

Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)
Informe Integral

Calificaciones

Nacional

ON CONAHORRO II (36m)	
Jun 2015 por hasta US\$ 3 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2017 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60 m)	
Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (60m)	
Set 2018 por hasta US\$ 3MM (*1)	AA(uy)
(*1) ampliable hasta US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO II (60m)	
Mar 2019 por hasta US\$ 3MM (*2)	AA(uy)
(*2) ampliable hasta US\$ 5 MM	
CONAHORRO II (84m) Set	
2021por hasta US\$ 3MM (*3)	AA(uy)
(*3) ampliable hasta US\$ 4 MM	
CONAHORRO (12m) Diciembre	
2014 por hasta US\$ 3 MM (*4)	F1+(uy)

*1 ampliable a US\$ 5 MM

*2 ampliable a US\$ 5 MM

*3 ampliable a US\$ 7 MM

*4 ampliable a US\$ 5 MM

Perspectiva Estable

Resumen Financiero No Consolidado

UYU\$ MM	31/07/14	31/07/13
	NIIF	NIIF
	12 meses	12 meses
Total Activos	14.773	11.617
Total Deuda		
Financiera	2.462	2.120
Ingresos	21.978	16.953
EBITDA	2.034	1.355
EBITDA (%)	9,3%	8,0%
Deuda/ EBITDA	1,2x	1,6x
EBITDA/ intereses	29,9x	24,1x

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

Informes relacionados

Manual de Calificación registrado ante el BCU

Analistas Principal:

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

Analista Secundario:

Cecilia Minguillón
Director Senior
+5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Sólidos fundamentos del negocio: La calificación de Conaprole refleja la solidez de su perfil crediticio. Las fortalezas de Conaprole están dadas por: (i) su capacidad para trasladar bajas en los precios internacionales al precio de la materia prima pagado a los productores, restaurando márgenes de rentabilidad; (ii) la competitividad de la industria láctea uruguaya frente a otros jugadores globales (las exportaciones de Conaprole son aprox. US\$ 600 MM anuales); (iii) su fuerte posición competitiva. Estas características contribuyen a disminuir la volatilidad operativa de la compañía, en un negocio cíclico.

Ciclo negativo mitigado por fuerte posición de liquidez: La estrategia financiera de la compañía es mantener una fuerte posición de liquidez para mitigar posibles efectos de un ciclo negativo. Para el ejercicio 2015, dado el escenario de bajos precios internacionales, se prevé una caída en el nivel de EBITDA y márgenes de la compañía. En un escenario conservador, sin embargo, se estima que Conaprole sostendrá un nivel de apalancamiento neto a EBITDA por debajo de 2.5x y holgadas coberturas de intereses con EBITDA. A julio'14 (año fiscal) Conaprole detentaba muy fuertes indicadores de protección de deuda, con deuda a EBITDA de 1.2x y cobertura de intereses brutos con EBITDA de 29.9x.

Fuerte posición competitiva: Conaprole es líder dentro de la industria láctea uruguaya con una participación cercana al 70%, producto del reconocimiento de sus marcas y su desarrollada cadena de distribución. El mercado local cuenta con altas barreras de entrada.

Flexibilidad financiera: Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, un demostrado acceso a los mercados de crédito y un manejo adecuado de su nivel de apalancamiento. Las necesidades de financiamiento de Conaprole acompañan el ciclo de su negocio. La compañía detenta moderados niveles de apalancamiento una fuerte posición de liquidez y adecuada cobertura de deuda. La emisión de los títulos CONAHORRO de corto y largo plazo contribuyen a diversificar aún más las fuentes de financiación de la compañía.

Sensibilidad de la calificación

Aumento del apalancamiento: La calificación podría verse presionada si se observara una suba en el apalancamiento de corto plazo por encima de lo estimado, que no estuviera estrictamente relacionada con el financiamiento del ciclo de negocio. Se prevé que Conaprole sostendrá una estrategia financiera de mediano plazo caracterizada por un nivel de apalancamiento conservador y fuerte posición de liquidez.

Liquidez y Estructura de capital

Endeudamiento bajo: A julio'14 el EBITDA alcanzó US\$ 90 MM, y la deuda financiera bruta ascendió a aproximadamente US\$ 107 MM, lo cual se traduce en una relación deuda a EBITDA de 1.2x. El 69% de la deuda se encontraba en el largo plazo. La misma se compone principalmente de préstamos bancarios, préstamos de productores y obligaciones negociables.

Fuerte posición de liquidez: A julio'14 la posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 65 MM, cubriendo en 2x la deuda financiera de corto plazo. Se prevé que la compañía continúe manejando sus vencimientos de corto plazo mediante una combinación de caja y nueva deuda.

Perfil del negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (Conaprole) es una entidad líder en la industria láctea uruguaya, con aproximadamente 70% de participación de mercado en las ventas de leche. La cooperativa tiene más de 70 años de trayectoria, y es el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico. Asimismo, sus productos fueron fortaleciendo su presencia en los mercados internacionales, los cuales le otorgan hoy aproximadamente el 60% de sus ingresos.

Estrategia

El consumo lácteo per cápita 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.

Conaprole concentró sus inversiones de los últimos ejercicios en los productos destinados a sus ventas de exportación. Durante 2013 la compañía finalizó la obra de expansión de su planta de Villa Rodríguez, en la que se invirtieron aproximadamente US\$ 70 MM, y permitió un aumento de la capacidad de producción de leche en polvo pasando de 112.900 ton/año a 163.900 ton/año.

En el actual escenario najos precios internacionales, se prevé que la compañía modere sus inversiones de capital. Conaprole tiene suficiente flexibilidad para hacerlo, debido a las recientes inversiones realizadas en capacidad instalada.

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, entre las que se encuentran Kasdorf, Conamigos, Candelaria, Ricoleso, Manjar, Alpa, Oso Polar y Blancanube.

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.

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.

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 fija el precio de la materia prima en pesos. En momentos de incertidumbre cambiaria, los precios fueron fijados sujetos a una banda de fluctuación del tipo de cambio. Este mecanismo ofrece una cobertura operativa al riesgo de descalce de moneda.

Mercado Externo (67.4% de las ventas totales a julio'14)

Exposición a la volatilidad de los precios commodities, productos de venta mayorista.

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 72% sobre el volumen total vendido a julio'14 (mismo porcentaje que en el ejercicio anterior).

Los ingresos por exportaciones crecieron un 24.5% interanual a julio'14, como consecuencia de un crecimiento del 28.6% en precios promedio durante el año (los precios comenzaron a decrecer desde febrero'14). Esto más que compensó la caída del 3.2% en los volúmenes comercializados.

Los productos exportados son de venta mayorista, y por lo tanto su contribución marginal es menor a la de los productos destinados al mercado local. La leche en polvo y otros productos deshidratados son el principal rubro en el volumen total exportado. El segundo y tercer producto en importancia son los quesos y manteca.

En cuanto a los destinos de exportación, se observa en los últimos años una cartera más heterogénea que tiene como principales países Venezuela, Brasil, China y Rusia, entre otros. La compañía opera con el mercado venezolano dentro de un límite de crédito y conforme va cobrando sus exportaciones. Se entiende que en caso de no poder continuar vendiendo a este destino, Conaprole tiene flexibilidad suficiente para re-direccionar sus ventas a otros mercados.

Mercado Interno

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 70% 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.

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 100 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.

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.
- 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

Rentabilidad

Las ventas y EBITDA de Conaprole a julio'14 alcanzaron \$ 21.978 MM y \$ 2.035 MM, respectivamente, lo cual compara positivamente contra \$ 16.953 MM y \$ 1.355 MM registrados en el ejercicio cerrado a julio'13. El motivo principal del crecimiento fue el mercado de exportación, donde la suba del 28.6% en los precios promedios del año (que comenzaron su tendencia a la baja en febrero'14) más que compensó una caída del 3.2% en los volúmenes vendidos. A nivel general, el volumen vendido por la compañía cayó un 1.6%.

En cuanto al EBITDA y al margen de EBITDA se observa que el crecimiento se explicó tanto por la suba en los precios como por una mayor contribución unitaria.

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. Conaprole detenta una fuerte flexibilidad gracias a su capacidad para trasladar el impacto de la variación en los precios internacionales al precio pagado al productor de materia prima.

Para el ejercicio 2015, dado el escenario de fuerte baja en los precios internacionales, se prevé una caída en el nivel de EBITDA y márgenes de la compañía.

Flujo de fondos

En términos de la generación de fondos, a julio'14 el flujo generado por las operaciones de Conaprole alcanzó los \$ 3.684 MM. La variación negativa en el capital de trabajo fue producto de un aumento de stocks hacia el cierre del ejercicio y de cuentas por cobrar, lo cual derivó en un flujo de caja operativo de \$ 659 MM.

Durante el ejercicio Conaprole realizó fuertes inversiones de capital por \$ 842 MM. Se prevé que las inversiones de expansión en los próximos dos ejercicios disminuyan, en línea con el promedio histórico.

Liquidez y estructura de capital

A julio'14 la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente US\$ 107 MM, lo cual compara contra US\$ 104 MM a julio'13. El 69% del apalancamiento bruto se encontraba en el largo plazo. La deuda se compone principalmente de préstamos bancarios, préstamos de productores y ON.

Política de distribución de utilidades. Los socios cooperarios 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).

Fondeo y flexibilidad financiera

Conaprole detenta una importante flexibilidad financiera, con probado acceso a los mercados de crédito.

A julio'14 la posición de caja e inversiones corrientes de la compañía alcanzaba los US\$ 65 MM, cubriendo en 2x la deuda financiera de corto plazo. Se prevé que la compañía continúe manejando sus vencimientos de corto plazo mediante una combinación de caja y nueva deuda.

Anexo I. Resumen Financiero

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

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	23,30	20,43	21,63	18,43	20,25
Multiplicador de Inflación	1,0000	1,0000	1,0000	1,0748	1,1635
	NIIF	NIIF			
Cifras no consolidadas	2014	2013	2012	2011	2010
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.034.988	1.355.049	944.107	1.267.611	1.032.450
Margen de EBITDA	9,3	8,0	6,3	9,0	8,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	34,4	15,3	13,2	13,8	6,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,5)	0,2	(7,0)	0,3	3,8
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,5	17,8	19,9	8,0	13,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	55,1	23,3	23,0	19,5	5,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	29,9	24,1	20,6	28,3	13,2
EBITDA / Servicio de Deuda	2,5	1,8	1,2	2,2	0,9
FGO / Cargos Fijos	55,1	23,3	23,0	19,5	5,8
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	0,1	(1,2)	0,2	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,7	1,5	(0,3)	1,7	1,7
FCO / Inversiones de Capital	0,8	1,0	(1,3)	2,0	6,2
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,7	1,6	2,0	1,3	4,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,6	2,3	0,9	2,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	0,8	1,5	0,2	0,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,7	2,6	2,8	2,6	2,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5
Balance					
Total Activos	14.773.574	11.616.872	10.962.913	8.700.691	8.684.065
Caja e Inversiones Corrientes	1.508.600	1.040.648	774.799	864.305	1.406.099
Deuda Corto Plazo	754.613	711.457	772.455	520.244	1.085.020
Deuda Largo Plazo	1.707.473	1.408.857	1.378.457	600.914	957.590
Deuda Total	2.462.086	2.120.314	2.150.912	1.121.158	2.042.609
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.462.086	2.120.314	2.150.912	1.121.158	2.042.609
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.462.086	2.120.314	2.150.912	1.121.158	2.042.609
Total Patrimonio	7.694.852	6.436.193	5.809.930	5.192.444	5.013.762
Total Capital Ajustado	10.156.938	8.556.507	7.960.842	6.313.602	7.056.372
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	3.683.739	1.254.506	1.007.591	829.436	373.580
Variación del Capital de Trabajo	(3.024.304)	(369.034)	(1.588.623)	(451.363)	351.428
Flujo de Caja Operativo (FCO)	659.435	885.472	(581.032)	378.073	725.008
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(841.969)	(858.466)	(437.646)	(186.582)	(116.454)
Dividendos	0	0	(25.316)	(144.476)	(155.537)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(182.535)	27.006	(1.043.994)	47.015	453.018
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	4.733	1.687	13.645	1.549	19.059
Otras Inversiones, Neto	177.398	(4.944)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	582.729	(71.058)	846.390	(727.904)	(34.562)
Variación Neta del Capital	203.827	154.629	154.604	137.546	103.347
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	(83.219)
Variación de Caja	786.152	107.320	(29.355)	(541.794)	457.643
Estado de Resultados					
Ventas Netas	21.978.396	16.953.212	14.966.361	14.052.419	12.064.868
Variación de Ventas (%)	29,6	13,3	6,5	16,5	8,5
EBIT Operativo	1.574.304	1.008.792	633.800	990.948	495.105
Intereses Financieros Brutos	68.093	56.149	45.779	44.742	77.989
Alquileres		0	0	0	0
Resultado Neto	1.764.744	1.092.462	1.095.147	408.301	666.184

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 (36m) Junio 2015 por hasta US\$ 3 millones

Monto de emisión: US\$ 3 MM.

Moneda: US\$

Vencimiento: 30/06/2015

Derecho del inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar un porcentaje de su inversión en cada fecha de pago de intereses, hasta la cifra equivalente al 25% de la emisión el 20-12-2012 y hasta el 50% de la emisión el 20-06-2013. Determinado el nuevo circulante al 20-06-2013, que resultará de restar al valor emitido, las eventuales cancelaciones anticipadas realizadas, renacerá el derecho de los inversores a recuperar hasta el 25% de este circulante el 20-12-2013 y hasta el 50% del mismo circulante, el 20-06-2014. Finalmente, determinado el circulante al 20-06-14, que resultará de restar al circulante al 20-06-13, las eventuales cancelaciones anticipadas realizadas el 20-12-2013 y 20-06-2014 renacerá el derecho de los inversores a recuperar hasta el 25% de este circulante el 22-12-2014. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su agente de custodia la voluntad de ejercicio del mismo, disponiendo para ello en cada caso, de un período de 30 días, que inicia 31 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho.

Si en cada una de las fechas en que puede ejercerse este derecho, la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida de amortización, los capitales a reintegrar se determinarán a prorrata entre el total de solicitudes recibidas.

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

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

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

Monto de emisión: US\$ 5 MM.

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2017

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

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

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

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

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2018

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

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

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

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

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2018

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

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

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

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

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/03/2019

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

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

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

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

Conaprole planea la emisión de la Serie CONAHORRO II (84m) Setiembre 2021. A continuación se detallan los principales términos y condiciones:

Monto de emisión: US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 7 MM. Emitido: US\$ 7.000.000

Moneda: US\$

Vencimiento: 20/09/2021

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.

Títulos CONAHORRO

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

Condiciones de la Serie (12m) Diciembre 2014

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

Moneda: US\$

Vencimiento: 22/12/2014

Derecho del Inversor: El inversor tendrá el derecho a recuperar hasta la cifra de US\$ 1 MM en el momento del primer pago de intereses. Para ejercer tal derecho el inversor deberá comunicar la voluntad del ejercicio a su agente de custodia, a través de una instrucción firmada que recabará el agente fiduciario, quien lo comunicará al Banco Central. Para esto dispondrá de un plazo comprendido entre el 20 de mayo de 2014 y el 19 de junio de 2014. Si la sumatoria de las solicitudes superara US\$ 1 MM, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo al siguiente criterio: (i) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas; (ii) el monto total solicitado, si así lo determina la compañía.

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

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

Anexo IV. Dictamen de calificación

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, reunido el 30 de octubre de 2014, confirmó en la Categoría AA(uy) a los siguientes títulos de **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**.

- ON Conahorro II (36m) Jun 2015 por hasta US\$ 3 MM
- ON Conahorro II (60m) Set 2017 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Mar 2018 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Setiembre 2018 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (60m) Marzo 2019 por US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Set 2021 por US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 7 MM
-

La perspectiva es estable.

Categoría AA(uy): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

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

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

Categoría F1(uy): Indica la más sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Bajo la escala de calificaciones nacionales de FIX, esta categoría se asigna al mejor riesgo crediticio respecto de todo otro riesgo en el país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo '+' a la categoría.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Uruguay se agregará "(uy)".

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

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

Fuentes

- Balances generales al 31/7/14 (anual).
- Auditor externo del último balance anual: Price Waterhouse Coopers.
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Información del mercado agropecuario y lácteo del Ministerio de Ganadería, Agricultura y Pesca (MGAP), Estadísticas Agropecuarias (DIEA) y de la Oficina de Programación y Política Agropecuaria (OPYPA).

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, 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 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 S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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 está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. 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 FIX SCR 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 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 S.A. 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 FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR 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 futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR 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 S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. 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. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR 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 S.A.. FIX SCR S.A. 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. FIX SCR 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 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. 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 FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.