

**Productos Lácteos
Uruguay
Informe Complementario**

Coop. 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

	Año móvil 30/04/08	31/07/07
Total Activos (\$ miles)	8.259.232	7.980.899
Total Patrimonio (\$ miles)	3.853.726	3.985.426
Deuda Fciera (\$ miles)	2.870.497	2.434.499
EBITDA (\$ mm)	590.548	985.707
Margen EBITDA	7.8	10.5
Ds Neta/EBITDA	2.6	1.3
EBITDA/Intereses Brutos	4.4	4.8

Analistas

Paola Briano
+5411 5235 8122
paola.briano@fitchratings.com

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

Fundamentos de la calificación

- La calificación de largo plazo de Conaprole se fundamenta en la consolidación de su desempeño operativo y participación en los mercados internacionales. Asimismo, la calificación incorpora 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 flexibilidad financiera 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.
- La cooperativa presenta una estructura de deuda conservadora en relación con la media de la industria y en comparación a otras alimenticias (deuda financiera/capitalización del orden del 40%, al mismo tiempo que adecuados indicadores de protección de deuda (Deuda Neta/EBITDA de 2x y EBITDA/Intereses brutos superior a de 4x). Se registran durante el corriente Ejercicio 2008/09 indicadores un poco afectados a partir de la toma de deuda adicional prevista para inversiones, no obstante continúan siendo adecuados para la calificación asignada. Si bien bajo las estimaciones de Fitch se contemplan ratios mas ajustados durante el 2008/09, los mismos se esperan se recuperen a partir del 2010 con una disminución de la deuda.
- En los últimos dos años, la conjunción de mejores precios promedios y altos volumen de ventas llevaron a que se produzca un salto cuantitativo importante en la cifra de ventas totales en términos de dólares. Se espera que la facturación total del Ejercicio 2008 supere holgadamente los US\$ 400 millones.

Factores relevantes de la calificación

- Si bien se espera que la relación Deuda Fciera/capitalización se incremente en los próximos años por la toma de deuda adicional proyectada para inversiones de crecimiento, continuarían siendo adecuadas para la calificación propuesta. 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\$ 4 MM.
- Los desafíos que enfrenta Conaprole en el corto plazo es la construcción y puesta en marcha de una nueva planta de leche en polvo, destinada para productos de exportación, la cual se espera este terminada para la segunda mitad del 2008. La nueva planta tiene como objetivo: aumentar capacidad, flexibilizar la ecuación de producto (en época de zafra), mejorar el medio ambiente.

Liquidez y estructura de capital

A Abr-08 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 144 MM, mientras que los niveles netos de liquidez alcanzan a los US\$ 85 MM. Estos últimos cubren el 87% de los compromisos corrientes de deuda a igual fecha. La deuda financiera está compuesta principalmente por préstamos del IFC, préstamos bancarios y pre-financiación de exportaciones.

Anexo I. Resumen financiero

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

Tipo de Cambio UYU/USD a final del Periodo	21,72	24,10	23,98	25,98	29,10	27
Multiplicador de Inflación	1,00	1,14	1,24	1,34	1,28	1
Cifras no consolidadas	9 meses Abr-08	2007	2006	2005	2004	2
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	590.548	985.707	624.522	988.631	718.718	684
Margen de EBITDA	7,8	10,5	7,1	10,8	9,2	
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,5	9,4	12,2	14,3	7,7	
Margen del Flujo de Fondos Libre	(7,9)	2,0	(1,4)	3,2	(1,4)	
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,8	16,9	8,8	15,9	8,5	
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,3	3,0	3,7	4,4	1,9	
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,4	4,8	3,0	4,6	2,5	
FGO / Intereses Financieros Netos	23,4	5,5	5,7	6,0	2,4	
EBITDA / Intereses Financieros Netos	0,3	0,5	0,4	0,6	0,4	
EBITDA / Servicio de Deuda	5,3	3,0	3,7	4,4	1,9	
FGO / Cargos Fijos	0,3	0,2	0,1	0,3	0,1	
FFL / Servicio de Deuda	0,7	0,9	0,6	0,9	0,5	
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	2,3	0,8	2,8	0,8	
FCO / Inversiones de Capital						
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,9	4,0	3,3	2,9	5,9	
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,9	2,5	4,0	2,8	4,6	
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,6	1,3	2,7	1,9	3,8	
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,7	7,3	6,4	5,3	7,2	
Deuda Garantizada / Deuda Total						
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	67%	66%	52%	51%	42%	
Deuda Financiera / Capitalización (%)	43%	38%	40%	42%	45%	
Deuda Financiera Neta / Capitalización (%)	0%	0%	0%	0%	0%	
Balance						
Total Activos	8.259.232	7.980.899	7.943.337	8.467.997	8.874.390	8.688
Caja e Inversiones Corrientes	1.364.144	1.158.878	826.086	914.564	583.004	143
Deuda Corto Plazo	1.937.305	1.605.053	1.294.856	1.407.308	1.387.495	1.327
Deuda Largo Plazo	933.192	829.446	1.210.592	1.356.606	1.891.717	1.619
Deuda Total	2.870.497	2.434.499	2.505.448	2.763.914	3.279.212	2.947
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.870.497	2.434.499	2.505.448	2.763.914	3.279.212	2.947
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.870.497	2.434.499	2.505.448	2.763.914	3.279.212	2.947
Total Patrimonio	3.853.726	3.985.426	3.774.823	3.853.091	3.937.102	4.255
Total Capital Ajustado	6.724.223	6.419.925	6.280.271	6.617.005	7.216.314	7.203
Deuda Neta	1.506.353	1.275.621	1.679.362	1.849.350	2.696.208	2.804
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	572.076	401.889	555.169	729.476	270.619	128
Variación del Capital de Trabajo	(392.393)	337.083	(407.062)	(169.455)	213.854	584
Flujo de Caja Operativo (FCO)	179.683	738.972	148.107	560.021	484.473	713
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	
Inversiones de Capital	(525.382)	(326.408)	(191.528)	(201.303)	(592.624)	(262,1)
Dividendos	(253.687)	(225.888)	(80.676)	(62.681)	0	
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(599.386)	186.676	(124.096)	296.036	(108.152)	450
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	
Otras Inversiones, Neto	5.916	2.230	10.357	11.319	(8)	22
Variación Neta de Deuda	720.345	68.640	7.380	(227.206)	41.111	(504,1)
Variación Neta del Capital	78.390	66.504	75.225	74.707	61.960	48
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	
Variación de Caja	205.265	324.050	(31.134)	154.856	(5.089)	16
Estado de Resultados						
Ventas Netas	7.545.686	9.389.484	8.843.947	9.173.315	7.839.146	7.240
Variación de Ventas (%)		6,2	(3,6)	17,0	8,3	
EBIT Operativo	354.858	644.469	259.640	610.191	328.760	277
Intereses Financieros Brutos	133.532	204.099	208.379	215.931	288.012	319
Intereses ganados por colocaciones	103.426	93.354	73.936	58.807	57.556	52
Intereses Financieros Netos	30.106	110.745	134.443	157.124	230.456	266
Resultado Neto	659.021	654.454	334.734	617.879	348.654	881

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/abril/06 (Comunicación 2006/103), a partir de la cual tiene una vigencia de 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/abril/06 (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: ONs Serie 1 por US\$ 5 MM

Fecha de emisión: 7/junio/06

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/junio/2007. La emisión incluye la opción de rescate anticipado por el 101%.

Tasa de interes: Libor de tres meses más un margen del 2% anual. Los pagos serán trimestrales, con vencimiento del primer servicio de intereses el 15/septiembre/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/noviembre/06 aprobó la realización de una Segunda Serie de ONs por hasta US\$ 7 millones. La inscripción de la Serie en el Registro del Mercado de Valores en el Banco Central del Uruguay fue el 15/Dic/06. Asimismo, fue autorizada para cotizar en Dic.06 en la Bolsa Electrónica de Valores del Uruguay S.A. y en la Bolsa de Valores de Montevideo.

Monto de emisión ONs Serie 2 por US\$ 7 MM.

Fecha Emisión: 26/Dic/2006

Precio de suscripción: 99.775%.

Plazo: 6,5 años.

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

Tasa de interes: 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.

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

El Consejo de Calificación de Fitch Uruguay Calificadora de Riesgo S.A., reunido el 30 de Junio 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.

Los signos "+" or "-" 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.

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)".

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 es 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.

El presente Informe Resumido es complementario al Informe Integral de fecha 28/Dic/2007. El presente informe 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.

Fuentes

- Ø Balances generales auditados hasta el periodo intermedio de 9 meses al 30-Abril-08.
- Ø Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse Coopers.
- Ø Información de gestión suministrada por Conaprole.
- Ø 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).
- Ø 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.
