

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)

Factores relevantes de la calificación

Acción de calificación: FIX (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó en la Categoría AA+(uy) Perspectiva Estable la calificación de Emisor de Largo Plazo de CONAPROLE. Asimismo, asignó en la Categoría AA+(uy) Perspectiva Estable a la calificación de la ON Conahorro IV (84m) Diciembre 2030 por hasta USD 5 millones a ser emitida por la compañía. La calificación se sustenta en la comprobada trayectoria reflejada en la fuerte posición competitiva de la compañía en Uruguay, su sólida base de activos y su integración vertical. Adicionalmente, se considera el decreciente nivel de endeudamiento con un ratio Deuda neta/EBITDA esperado hacia adelante en torno a 1,0x, su holgada liquidez y elevada flexibilidad financiera. A pesar de la caída en el precio internacional de la leche en polvo entera, FIX estima que la compañía presentará ratios de rentabilidad adecuados con un nivel de deuda decreciente ya que no se planean realizar inversiones de gran magnitud en el mediano plazo.

Fuerte posición competitiva: La calificación de CONAPROLE refleja la solidez de su perfil crediticio derivada de su posición como el principal proveedor de productos lácteos en el mercado doméstico con un diversificado portafolio compuesto por más de 300 productos. CONAPROLE detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya, donde ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca con un 70% de participación en las ventas de leche. La cooperativa opera en un mercado local maduro y de alto consumo per cápita. A julio 2023, las ventas de CONAPROLE destinadas al mercado externo representaron el 52% de los ingresos, colocando a la compañía en una buena posición a nivel mundial con una participación en el mercado internacional del 3% y con perspectiva de crecimiento de sus exportaciones a partir del funcionamiento de la planta de producción de leche en polvo nutricional puesta en marcha en marzo 2022, cuya producción todavía es marginal, ya que actualmente se realizan pruebas de productos.

Márgenes de rentabilidad estables a través del ciclo: Desde 2019 la cooperativa ha registrado un crecimiento sostenido en sus márgenes, mostrando una eficiencia en el proceso productivo hasta alcanzar en el ejercicio 2022 un margen de 15,7%, que compara favorablemente contra 13,8% registrado en 2021. Por su parte, las ventas a julio 2023 fueron de USD 1.305 millones, un 11% superior que las registradas a julio 2022 con un margen del 8,6%. Los precios internacionales han mostrado desde 2016 una oscilación en torno a los USD 3.000 la tonelada. Durante 2021, los precios internacionales de la leche en polvo entera (más del 80% de las exportaciones), presentaron un valor promedio de USD 3.460 por tonelada y a junio 2022 llegaron al pico de USD 4.420. No obstante, los niveles actuales son menores, con valores a septiembre 2023 cercanos a USD 3.200. Por otra parte, CONAPROLE presenta una estructura operativa flexible con costos variables en torno al 80% de las ventas que le permite mitigar en gran medida la volatilidad de los precios internacionales y de volumen de producción.

Flujo de Fondos Libres positivos presionados por las inversiones: Históricamente, CONAPROLE ha presentado Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos debido a una elevada Generación de Fondos Operativos (FGO) en torno a los USD 120 millones, no obstante, en los últimos ejercicios fue presionado por las inversiones en la nueva planta de leche en polvo con destino a productos nutricionales y una ampliación y modernización de su sala de calderas estimadas en USD 140 millones, las cuales, fueron financiadas por el IFC, BID Invest y BROU a

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de largo plazo	AA+(uy)
ON CONAHORRO IV (84m) Dic 2030 por hasta US\$ 5 MM	AA+(uy)
Perspectiva	Estable

Resumen Financiero

Cooperativa nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)			
Consolidado (USD Miles)	31/07/23	31/07/22	12 Meses
Total Activos	794.799	848.876	
Deuda Financiera	173.053	179.465	
Ingresos	1.304.704	1.175.650	
EBITDA	112.014	184.654	
EBITDA (%)	8,6	15,7	
Deuda Total/EBITDA	1,5	1,0	
Deuda Neta	1,2	0,5	
Total/EBITDA			
EBITDA/Intereses	16,5	38,2	

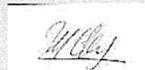
Criterios Relacionados

Manual de Procedimiento de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay. Disponible en www.bcu.gub.uy

Analistas



Analista Principal
 Gustavo Avila – Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235 8119



Responsable del Sector
 Cecilia Minguillon – Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123



10 años. En tanto, a julio 2023, el FFL fue positivo por USD 30 millones debido a la Generación de Flujo Operativo positivo por USD 126 millones, una variación de capital de trabajo negativa por USD 62 millones, inversiones de capital por USD 26 millones y distribución de dividendos por USD 8 millones. Hacia adelante, FIX estima que la compañía continuará generando FFL positivos.

Bajo endeudamiento esperado: A julio 2023, la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente USD 173 millones, compuesta en un 73% por préstamos bancarios y préstamos de precio diferido y el 27% por Obligaciones Negociables. El perfil de vencimientos se encuentra diversificado, con un 33% de deuda de corto plazo y denominada enteramente en moneda extranjera. CONAPROLE ha mantenido históricamente niveles de endeudamiento bruto por debajo de 2,0x a EBITDA. A julio 2023, presentó un ratio de deuda a EBITDA de 1,5x, superior al ratio del cierre a julio 2022 que fue de 1,0x. Adicionalmente, la compañía presentó un nivel de endeudamiento neto a julio 2023 de 1,2x, superior al del cierre a julio 2022 que fue de 0,5x EBITDA. Hacia adelante, FIX considera que la compañía logrará mantener ratios de endeudamiento en torno a 1,5x EBITDA y holgadas coberturas de intereses.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada ante un sostenido aumento del apalancamiento por encima de 3,0x EBITDA a través del ciclo como consecuencia de un mayor nivel de endeudamiento sin una generación adicional de fondos y/o un desmejoramiento del entorno operacional en Uruguay o Brasil.

FIX prevé que CONAPROLE mantendrá una estrategia financiera de mediano plazo conservadora con holgadas coberturas de intereses, una adecuada posición de liquidez y un apalancamiento neto en torno a 1,0x EBITDA.

Liquidez y estructura de capital

Holgada liquidez y elevada flexibilidad financiera: CONAPROLE presenta una holgada liquidez con una posición de caja e inversiones corrientes a julio 2023 de USD 42 millones que cubría en 0,7x la deuda financiera de corto plazo. Hacia adelante, FIX espera que CONAPROLE mantenga los niveles de liquidez. Adicionalmente, FIX considera que la compañía detenta una elevada flexibilidad financiera y probado acceso a los mercados de crédito local e internacional. La cooperativa tiene acceso a créditos bancarios con entidades de primera línea, probado historial de emisiones de obligaciones negociables (Conahorro) en el mercado de capitales local y préstamos y sindicados con importantes organismos multilaterales.

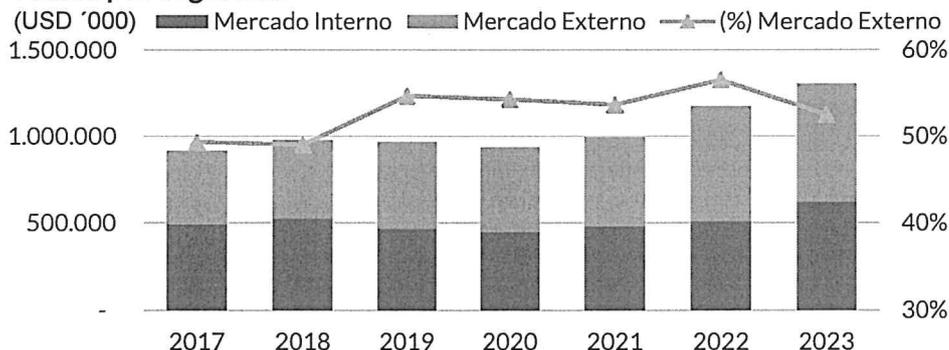
Perfil del negocio

Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE) es una empresa líder en la industria láctea uruguaya, con más del 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 con un diversificado portafolio compuesto por más de 300 productos divididos en leches, helados, postres, yogures, entre otros. Durante los últimos años, CONAPROLE ha consolidado su presencia en el mercado internacional con llegada a más de 50 países y una participación del 3% en el comercio mundial de lácteos.

CONAPROLE opera ocho plantas procesadoras, con una capacidad total de producción de leche de 8 millones de litros por día. En su pico máximo de producción la capacidad utilizada de producción alcanza el 80-85%.

La cooperativa ha presentado históricamente ventas en torno a los USD 900 millones, 50% destinadas al mercado local y 50% al mercado internacional, con márgenes de rentabilidad estables en torno al 11%. En tanto, en 2022 las ventas fueron por USD 1.176 millones (+22,4% vs 2021) y en 2023 por USD 1.305 millones, un 11% superior que en 2022 producto de volúmenes estables de ventas y el incremento en los precios del mercado local cercano al 20% respecto del período anterior.

Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Segmentos de negocio

Mercado Externo (52% de las ventas totales a julio 2023)

CONAPROLE tiene una participación del 3% en el mercado internacional, con posibilidades de aumentar su presencia a partir de mayores niveles de ventas de leche en polvo y leche nutricional en los próximos años

El mercado internacional expone a la compañía a la volatilidad de los precios internacionales de commodities, pero le brinda la posibilidad de crecimiento de ventas debido a la creciente demanda internacional de productos lácteos. Las ventas al exterior se componen principalmente de ingredientes que son utilizados como insumos, tanto en la industria alimenticia como en la farmacéutica. Los principales productos exportados son leche en polvo y otros productos deshidratados, sueros, quesos duros y manteca. Adicionalmente, en marzo 2022 se inauguró la planta de leche en polvo nutricional.

Actualmente, Conaprole exportan a 60 países. Los principales destinos de exportación son Brasil, Argelia y China, seguido por Rusia, y México. En el ejercicio 2023 se produjo un cambio en el destino de las exportaciones. Ante la baja demanda de China, por sobre inventarios constituidos como consecuencia de la guerra Rusia - Ucrania, y la disminución en la demanda por parte de Argelia, un negocio muy relacionado al gobierno de Argelia mediante licitaciones, Brasil aumentó relevancia en las exportaciones (actualmente en torno al 60%), siendo los principales clientes Conaprole Brasil, Nestlé y Garoto. En tanto, la compañía se encuentra gestionando forward de cobertura cambiaria, Non-Delivery Forwards (NDF), en reales.

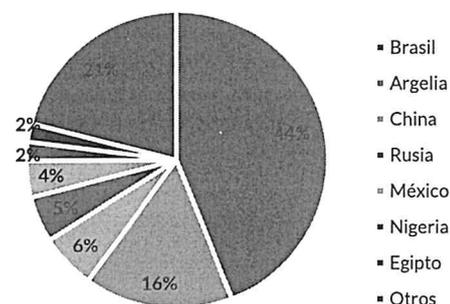
Ante el tratado de libre comercio entre Nueva Zelanda y China se espera reducir las ventas a China. Actualmente se gestiona vía cancillería uruguaya la negociación de una cuota para la compañía.

Conaprole busca maximizar el precio en lugar de bajar precio para mantener mercados, por esta razón pueden rotar los principales clientes de exportación cada cierto tiempo.

Mercado Interno (48% de las ventas totales a julio 2023)

CONAPROLE detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya donde ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca con un 70% de participación en las ventas de la leche. Este mercado le otorga mayor estabilidad, ya que presenta una demanda inelástica de leche fluida y permite comercializar productos de alto valor agregado. La demanda madura del mercado local y la posición competitiva de sus marcas, hace bastante predecible la generación de caja en moneda local. La línea de leche concentra aproximadamente el 50% 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 110 empresas distribuidoras independientes). La red de distribuidores está dividida en dos regiones que operan independientemente: Montevideo y el interior del país. El porcentaje restante de las ventas se destinan a organismos públicos, subsidiarias y otros privados.

Destinos de Exportación - 2023



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Handwritten signature

Los asociados-dueños de CONAPROLE son los remitentes que actúan como proveedores de la materia prima básica. La cooperativa cuenta con alrededor de 1.900 productores que revisten el carácter de socios cooperarios y 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 y otro 1,5% como préstamo a la Cooperativa.

La remisión de leche presenta una estacionalidad, con máximos en octubre, noviembre y parte de diciembre y mínimos en abril. Durante el 2021, la remisión de leche por parte de los productores tuvo una tasa de crecimiento del 1,9% cuando históricamente el crecimiento siempre fue de 3,5% al 4%. En tanto, en 2022, hubo un retroceso de la remisión a plantas industriales a nivel nacional del 1,4% respecto de 2021 en el acumulado anual. Esto se debe principalmente a la salida y venta de campos de la multinacional con sede en Singapur, Olam, uno de los principales productores de leche de Uruguay (20 tambos) con el 6% de la remisión. A agosto 2023 (8 meses) la remisión creció un 0,6% respecto del mismo período de 2022, mostrando una leve recuperación.

Al respecto, debido a la baja en el precio de la leche, en agosto 2023 CONAPROLE disminuyó el precio pagado al productor un 20% (con un 10% adicional en evaluación). La reducción del precio podría afectar la producción. No obstante, ante problemas de los productores por la sequía, se gestionaron con el BROU líneas de financiamiento a los productores con plazo a cinco años, lo cual no representa compromiso para CONAPROLE. En general, los precios históricos pagados al productor son más elásticos a la baja que al alza de precios de la leche en polvo en los mercados internacionales. Ante subas en el precio de la leche aumenta el precio pagado al productor, pero menos que proporcionalmente, mientras que ante bajas en el precio de la leche disminuye el precio pagado al productor, más que proporcionalmente.

Adicionalmente, la producción de la planta de leche nutricional todavía es marginal y se realizan pruebas de productos. A partir del presente ejercicio, la compañía estima comenzar la producción y venta de leche nutricional a empresas lácteas internacionales de primer nivel, quienes la venderán al consumo con su marca (Nestlé, Danone, Fonterra, entre otras).

Posición Competitiva

CONAPROLE detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya donde ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca con un 70% de participación en las ventas de la leche. La cooperativa opera en un mercado local maduro y de alto consumo per cápita. En el mercado internacional, CONAPROLE tiene una participación del 3% en un mercado competitivo aunque con precios que han sido relativamente estables en los últimos años.

Administración y Calidad de los accionistas

Los asociados-dueños de CONAPROLE son los remitentes que actúan como proveedores de la materia prima básica. La cooperativa cuenta con alrededor de 1900 productores que revisten el carácter de socios cooperarios y 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 y otro 1,5% como préstamo a la Cooperativa.

Riesgo del Sector

La rentabilidad y la generación de fondos de los productores de lácteos se encuentran correlacionadas con la evolución de la oferta mundial de leche fluida y leche en polvo en un mercado competitivo en precios, aunque con una demanda que presenta menor elasticidad que la mayoría de los commodities. Los precios internacionales han mostrado desde 2016, una oscilación en torno a los USD 3.000 la tonelada. Durante 2021, los precios internacionales de la leche en polvo entera (más del 80% de las exportaciones) presentaron un valor promedio de USD 3.460 por tonelada y, a junio 2022, llegaron al pico de USD 4.420. No obstante, los niveles actuales son menores, con valores a septiembre 2023 cercanos a USD 3.200 principalmente debido a la caída en la demanda por parte de China.

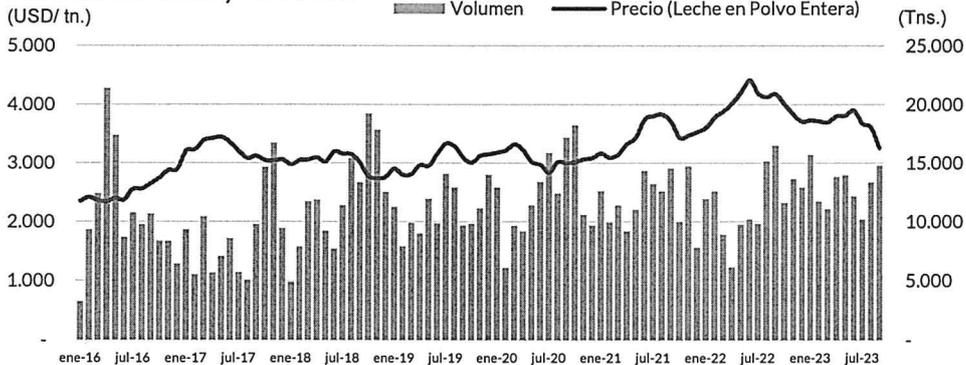
La razón por la que cayó la demanda china se debe a que cuentan con sobre inventarios constituidos como consecuencia de la guerra Rusia - Ucrania, experimentaron una recesión

económica que resultó en una disminución del consumo y han tenido un crecimiento fuerte de la producción local. El principal proveedor es Nueva Zelanda, que es el gran productor mundial. Ante el tratado de libre comercio entre Nueva Zelanda y China se espera que caigan las ventas del resto de los países productores a este país.

En el mercado local, la demanda es estable y presenta niveles de consumo correlacionados con el crecimiento poblacional mientras que la producción se encuentra en torno a los 200.000 litros anuales. Durante el último año, los precios en moneda local han aumentado en línea con la apreciación del Peso uruguayo y la inflación como consecuencia de un elevado pass-through (traspaso a precios) en una industria dolarizada.

Leche en Polvo Entera - Mercado Internacional

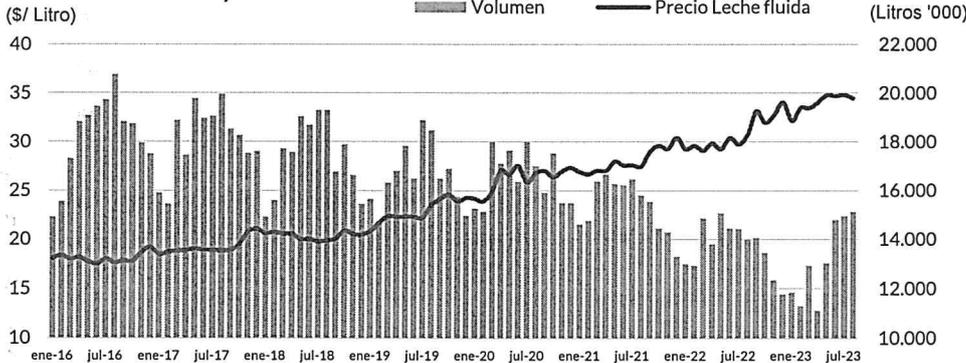
Evolución de Precios y Volúmenes



Fuente: INALE, Fix Scr

Leche Fluida - Mercado Local

Evolución de Precios y Volúmenes



Fuente: INALE, Fix Scr

El consumo per cápita de leche fluida en Uruguay se encuentra entre los primeros 20 países a nivel mundial, el mayor de Sudamérica y levemente superior al promedio de consumo de la Unión Europea. FIX estima que el crecimiento de ventas de la cooperativa estará ligado a un mayor nivel de exportaciones de leche el polvo y comienzo de la venta de leche nutricional a nivel local e internacional a partir de 2023, que garantizara mayores márgenes ya que el precio de la leche en polvo nutricional es USD500/tonelada mayor que la leche el polvo tradicional.

Factores de Riesgo

- Exposición a la volatilidad en los precios internacionales de los commodities, en particular de la leche entera en polvo.
- Aprovisionamiento de materia prima. El volumen de remisión de leche se encuentra influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa como factores climáticos.
- Productos con mayor valor agregado presentan una mayor elasticidad ingreso y se ven influenciados por el crecimiento económico local.

[Firma manuscrita]

Perfil Financiero

Rentabilidad

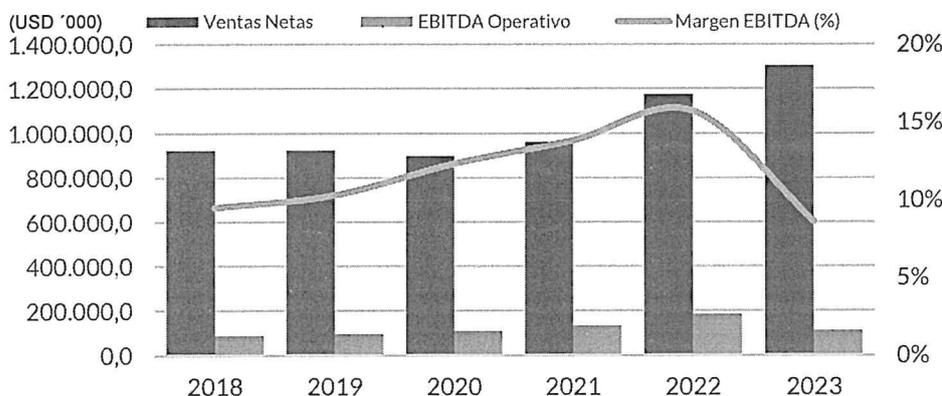
Desde 2019 la cooperativa ha registrado un crecimiento sostenido en sus márgenes mostrando una eficiencia en el proceso productivo, hasta alcanzar en el ejercicio 2022 un margen de 15,7%, que compara favorablemente contra 13,8% registrado en 2021. Por su parte, las ventas a julio 2023 fueron por USD 1.305 millones, un 11% superior que las ventas registradas a julio 2022 por USD 1.176 millones. No obstante, a julio 2023, el EBITDA fue de USD 112 millones, con un margen del 8,6%, y compara negativamente con el EBITDA de USD 185 millones, con un margen del 15,7%, registrado a julio 2022.

La mejora de EBITDA en el ejercicio 2022 obedece en parte a una mejora en los gastos de administración y comercialización medidos contra las ventas, que fueron reducidos desde un 14% en julio 2020 a 10% en julio 2022, mejorando principalmente en Retribuciones Personales. Sin embargo, el principal motivo se debe a que los precios de los commodities se mantuvieron en niveles históricamente elevados.

En el ejercicio 2023, las ventas fueron un 11% superiores que en 2022 producto de los volúmenes estables de ventas y el incremento en los precios del mercado local cercano al 20% respecto del período anterior. Por el lado de los precios del mercado internacional, resultaron similares en promedio respecto al ejercicio anterior. En tanto, respecto a las variables macro, hubo un retroceso del 8,6% entre el tipo de cambio nominal al cierre de julio 2023 respecto al cierre del ejercicio anterior. Dado que CONAPROLE tiene la mayor parte de los costos en pesos, que aumentaron acompañando el ritmo de la inflación del 4,8% interanual, ambas variables tuvieron efectos negativos sobre la rentabilidad de la compañía. No obstante, CONAPROLE presenta una estructura operativa flexible con costos variables en torno al 80% de las ventas que le permite mitigar en gran medida la volatilidad de los precios internacionales.

La planta de leche en polvo nutricional, inaugurada en marzo 2022, llevaría un lapso de tres años de maduración hasta alcanzar niveles cercanos a plena capacidad, por lo que su contribución para los próximos ejercicios es marginal. Para el presente ejercicio, a pesar de la caída en el precio internacional de la leche en polvo entera, FIX estima que la compañía presentará márgenes de rentabilidad en torno al 7%, los cuales, resultan adecuados pero inferiores a su promedio histórico del 11,6% (2016-2023).

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

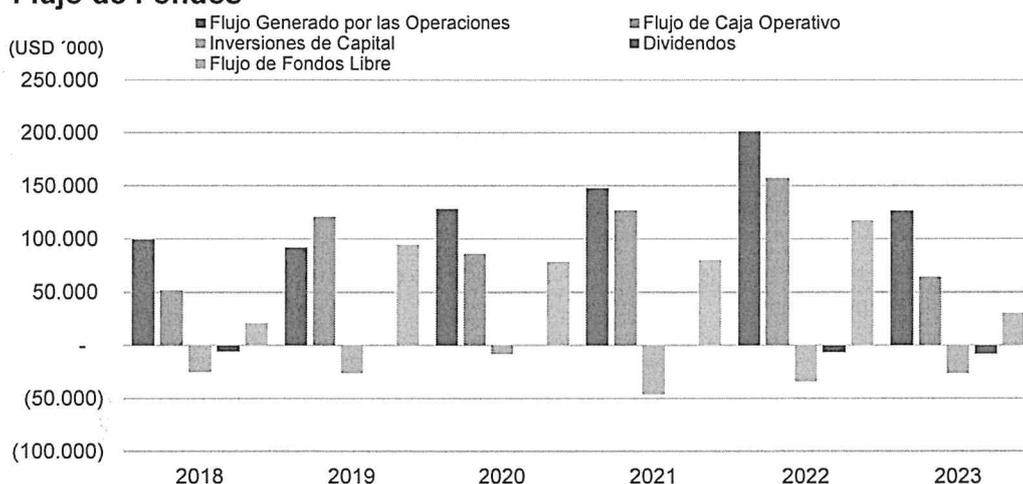
Históricamente, CONAPROLE ha presentado Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos debido a una elevada Generación de Fondos Operativos (FGO) en torno a los USD 120 millones, no obstante, en los últimos fue presionado por las inversiones en la nueva planta de leche en polvo con destino a productos nutricionales y una ampliación y modernización de su sala de calderas estimadas en USD 140 millones, las cuales, fueron financiadas por el IFC, BID Invest y BROU a 10 años. En tanto, a julio 2023, el FFL fue positivo por USD 30 millones debido a la Generación de Flujo Operativo positivo por USD 126 millones, una variación de capital de

trabajo negativa por USD 62 millones, inversiones de capital por USD 26 millones y distribución de dividendos por USD 8 millones.

En el ejercicio 2023 la compañía comenzó el proyecto de la construcción del nuevo edificio corporativo de administración que será de última generación y autosustentable, con tiempo estimado de construcción de tres años terminando la obra el primer trimestre del 2025. Se espera realizar una inversión de entre USD 15 y USD 20 millones siendo la mayor erogación en el presente ejercicio.

Hacia adelante, FIX estima que la compañía continuará generando FFL positivos.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

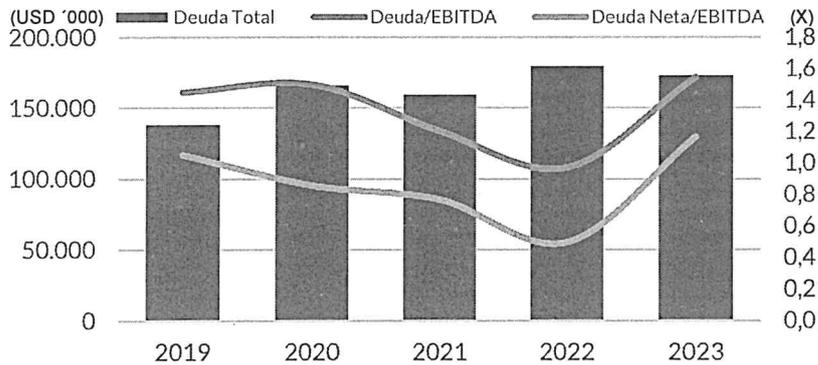
Estructura de capital

A julio 2023, la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente USD 173 millones, compuesta principalmente en un 73% por préstamos bancarios y préstamos de precio diferido y 27% por Obligaciones Negociables. El perfil de vencimientos se encuentra diversificado, con un 33% de deuda de corto plazo y denominada enteramente en moneda extranjera. CONAPROLE ha mantenido históricamente niveles de endeudamiento bruto por debajo de 2,0x a EBITDA. A julio 2023, presento un ratio de deuda a EBITDA de 1,5x, superior al ratio del cierre a julio 2022 que fue de 1,0x. Adicionalmente, la compañía presento un nivel de endeudamiento neto a julio 2023 de 1,2x, superior al del cierre a julio 2022 que fue de 0,5x EBITDA. En tato, la tasa promedio de endeudamiento es del 3,2%.

Adicionalmente, según información de gestión a septiembre 2023, la deuda financiera neta de la compañía era de USD 117 millones y cuenta con líneas bancarias aprobadas por USD 100 millones. Cabe destacar que en octubre 2023 la compañía canceló anticipadamente la deuda con el BID Invest por USD 9,6 millones con recursos propios.

Hacia adelante, FIX considera que la compañía logrará mantener ratios de endeudamiento en torno a 1,5x EBITDA y holgadas coberturas de intereses.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez

CONAPROLE presenta una holgada liquidez con una posición de caja e inversiones corrientes a julio 2023 de USD 42 millones que cubría en 0,7x la deuda financiera de corto plazo.

Liquidez - CONAPROLE

USD '000	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA Operativo	95.250	110.707	132.765	184.654	112.014
Caja e Inversiones Corrientes	37.843	70.984	57.628	87.785	42.491
Deuda Corto Plazo	51.447	61.551	41.510	59.867	56.840
Deuda Largo Plazo	86.562	104.280	117.919	119.598	116.213

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	1,9	1,8	3,2	3,1	2,0
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	2,6	3,0	4,6	4,6	2,7
Deuda Total / LTM EBITDA	1,4	1,5	1,2	1,0	1,5

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que CONAPROLE detenta una elevada flexibilidad financiera y probado acceso a los mercados de crédito local e internacional. La cooperativa tiene acceso a créditos bancarios con entidades de primera línea, probado historial de emisiones de obligaciones negociables (Conahorro) en el mercado de capitales local y préstamos y sindicados con importantes organismos multilaterales.

Anexo I – Resumen Financiero

Resumen Financiero - CONAPROLE

(miles de U\$D, año fiscal finalizado en julio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2023	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	112.014	184.654	132.765	110.707	95.250	87.845
EBITDAR Operativo	112.014	184.654	132.765	110.707	95.250	87.845
Margen de EBITDA	8,6	15,7	13,8	12,3	10,3	9,5
Margen de EBITDAR	8,6	15,7	13,8	12,3	10,3	9,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	22,2	32,1	27,3	24,9	19,4	19,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,3	10,0	8,4	8,7	10,3	2,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,4	33,7	23,2	19,8	15,8	16,3

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	19,6	42,7	30,4	27,3	22,3	31,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	16,5	38,2	26,4	22,7	22,0	26,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	16,5	38,2	26,4	22,7	22,0	26,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	2,9	2,9	1,7	1,7	1,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,8	2,9	2,9	1,7	1,7	1,7
FGO / Cargos Fijos	19,6	42,7	30,4	27,3	22,3	31,4
FFL / Servicio de Deuda	0,6	1,9	1,8	1,3	1,8	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,2	3,2	3,1	2,3	2,5	1,0
FCO / Inversiones de Capital	2,4	4,6	2,7	10,7	4,7	2,1

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	0,9	1,0	1,2	1,4	1,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,0	1,2	1,5	1,4	1,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	0,5	0,8	0,9	1,1	1,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,5	1,0	1,2	1,5	1,4	1,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,2	0,5	0,8	0,9	1,1	1,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,9	2,9	3,1	3,2	2,7	2,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	32,8	33,4	26,0	37,1	37,3	31,9

Balance

Total Activos	794.799	848.876	719.292	662.479	640.585	672.896
Caja e Inversiones Corrientes	42.491	87.785	57.628	70.984	37.843	27.721
Deuda Corto Plazo	56.840	59.867	41.510	61.551	51.447	48.272
Deuda Largo Plazo	116.213	119.598	117.919	104.280	86.562	103.093
Deuda Total	173.053	179.465	159.429	165.831	138.009	151.365
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	173.053	179.465	159.429	165.831	138.009	151.365
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	173.053	179.465	159.429	165.831	138.009	151.365
Total Patrimonio	427.109	462.136	399.749	368.873	359.392	365.715
Total Capital Ajustado	600.162	641.601	559.178	534.704	497.401	517.080

Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	126.404	201.329	147.839	128.266	91.934	99.605
Variación del Capital de Trabajo	(61.933)	(43.807)	(21.298)	(42.014)	28.681	(47.860)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	64.471	157.522	126.541	86.252	120.615	51.746
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(26.569)	(34.035)	(46.193)	(8.062)	(25.846)	(25.076)
Dividendos	(8.072)	(6.500)	0	0	0	(5.660)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	29.830	116.987	80.348	78.190	94.769	21.010
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	354	0	0	0	70	950
Otras Inversiones, Neto	(59.403)	(93.052)	(80.439)	(65.730)	(65.803)	(67.554)
Variación Neta de Deuda	(16.075)	6.223	(13.266)	20.681	(14.907)	32.108
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(45.294)	30.158	(13.358)	33.141	14.129	(13.486)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.304.704	1.175.650	960.140	897.177	923.587	923.906
Variación de Ventas (%)	11,0	22,4	7,0	(2,9)	(0,0)	7,0
EBIT Operativo	73.341	147.236	96.820	79.538	65.502	61.587
Intereses Financieros Brutos	6.800	4.831	5.022	4.875	4.325	3.280
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	57.821	141.407	88.902	70.807	57.347	59.245

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
- Commodities: Materias primas indiferenciadas.
- LTM: Últimos doce meses.
- MM: Millones

Anexo III – Características de la Emisión

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

En el mes de junio de 2022, 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 14/7/2022, 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 CONAHORRO IV Serie 6 (84m) Diciembre 2030 por Hasta USD 5 millones

Monto de emisión: A emitir.

Moneda: Dólares americanos billete.

Vencimiento: 20/12/2030

Derecho del inversor: El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en cada una de las fechas de pago de intereses.

Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, la voluntad de ejercicio del mismo, a través de una instrucción firmada que recabará el Representante de los obligacionistas, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para ello de un período de 30 días, que inicia 30 días calendarios anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho.

Si en algún caso la cifra de solicitudes superara el importe comprometido, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo con los siguientes criterios:

1. a prorrata entre las solicitudes recibidas, o
2. cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

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

Pago de intereses: En las siguientes fechas: jueves, 20 de Junio de 2024, viernes, 20 de Diciembre de 2024, viernes, 20 de Junio de 2025, lunes, 22 de Diciembre de 2025, lunes, 22 de Junio de 2026, lunes, 21 de Diciembre de 2026, lunes, 21 de Junio de 2027, lunes, 20 de Diciembre de 2027, martes, 20 de Junio de 2028, miércoles, 20 de Diciembre de 2028, miércoles, 20 de Junio de 2029, jueves, 20 de Diciembre de 2029, jueves, 20 de Junio de 2030, viernes, 20 de Diciembre de 2030.

Tasa de interés: 25/12/2023 al 20/06/2024 4,00% lineal anual, 20/06/2024 al 20/12/2024 4,00% lineal anual, 20/12/2024 al 20/06/2025 4,50% lineal anual, 20/06/2025 al 22/12/2025 4,50% lineal anual, 22/12/2025 al 22/06/2026 4,75% lineal anual, 22/06/2026 al 21/12/2026 4,75% lineal anual, 21/12/2026 al 21/06/2027 5,00% lineal anual, 21/06/2027 al 20/12/2027 5,00% lineal anual, 20/12/2027 al 20/06/2028 5,25% lineal anual, 20/06/2028 al 20/12/2028 5,25% lineal anual, 20/12/2028 al 20/06/2029 5,50% lineal anual, 20/06/2029 al 20/12/2029 5,50% lineal anual, 20/12/2029 al 20/06/2030 6,00% lineal anual, 20/06/2030 al 20/12/2030 6,00% lineal anual.

Anexo IV – Dictamen de Calificación

FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A.

El Consejo de Calificación de FIX SCR Uruguay Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el 7 de noviembre de 2023, confirmó* en la Categoría AA+(uy) a la calificación de emisor de largo plazo de **Cooperativa Nacional de Productores de Leche (CONAPROLE)** y asignó en AA+(uy) al siguiente título a ser emitido por la compañía:

- ON Conahorro IV (84m) Diciembre 2030 por Hasta USD 5 millones

La Perspectiva es Estable.

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

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

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

La 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.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

Fuentes

- Balances intermedios al 30/04/2023 (9 meses).
- Balances generales anuales al 31/07/2023 (12 meses).
- 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).
- INALE.
- Prospecto de Emisión provisional de Conahorro IV (84m) Diciembre 2030.

Criterios Relacionados

Manual de Procedimientos de Calificación de Finanzas Corporativas, registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en www.bcu.gub.uy


FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA
FIX SCR URUGUAY
CALIFICADORA DE RIESGO SA

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoradora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A (www.fixscr.com) Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de calificación. La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A considera creíbles. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación. La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo. Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A no constituye el consentimiento de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR URUGUAY CALIFICADORA DE RIESGO S.A pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.