ 52.1 MM), y las ONs objeto de calificación (US\$ 7.8 MM). La deuda también incluye la deuda con asociados por aproximadamente US\$ 15.9 MM.

En los últimos años, Conaprole estuvo abocada a la mejora de su perfil financiero, aprovechando las buenas condiciones de los mercados. Durante el 2007 la cooperativa llevó a cabo acciones tendientes a disminuir el costo financiero de su deuda, liberar garantías otorgadas y flexibilizar términos y condiciones. La estrategia financiera es en el mediano plazo es mantener compromisos de pagos anuales de deuda en el orden de los US\$ 10 MM.

El escenario actual plantea nuevos desafíos para Conaprole. Por el lado de los precios internacionales, se prevé una caída en la generación de fondos de la compañía. En cuanto al acceso al financiamiento, Fitch prevé que los costos asociados a la pre-financiación de exportaciones (atados a la evolución de la tasa Libor) se ubiquen por encima de los promedios registrados en los últimos meses (ajustando a través del margen). Fitch entiende que Conaprole detenta un probado acceso al financiamiento (opera con una diversificada cartera de bancos) y a tasas competitivas. Por otra parte, su adecuada estructura de capital le provee la flexibilidad necesaria para soportar la baja en su ciclo de negocio. Para el ejercicio 2008/2009 se prevé que el ratio deuda neta/EBITDA se ubique en el orden de 3.5x, de 2.7x registrado a jul'08. Aunque más presionados, estos indicadores continúan siendo adecuados para la calificación asignada.

Política de distribución de utilidades. Los productores asociados y los productores-dueños de la cooperativa reciben reliquidaciones de precio cuando la situación económica-financiera lo permite. Estas reliquidaciones se pagan generalmente dos veces al año, mes posterior al cierre de los semestres fiscales (febrero-agosto). Durante el último ejercicio, la distribución alcanzó los US\$ 9.6 MM. Para el mediano plazo, es estrategia de la gerencia financiera focalizar sus objetivos en la “rentabilidad de los socios”, y eficientizar de esta manera la relación de la rentabilidad sobre activos y patrimonio de la cooperativa.

Anexo I. Resumen financiero

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

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

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Período	19,21	23,72	24,02	24,55
Multiplicador de Inflación	1,00	1,23	1,34	1,45
Cifras no consolidadas	2008	2007	2006	2005
Rentabilidad				
EBITDA Operativo	473.659	1.066.972	676.009	1.070.137
Margen de EBITDA	4,6	10,5	7,1	10,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,3	9,4	12,2	14,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(9,1)	2,0	(1,4)	3,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,8	16,9	8,8	15,9
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,5	3,0	3,7	4,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,7	4,8	3,0	4,6
FGO / Intereses Financieros Netos	13,3	5,5	5,7	6,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,5	0,4	0,6
FGO / Cargos Fijos	2,5	3,0	3,7	4,4
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	0,2	0,1	0,3
FFL + Caja e Inversiones Corrientes / Servicio de Deuda	0,2	0,9	0,6	0,9
FCO / Inversiones de Capital	(0,1)	2,3	0,8	2,8
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	5,2	4,0	3,3	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,9	2,5	4,0	2,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	1,3	2,7	1,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,2	6,7	5,9	4,9
Deuda Garantizada / Deuda Total				
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	65%	66%	52%	51%
Deuda Financiera /Capitalización (%)	38%	38%	40%	42%
Deuda Financiera Neta /Capitalización (%)	25%	24%	31%	32%
Balance				
Total Activos	7.802.952	8.638.872	8.598.212	9.166.127
Caja e Inversiones Corrientes	1.048.068	1.254.419	894.192	989.963
Deuda Corto Plazo	1.495.679	1.737.379	1.401.608	1.523.332
Deuda Largo Plazo	819.908	897.828	1.310.397	1.468.449
Deuda Total	2.315.587	2.635.207	2.712.005	2.991.781
Deuda asimilable al Patrimonio				
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.315.587	2.635.207	2.712.005	2.991.781
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.315.587	2.635.207	2.712.005	2.991.781
Total Patrimonio	3.847.391	4.314.012	4.086.013	4.170.774
Total Capital Ajustado	6.162.978	6.949.219	6.798.018	7.162.555
Deuda Neta	1.267.519	1.380.788	1.817.813	2.001.818
Flujo de Caja				
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	271.622	435.022	600.939	789.616
Variación del Capital de Trabajo	(313.819)	364.873	(440.621)	(183.426)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(42.197)	799.895	160.318	606.190
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(720.561)	(353.318)	(207.318)	(217.899)
Dividendos	(184.454)	(244.511)	(87.327)	(67.849)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(947.212)	202.067	(134.327)	320.442
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	9.255	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	2.414	11.210	12.252
Variación Neta de Deuda	623.650	74.299	7.989	(245.937)
Variación Neta del Capital	107.955	71.986	81.427	80.866
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0
Variación de Caja	(206.352)	350.766	(33.701)	167.623
Estado de Resultados				
540.522,17	428.481,66			
Ventas Netas	10.384.512	10.163.585	9.573.072	9.929.594
Variación de Ventas (%)	2,2	6,2	(3,6)	17,0
EBIT Operativo	171.502	697.601	281.046	660.497
Intereses Financieros Brutos	177.766	220.926	225.558	233.733
Intereses ganados por colocaciones	143.862	101.051	80.031	63.656
Intereses Financieros Netos	33.904	119.875	145.527	170.077
Resultado Neto	563.511	708.409	362.331	668.819

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 II. Características de las emisiones

Programa de Obligaciones Negociables por hasta US\$ 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.

1º 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.

2º 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.

Anexo III. Dictamen de calificación

Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 27 de noviembre de 2008, confirmó la **Categoría A+(uy)** de las Obligaciones Negociables Serie 1 por US\$ 5 MM y Obligaciones Negociables Serie 2 por US\$ 7 MM, emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta un monto de US\$ 20 MM por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**. Las calificaciones asignadas tienen una **Perspectiva Estable**.

CATEGORÍA A(uy): “A” nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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 31-7-08 (anual).
- 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 por hasta la suma de US\$ 20 MM. Suplemento de precio de las emisiones particulares.

Copyright © 2008 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.