

Productos Lácteos
Uruguay
Informe complementario

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole)

Calificación Nacional

	Calificación actual
CONAHORRO (12m) Setiembre 2012 por hasta US\$ 3 MM	F1+(uy)

Resumen Financiero

Cifras No Consolidadas, ajustadas por inflación
30/4/11 31/07/10
Año móvil

Total Activos (\$ miles)	8.186.577	7.964.593
Total Patrimonio (\$ miles)	5.028.019	4.598.335
Deuda Financiera (\$ miles)	1.305.883	1.873.380
EBITDA (\$ miles)	1.422.470	946.912
Margen EBITDA	11.9	8.6
Deuda neta/EBITDA	0.2	0.6
EBITDA/Intereses	29.1	13.2

Analistas

María José Lobasso
+5411 5235 8138
mariajose.lobasso@fitchratings.com

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

Informes Relacionados

CRITERIO APLICADO:
Corporate Rating Methodology, 12.jul.2011
(1)
Manual de Calificación registrado ante el BCU.

Fundamentos de la calificación

- La calificación asignada a los títulos CONAHORRO Setiembre 2012 a emitir por Conaprole refleja los sólidos indicadores crediticios de la compañía. Las fortalezas de largo plazo del negocio 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 superan los US\$ 200MM anuales); (iii) y las altas barreras de entrada en el mercado local, a raíz de su posición de mercado, el reconocimiento de sus marcas, y su desarrollada cadena de distribución. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa de la compañía, en un negocio cíclico.
- Las calificaciones incorporan también la flexibilidad financiera de Conaprole, derivada de su conservador nivel de apalancamiento y demostrado acceso a los mercados de crédito. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio. La compañía tiene suficiente margen para absorber nueva deuda estructural.
- A abr'11 (año móvil) Conaprole detentaba un nivel de deuda neta/EBITDA de 0.2x y cobertura de intereses con EBITDA de 29.1x, lo cual compara positivamente contra 0.6x y 13.2x a julio'10 y 1.7x y 6.2x a julio'09. La estrategia financiera en el mediano plazo es mantener compromisos anuales de servicio de deuda en el orden de los US\$ 10 MM. En un escenario conservador, Fitch prevé que la compañía sostenga un nivel de apalancamiento a EBITDA por debajo de 2x y coberturas de servicio de deuda con EBITDA superiores a 1.5x.

Factores relevantes de la calificación

- Fitch prevé que Conaprole sostendrá una estrategia financiera de mediano plazo caracterizada por un nivel de apalancamiento conservador y fuerte posición de liquidez. 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.
- La emisión de los títulos CONAHORRO de corto plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

A abr'11 la deuda financiera bruta ascendía a US\$ 68 MM, lo cual compara contra US\$ 87 MM a julio'10 y US\$ 94 MM a julio'09 (afectado por indexación y tipo de cambio). La deuda financiera neta de liquidez y depósitos dados en garantía alcanzó los US\$ 14 MM. El 49% del apalancamiento bruto se encontraba en el corto plazo; la compañía detentaba una fuerte posición de liquidez (dada principalmente por inversiones temporarias en BCU), que cubría en 1.65x la deuda de corto plazo. La deuda de Conaprole se compone principalmente de préstamos bancarios (aprox. 70% del total), préstamos de productores y Obligaciones Negociables.

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	19.25	20.25	21.48	20.60	21.53
Multiplicador de Inflación	1.0000	1.0671	1.1343	1.2142	1.3116
	Año Móvil				
Cifras no consolidadas	Apr-11	2010	2009	2008	2007
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	1,422,470	946,912	935,635	575,138	1,136,400
Margen de EBITDA	11.4	8.6	9.2	4.6	10.5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18.8	6.4	19.3	7.3	9.4
Margen del Flujo de Fondos Libre	1.6	3.8	5.1	(9.1)	2.0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	18.0	13.4	2.9	14.8	17.8
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	24.4	5.8	8.6	2.5	3.0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	29.1	13.2	6.2	2.7	4.8
EBITDA / Servicio de Deuda	2.1	0.9	1.0	0.3	0.5
FGO / Cargos Fijos	24.4	5.8	8.6	2.5	3.0
FFL / Servicio de Deuda	0.4	0.5	0.7	(0.5)	0.2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1.9	1.7	1.6	0.2	0.9
FCO / Inversiones de Capital	3.2	6.2	4.2	(0.1)	2.3
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1.1	4.5	1.8	5.2	4.0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0.9	2.0	2.5	4.9	2.5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0.2	0.6	1.5	2.7	1.3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3.3	3.2	5.2	6.3	6.7
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0.5	0.5	0.4	0.6	0.7
Balance					
Total Activos	8,186,577	7,964,593	8,610,265	9,474,688	9,201,008
Caja e Inversiones Corrientes	1,031,308	1,289,604	869,925	1,272,610	1,336,045
Deuda Corto Plazo	642,841	995,126	813,209	1,816,119	1,850,431
Deuda Largo Plazo	663,042	878,254	1,489,860	995,568	956,250
Deuda Total	1,305,883	1,873,380	2,303,069	2,811,687	2,806,681
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1,305,883	1,873,380	2,303,069	2,811,687	2,806,681
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1,305,883	1,873,380	2,303,069	2,811,687	2,806,681
Total Patrimonio	5,028,019	4,598,355	4,504,863	4,671,502	4,594,607
Total Capital Ajustado	6,333,902	6,471,735	6,807,932	7,483,189	7,401,288
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1,144,285	342,629	1,159,024	329,815	463,329
Variación del Capital de Trabajo	(656,077)	322,312	(22,128)	(381,053)	388,616
Flujo de Caja Operativo (FCO)	488,208	664,941	1,136,896	(51,238)	851,945
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(150,315)	(106,805)	(270,838)	(874,937)	(376,308)
Dividendos	(134,530)	(142,651)	(347,075)	(223,972)	(260,421)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	203,363	415,486	518,984	(1,150,147)	215,215
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	15,998	17,480	55,014	11,238	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	2,571
Variación Neta de Deuda	(496,626)	(31,698)	(970,266)	757,263	79,134
Variación Neta del Capital	114,270	94,784	83,707	131,084	76,671
Otros (Inversión y Financiación)	(48,848)	(76,325)	15,283	0	0
Variación de Caja	(211,843)	419,727	(297,278)	(250,562)	373,591
Estado de Resultados					
Ventas Netas	12,463,330	11,065,298	10,202,192	12,609,332	10,824,935
Variación de Ventas (%)	14.6	8.5	(19.1)	16.5	18.8
EBIT Operativo	1,070,392	454,086	526,593	208,245	742,995
Intereses Financieros Brutos	48,828	71,528	151,951	215,851	235,302
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	841,356	610,991	134,509	684,240	754,506

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

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:

Monto: Hasta US\$ 100 millones

Moneda: US\$

Nombre de las ONs: ConAhorro

Tipo de obligaciones: Escriturales, no convertibles en acciones

Uso de los fondos: financiación de inversiones de productos terminados con destino de exportación

Vigencia del programa: 5 años desde la aprobación del BCU

Plazo: 6 meses a 1 año

Moneda de repago: Se cancelará en dólares americanos, salvo que por restricción legal no se pudiera acceder a dicha moneda. En este caso se podrá cancelar en moneda local al tipo de cambio de cierre del día anterior al pago que fije el BCU para operaciones financieras

Condiciones de la Serie (12m) Setiembre 2012

Monto: Hasta US\$ 3 millones

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/9/2012

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 febrero de 2012 y el 19 de marzo de 2012. 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 20/9/2012 o un importe a determinar al 20/3/2012, si el inversor ejerce su derecho de venta a esa fecha.

Pago de interés: 20/3/2012 y 20/9/2012.

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 28 de julio de 2011, asignó la Categoría F1+(uy) a los títulos CONAHORRO (12m) Setiembre 2012 por hasta US\$ 3 MM a emitir por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**.

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 30/4/2011.
- 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 de Obligaciones de Corto Plazo ConAhorro.

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

Derechos de autor © 2011 por 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. 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 cómo 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 afirma 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.