

# Cooperativa Nacional de Productores de Leche

(Conaprole)

## Informe Integral

### Calificaciones

ON CONAHORRO II (84m)	
Set 2021 por hasta US\$ 3 MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 7 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	
Set 2022 por US\$ 3 MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 7 MM	
ON CONAHORRO II (84m)	
Mar 2023 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (84m)	
Jun 2023 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO II (84m)	
Mar 2024 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (87m)	
Dic 2024 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (84m)	
Dic 2024 por hasta US\$ 3 MM	AA(uy)
ampliable a US\$ 5 MM	
ON CONAHORRO III (72m)	
Mar 2024 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (48m)	
Jun 2022 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (81m) Junio	
2025 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (84m) Diciembre	
2025 por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (39m) Junio 2022	
por hasta US\$ 5 MM	AA(uy)
ON CONAHORRO III (12m) Junio 2020	
por hasta US\$ 5 MM	A1+(uy)

Perspectiva Estable

### Resumen Financiero

Consolidado	30/4/2019	31/7/2018
(\$ miles)	9 Meses	12 Meses
Total Activos	632.369	672.896
Deuda Financiera	160.519	151.365
Ingresos	718.965	923.906
EBITDA	75.478	87.845
EBITDA (%)	10,5	9,5
Deuda Total / EBITDA	1,6	1,7
Deuda Neta Total / EBITDA	0,9	1,4
EBITDA / Intereses	23,2	26,8

NIIF: Normas internacionales de información financiera.

### Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy)

#### Analista Principal:

Pablo Andrés Artusso  
Director Asociado  
+5411 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

#### Analista Secundario:

Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
+5411 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

### Factores relevantes de la calificación

**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 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.

**Márgenes de rentabilidad estables a través del ciclo:** Históricamente, la cooperativa mantuvo márgenes de rentabilidad estables en torno al 10% y hacia adelante FIX espera que dichos márgenes no presenten mayor volatilidad. 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.

**Flujo de Fondos Libres presionados:** FIX espera que el Flujo de Fondos Libres (FFL) de Conaprole se vea mayormente presionado por las inversiones en la nueva planta de leche en polvo nutricional estimadas en USD 100 millones que serían financiadas a 10 años por el IFC y el BID Invest. El periodo de construcción está estimado en 2 años. No obstante, a partir de 2022, luego de dichas inversiones FIX estima que la compañía retornará a una elevada generación de fondos libres, con un EBITDA anual adicional en torno a los USD 10 millones.

**Mayor endeudamiento esperado:** Hacia adelante, FIX espera que la cooperativa presente un pico de endeudamiento en torno a 2.4x EBITDA durante el período de construcción (2020-2021) de la planta de nutricionales. A partir de 2022, FIX considera que la compañía logrará mantener ratios de endeudamiento en torno a 2.0x EBITDA en línea con su promedio histórico, 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. 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 bruto en torno a 2.0x EBITDA.

### Liquidez y estructura de capital

**Adecuada Liquidez y elevada flexibilidad financiera:** Conaprole presenta una adecuada liquidez con una posición de caja e inversiones corrientes a Abr'19 de USD 69 millones que cubría el 86% de la deuda financiera de corto plazo y con un nivel de capital de trabajo que cubre en más de 1.5x la deuda financiera total. 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.

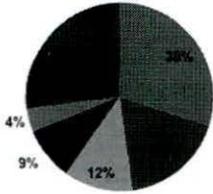
## Perfil del negocio

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 7 millones de litros por día. En su pico máximo de producción la capacidad utilizada de producción alcanza el 80-85%.

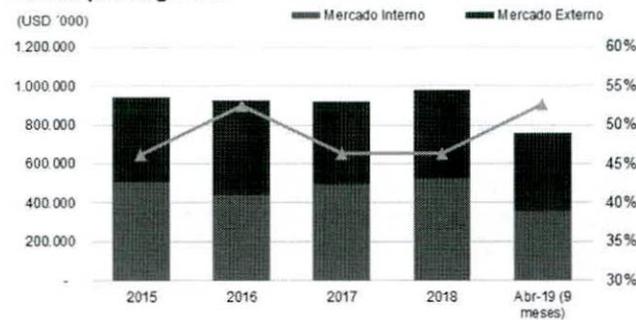
### Destinos de Exportación - 2018

■ Argelia ■ Brasil ■ Rusia ■ Cuba ■ México ■ Otros



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ventas por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 10%. En 2018, los principales destinos fueron Argelia, Brasil, Rusia y Cuba.

### Segmentos de negocio

#### Mercado Externo (53% de las ventas totales a abril'19)

Este mercado expone a Conaprole a la volatilidad de los precios commodities e implica la comercialización de productos de bajo valor agregado. Las ventas al exterior se componen principalmente de ingredientes que son utilizados como insumos, tanto en la industria alimenticia como en la farmacéutica. Los principales productos exportados son leche en polvo y otros productos deshidratados, quesos y manteca. La cooperativa planea la construcción de una nueva planta para la exportación de leche en polvo nutricional con una inversión estimada en USD 100 millones a 10 años financiada por el IFC y el BID Invest y una generación de EBITDA adicional estimada en USD 10 millones anuales.

#### Mercado Interno (47% de las ventas totales a abril'19)

Este mercado le otorga estabilidad a la demanda. Asimismo, este mercado presenta una demanda inelástica de leche fluida y permite comercializar productos de alto valor agregado. La demanda del mercado local es relativamente estable, lo cual 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 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.

### Posición Competitiva

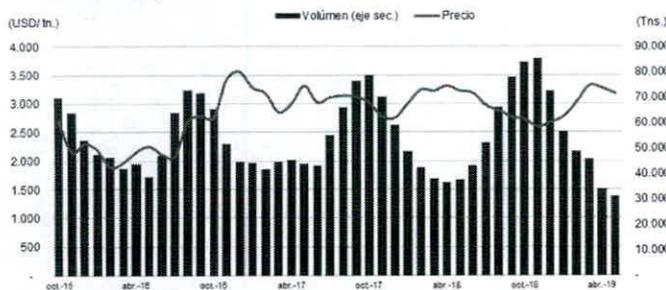
Conaprole detenta una posición de liderazgo dentro de la industria láctea uruguaya donde ocupa el primer lugar en reconocimiento de marca con un 70% de participación en las ventas de la leche. La cooperativa opera en un mercado local maduro y de alto consumo per cápita. En el mercado internacional, Conaprole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

### 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 menor volatilidad con una oscilación en torno a los USD 3.000.

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 depreciación del Peso uruguayo 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

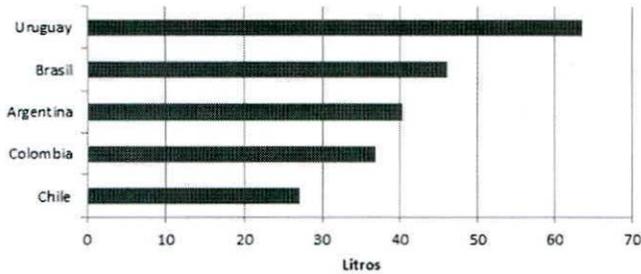
**Leche Fluida - Mercado Local**  
 Evolución de Precios y Volúmenes



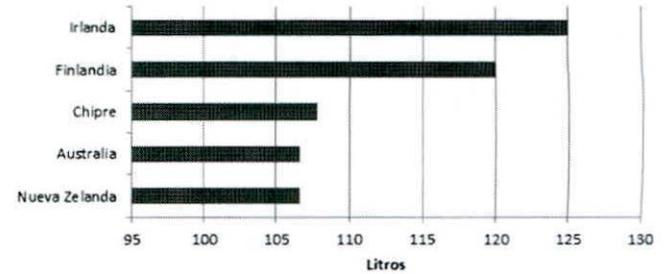
Fuente: INALE, Fix Scr

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, hacia adelante, los precios internacionales se mantengan estables y que el crecimiento de ventas de la cooperativa estará ligado a un mayor nivel de exportaciones de leche el polvo.

**Consumo per cápita de leche fluida - 2016**  
 Comparativo de países sudamericanos



**Consumo per cápita de leche fluida - 2016**  
 Primeros 5 países



## 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.

## Factores de Riesgo

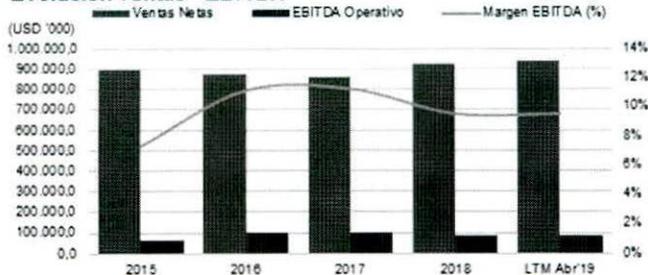
- Exposición a la evolución de los precios de los commodities.
- Aprovisionamiento de materia prima. El volumen de remisión de leche se encuentra influenciado por condiciones ajenas al control de la cooperativa como factores climáticos.
- Productos con mayor valor agregado presentan una mayor elasticidad ingreso y se ven influenciados por el crecimiento económico local.
- Moderada exposición de endeudamiento a tasa variable.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Las ventas y EBITDA de Conaprole a los últimos doce meses a abr'19 alcanzaron USD 942 millones y USD 89.6 millones, en línea con el promedio histórico. Durante los últimos 5 años, la cooperativa mantuvo márgenes de rentabilidad estables en torno al 10% y hacia adelante FIX espera que dichos márgenes no presenten mayor volatilidad. 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.

**Evolución Ventas - EBITDA**

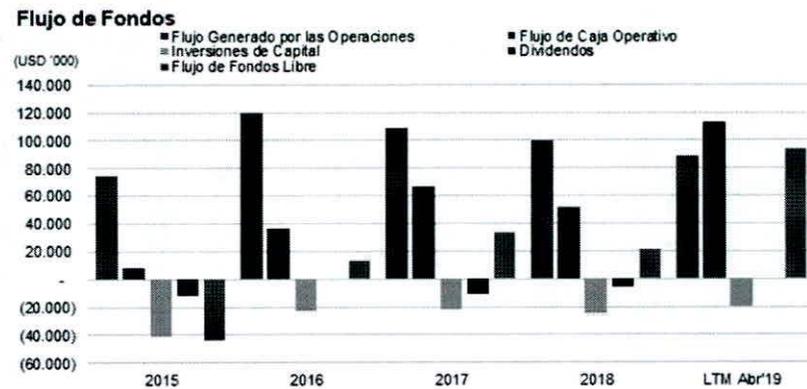


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Luego de la finalización de la construcción de la nueva planta de leche en polvo nutricional FIX estima un EBITDA adicional por USD 10 millones anuales a partir del ejercicio fiscal 2021, con márgenes de rentabilidad entre 10% y 11%.

## Flujo de fondos

Históricamente Conaprole ha presentado Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos debido a una elevada generación de fondos operativos en torno a los USD 80-100 millones. En los últimos años, las necesidades de capital de trabajo fueron en promedio de USD 60 millones con un nivel de inversiones de aproximadamente USD 25 millones anuales. A Abr'19 (últimos doce meses), la cooperativa presentó mayores niveles de deuda financiera que espera reducir a Jun'19 con una reducción en los días de inventario a 59 desde 85 en Jun'18.



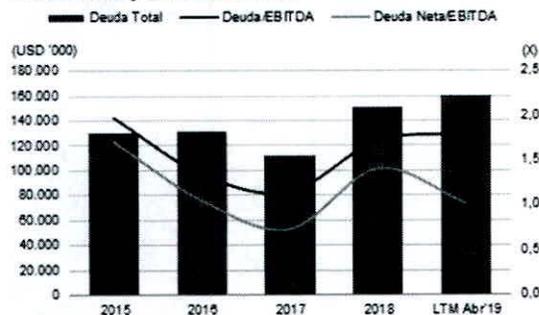
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, FIX espera que el FFL de Conaprole se vea mayormente presionado por las inversiones en la nueva planta de leche en polvo estimadas en USD 100 millones que serían financiadas a 10 años por el IFC y el BID Invest. El período de construcción está estimado en 2 años. No obstante, a partir de 2022, luego de dichas inversiones, FIX estima que la compañía retornará a una elevada generación de fondos libres.

## Liquidez y estructura de capital

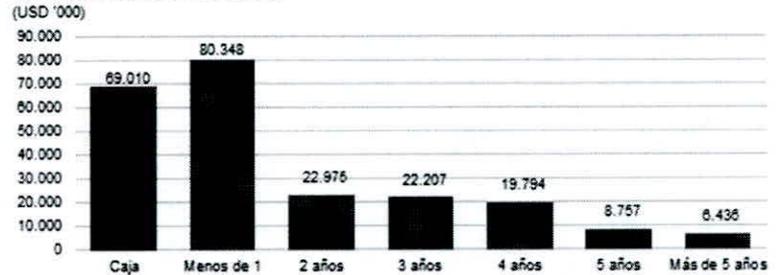
A Abr'19 la deuda financiera bruta ascendía a aproximadamente USD 160.5 MM, compuesta principalmente por USD 96 millones en préstamos bancarios y USD 44.8 millones en Obligaciones Negociables. El perfil de vencimientos se encuentra diversificado, con un 50% de deuda de corto plazo y denominada enteramente en moneda extranjera.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Conaprole ha mantenido históricamente niveles de endeudamiento bruto por debajo de 2.0x a EBITDA, aunque actualmente mayores a los observados en 2016-2017, debido principalmente a un incremento de la deuda como contrapartida de cuentas impagas del gobierno venezolano que ascienden a los USD 30 millones. FIX espera que luego de la reducción en los niveles de inventario, la cooperativa logre reducir su endeudamiento financiero en torno a 1.6x EBITDA en 2019.

Hacia adelante, FIX espera que la cooperativa presente un pico de endeudamiento en torno a 2.4x EBITDA durante el periodo de construcción (2020-2021) de la planta de nutricionales con una inversión estimada en USD 100 millones. A partir de 2022, FIX considera que la compañía logrará mantener ratios de endeudamiento en torno a 2.0x EBITDA.

FIX considera que Conaprole presenta una adecuada liquidez con una posición de caja e inversiones corrientes a Abr'19 de USD 69 millones que cubría el 86% de la deuda financiera de corto plazo y con un nivel de capital de trabajo que cubre en más de 1.5x la deuda financiera total.

Liquidez - CONAPROLE					
USD '000	2015	2016	2017	2018	LTM Abr'19
EBITDA Operativo	65.637	97.638	97.136	87.845	89.608
Caja e Inversiones Corrientes	17.530	28.999	40.305	27.721	69.010
Deuda Corto Plazo	43.801	38.204	26.662	48.272	80.348
Deuda Largo Plazo	85.969	93.238	84.906	103.093	80.171

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

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Capital de Trabajo					
USD '000	2015	2016	2017	2018	LTM Abr'19
Créditos por Ventas	157.044	245.386	216.540	239.054	214.565
Inventarios	177.902	99.446	141.455	172.577	125.256
Cuentas a Pagar	152.273	113.077	137.183	137.546	106.529
Capital de Trabajo	182.674	231.756	220.812	274.085	233.292
Capital de Trabajo / Deuda Financiera	1,4x	1,8x	2,0x	1,8x	1,5x

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

Desde enero'16 compañía publica sus estados contables en US\$. Los números históricos fueron convertidos al tipo de cambio promedio o de cierre del ejercicio, según corresponda. Los ratios a abril'19 (9 meses) fueron estimados anualizando los números de 9 meses acumulados.

### Resumen Financiero - CONAPROLE

(miles de USD, año fiscal finalizado en Julio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF Año Móvil 12 meses	NIIF abr-19 9 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	89.608	75.478	87.845	97.136	97.638	65.637
EBITDAR Operativo	89.608	75.478	87.845	97.136	97.638	65.637
Margen de EBITDA	9,5	10,5	9,5	11,2	11,1	7,3
Margen de EBITDAR	9,5	10,5	9,5	11,2	11,1	7,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	18,3	14,8	19,9	23,6	26,4	19,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	10,0	12,2	2,3	3,9	1,5	(5,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	15,1	13,0	16,3	19,8	20,1	0,4
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	23,5	23,0	31,4	39,4	26,1	17,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	22,8	23,2	26,8	34,2	20,5	14,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	22,8	23,2	26,8	34,2	20,5	14,3
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	0,9	1,7	3,3	2,3	1,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,1	0,9	1,7	3,3	2,3	1,4
FGO / Cargos Fijos	23,5	23,0	31,4	39,4	26,1	17,4
FFL / Servicio de Deuda	1,2	1,4	0,5	1,2	0,4	(0,8)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,0	2,2	1,0	2,6	1,1	(0,5)
FCO / Inversiones de Capital	5,8	6,7	2,1	3,1	1,6	0,2
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,7	1,6	1,5	1,0	1,1	1,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	1,6	1,7	1,1	1,3	2,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	0,9	1,4	0,7	1,0	1,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,8	1,6	1,7	1,1	1,3	2,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,0	0,9	1,4	0,7	1,0	1,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,5	2,8	2,1	2,3	3,7	0,3
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	50,1	50,1	31,9	23,9	29,1	33,8
<b>Balance</b>						
Total Activos	632.369	632.369	672.896	632.854	606.157	589.191
Caja e Inversiones Corrientes	69.010	69.010	27.721	40.305	28.999	17.530
Deuda Corto Plazo	80.348	80.348	48.272	26.662	38.204	43.801
Deuda Largo Plazo	80.171	80.171	103.093	84.906	93.238	85.969
Deuda Total	160.519	160.519	151.365	111.568	131.442	129.770
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	160.519	160.519	151.365	111.568	131.442	129.770
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	160.519	160.519	151.365	111.568	131.442	129.770
Total Patrimonio	345.558	345.558	365.715	361.931	341.698	285.133
Total Capital Ajustado	506.077	506.077	517.080	473.499	473.140	414.903
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	88.526	71.457	99.605	109.131	119.920	75.123
Variación del Capital de Trabajo	24.946	31.601	(47.860)	(42.745)	(83.429)	(66.653)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	113.472	103.058	51.746	66.385	36.491	8.470
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	2	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(19.559)	(15.288)	(25.076)	(21.493)	(22.975)	(41.377)
Dividendos	0	0	(5.660)	(11.089)	0	(11.505)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	93.915	87.770	21.010	33.803	13.516	(44.413)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.007)	38	950	1.400	910	4.554
Otras Inversiones, Neto	(70.912)	(51.559)	(67.554)	1.506	896	2.739
Variación Neta de Deuda	477	9.047	32.108	(28.379)	(939)	12.229
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	22.472	45.296	(13.486)	8.330	14.384	(24.891)
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	942.095	718.965	923.906	863.734	876.232	897.121
Variación de Ventas (%)	2,0	2,6	313,4	(1,4)	(2,3)	(96,5)
EBIT Operativo	60.402	52.702	61.587	70.043	69.804	42.824
Intereses Financieros Brutos	3.936	3.253	3.280	2.843	4.771	4.595
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	52.254	45.592	59.245	69.485	63.012	18.069

## 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 (84m) Setiembre 2021 por US\$ 3 millones (ampliables a US\$ 7 millones)**

**Monto de emisión:** US\$ 3 MM, ampliable a US\$ 7 MM. Emitido: US\$ 6.992.507

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 30/09/2021

**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.

### **Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Setiembre 2022 por US\$ 3 millones (ampliables a US\$ 7 millones)**

**Monto:** Hasta US\$ 3 millones, ampliables a US\$ 7 millones. Emitido: US\$ 4.729.215

**Moneda:** dólares americanos billete.

**Vencimiento:** 20/09/22

**Derecho del Inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo del circulante en cada oportunidad en que se paguen intereses. Para ejercer tales derechos los inversores deberán comunicar a su Agente de Distribución, la voluntad de ejercicio del mismo, quien lo comunicará al final del plazo al Banco Central, disponiendo para

ello de un período de 30 días calendario que inicia 30 días calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho. Si la sumatoria de las solicitudes superara la cifra comprometida, los capitales a reintegrar se determinarán de acuerdo a los siguientes criterios: (I) a prorrata entre el total de solicitudes recibidas, o (II) – el monto total solicitado, si Conaprole así lo determina.

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

**Amortización:** 100% al 20/09/2022 menos lo eventualmente amortizado en cada una de las fechas en que lo inversores disponen del derecho de cancelación

**Interés:** El interés será calculado en base a un año de 365 días según el siguiente esquema:

- 3,25 % lineal anual, para el período comprendido entre el 23-09-2015 y el 20-09- 2018

- 3,50 % lineal anual; para el período comprendido entre el 20-09-2018 y el 20-09- 2020

- 4,00 % lineal anual, para el período comprendido entre el 20-09-2020 y el 20-09- 2022.

**Pago de interés:** semestral.

### **Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Marzo 2023 por hasta US\$ 5 millones**

**Monto:** Hasta US\$ 5 millones.

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/3/2023

**Derecho del Inversor:** Independientemente del plan de amortizaciones definido, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras ocho fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes cinco fechas de pago de intereses.

**Amortización:** 20/3/2020 un cuarto del circulante; 22/3/2021 un tercio del circulante; 21/3/2022 la mitad del circulante y 20/3/2023 el total del circulante.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/9/16, 20/3/17, 20/9/17, 20/3/18, 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 21/9/20, 22/3/21, 20/3/21, 21/3/22, 20/9/22, 20/3/23.

### **Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Junio 2023 por hasta US\$ 5 millones**

**Monto:** Hasta US\$ 5 millones.

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/6/2023

**Derecho del Inversor:** Independientemente del plan de amortizaciones definido, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras ocho fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes cinco fechas de pago de intereses.

**Amortización:** 22/6/2020 un cuarto del circulante; 21/6/2021 un tercio del circulante; 20/6/2022 la mitad del circulante y 20/6/2023 el total del circulante.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/12/16, 20/6/17, 20/12/17, 20/6/18, 20/12/18, 20/6/19, 20/12/19, 22/6/20, 21/12/20, 21/6/21, 20/12/21, 20/6/22, 20/12/22, 20/6/23.

### **Condiciones de la Serie CONAHORRO II (84m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 millones**

**Monto:** Hasta US\$ 5 millones.

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/3/2024

**Derecho del Inversor:** Independientemente del plan de amortizaciones definido, el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras siete fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes seis fechas de pago de intereses.

**Amortización:** 22/3/2021 un cuarto del circulante; 21/3/2022 un tercio del circulante; 20/3/2023 la mitad del circulante y 20/3/2024 el total del circulante.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/9/17, 20/3/18, 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 21/9/20, 22/3/21, 20/9/21, 21/3/22, 20/9/22, 20/3/23, 20/9/23, 20/3/24.

## **Programa de Obligaciones Negociables CONAHORRO III por hasta US\$ 100 millones**

En el mes de abril de 2017, el Directorio de Conaprole aprobó la emisión de un Programa de Obligaciones Negociables con Oferta Pública por hasta US\$ 100 MM. El Banco Central del Uruguay inscribió el programa el 31/5/2017, 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 de la Serie CONAHORRO III (87m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 5 millones**

**Monto:** Hasta US\$ 5 millones.

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/12/2024

**Derecho del Inversor:** el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras siete fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes seis 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

**Opción de rescate:** el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

**Amortización:** 20/12/2021 un cuarto del circulante; 20/12/2022 un tercio del circulante; 20/12/2023 la mitad del circulante y 20/12/2024 el total del circulante.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/6/18, 20/12/18, 20/6/19, 20/12/19, 22/6/20, 21/12/20, 21/6/21, 20/12/21, 20/6/22, 20/12/22, 20/6/23, 20/12/23, 20/6/24, 20/12/24.

## **Condiciones de la Serie CONAHORRO III (84m) Diciembre 2024 por US\$ 3 millones (ampliable a US\$ 5 millones)**

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

**Moneda:** US\$

**Vencimiento:** 20/12/2024

**Derecho del Inversor:** el conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un catorceavo (1/14) del circulante en las primeras siete fechas de pago de intereses, y hasta un veintiochoavo (1/28) del circulante en las siguientes seis 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

**Opción de rescate:** el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

**Amortización:** 20/12/2021 un cuarto del circulante; 20/12/2022 un tercio del circulante; 20/12/2023 la mitad del circulante y 20/12/2024 el total del circulante.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/6/18, 20/12/18, 20/6/19, 20/12/19, 22/6/20, 21/12/20, 21/6/21, 20/12/21, 20/6/22, 20/12/22, 20/6/23, 20/12/23, 20/6/24, 20/12/24.

## **Condiciones de la Serie CONAHORRO III (72m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 millones**

**Monto:** hasta US\$ 5 MM.

**Moneda:** Dólares americanos – Billetes

**Fecha de emisión:** 22/03/2018.

**Vencimiento:** 20/03/2024

**Derecho del Inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un doceavo (1/12) del circulante en las primeras cinco fechas de pago de intereses; hasta el 100% del circulante el 22-03-2021 y hasta un doceavo (1/12) del circulante en las cinco fechas de pago de intereses subsiguientes. 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

**Opción de rescate:** el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

**Amortización:** 100% al 20/03/2024, o parcialmente en cada fecha de pago de intereses, si los inversores ejercen su derecho de venta establecido para estas fechas.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/9/18, 20/3/19, 20/9/19, 20/3/20, 21/9/20, 22/3/21, 20/9/21, 21/3/22, 20/9/22, 20/3/23, 20/9/23, 20/3/24.

**Tasa de interés:** 3% lineal anual, para el período comprendido entre el 22-03-2018 y el 22-03-2021 y 4,5% lineal anual, para el período comprendido entre el 23-03-2021 y el 20-03-2024.

## Condiciones de la Serie CONAHORRO III (48m) Junio 2022 por hasta US\$ 5 millones

**Monto:** hasta US\$ 5 MM.

**Moneda:** Dólares americanos – Billetes.

**Fecha de emisión:** 22/06/2018.

**Vencimiento:** 20/06/2022.

**Derecho del Inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un dieciseisavo (1/16) 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

**Opción de rescate:** el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

**Amortización:** 20/06/2019 un cuarto del circulante, 22/06/2020 un tercio del circulante, 21/06/2021 la mitad del circulante, 20/06/2022 el total del circulante y parcialmente en cada fecha de pago de intereses, si los inversores ejercen su derecho de venta establecido para estas fechas.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/12/2018, 20/6/2019, 20/12/2019, 22/6/2020, 21/12/2020, 21/6/2021, 20/12/2021, 20/6/2021.

## Condiciones Serie CONAHORRO III (39m) Junio 2022 por hasta US\$ 5 millones.

**Monto de emisión:** US\$ 5 MM

**Moneda:** Dólares americanos – Billetes.

**Vencimiento:** 20/06/2022

**Derecho del inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar la totalidad de la inversión en las siguientes fechas: 22 de junio de 2020 y 21 de junio de 2021

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 calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho.

El Representante de los obligacionistas considerará como cancelación anticipada de la emisión, los capitales devueltos que sumados alcancen 1/3 del circulante. Las cancelaciones que superen ese importe serán transferidas a la cuenta títulos de Conaprole para su posterior comercialización en el mercado secundario.

**Amortización:** en una cuota al vencimiento.

**Pago de intereses:** semestrales en las siguientes fechas: 20 de diciembre de 2019, 22 de junio de 2020, 21 de diciembre de 2020, 21 de junio de 2021, 20 de diciembre de 2021, 20 de junio de 2022

**Tasa de interés:** 3,75% lineal anual.

## Condiciones Serie CONAHORRO III (12m) Junio 2020 por hasta US\$ 5 millones.

**Monto de emisión:** US\$ 5 MM

**Moneda:** Dólares americanos – Billetes.

**Vencimiento:** 22/06/2020

**Derecho del inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un 50% de la inversión el 20 de diciembre de 2019. Para ejercer tal derecho 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 calendario anteriores a la fecha estipulada para ejercerlo y finaliza el día previo a la fecha de ejercicio de tal derecho.

**Amortización:** en una cuota al vencimiento.

**Pago de intereses:** semestrales en las siguientes fechas: 20 de diciembre de 2019, 22 de junio de 2020.

**Tasa de interés:** 2,75% lineal anual.

## Condiciones de la Serie CONAHORRO III (81m) Junio 2025 por hasta US\$ 5 millones

**Monto:** hasta US\$ 5 MM.

**Moneda:** Dólares americanos – Billetes.

**Fecha de emisión:** 24/09/2018.

**Vencimiento:** 20/06/2025.

**Derecho del Inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un veinticuatroavo (1/24) 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 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) cualquier cifra comprendida entre el monto comprometido y el total solicitado, a criterio de Conaprole.

**Opción de rescate:** el emisor tendrá la opción de rescatar en forma anticipada el monto total vigente de la emisión en cualquier momento, al precio de 100%. Para ejercer tal opción, Conaprole deberá cursar un preaviso en tal sentido al Banco Central del Uruguay, con una antelación mínima de 30 días corridos previos al momento de efectuarse el rescate.

**Amortización:** 20/06/2022 un cuarto del circulante, 20/06/2023 un tercio del circulante, 20/06/2024 la mitad del circulante, 20/06/2025 el total del circulante y parcialmente en cada fecha de pago de intereses, si los inversores ejercen su derecho de venta establecido para estas fechas.

**Pago de interés:** Semestrales en las siguientes fechas: 20/06/2019, 20/12/2019, 22/06/2020, 21/12/2020, 21/06/2021, 20/12/2021, 20/06/2022, 20/12/2022, 20/06/2023, 20/12/2023, 20/06/2024, 20/12/2024, 20/06/2025.

**Condiciones Serie CONAHORRO III (84m) Diciembre 2025 por hasta US\$ 5 millones.**

**Monto de emisión:** US\$ 5 MM

**Moneda:** Dólares americanos – Billetes.

**Vencimiento:** 22/12/2025

**Derecho del inversor:** El conjunto de inversores tendrá el derecho a recuperar hasta un veintiseisavo (1/26) 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 calendario 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 a 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.

**Amortización:** en cuatro cuotas de acuerdo al siguiente esquema: 20-12-2022 un cuarto del circulante; 20/12/2023, un tercio del circulante; 20/12/2024 la mitad del circulante y 20/12/2025 el total del circulante. Y parcialmente en cada fecha de pago de intereses, si los inversores ejercen su derecho de venta establecido para estas fechas.

**Pago de intereses:** semestrales en las siguientes fechas: 20/06/2019, 20/12/2019, 22/06/2020, 21/12/2020, 21/06/2021, 20/12/2021, 20/06/2022, 20/12/2022, 20/06/2023, 20/06/2023, 20/06/2024, 20/12/2024, 20/06/2025, 22/12/2025.

**Tasa de interés:** a determinar para los periodos comprendidos entre el 26/12/2018 y 20/12/2019, 21/12/2019 y 21/12/2020, 22/12/2020 y 20/12/2021, 21/12/2021 y 20/12/2022, 21/12/2022 y 20/12/2023, 21/12/2023 y 20/12/2024, 21/12/2024 y 22/12/2025.

## 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 **28 de junio de 2019**, confirmó en la categoría **AA(uy)** con Perspectiva Estable a los siguientes títulos emitidos por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**:

- ON Conahorro II (84m) Septiembre 2021 por US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 7 MM
- ON Conahorro II (84m) Septiembre 2022 por US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 7 MM
- ON Conahorro II (84m) Marzo 2023 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Junio 2023 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro II (84m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (87m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (84m) Diciembre 2024 por hasta US\$ 3 MM, ampliables a US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (72m) Marzo 2024 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (48m) Junio 2022 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (81m) Junio 2025 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (84m) Diciembre 2025 por hasta US\$ 5 MM
- ON Conahorro III (39m) Junio 2022 por hasta US\$ 5 MM

Asimismo, el mismo Consejo confirmó en la categoría **A1+(uy)** las calificaciones de los siguientes títulos de corto plazo emitidos por **Cooperativa Nacional de Productores de Leche**:

- ON Conahorro III (12m) Junio 2020 por hasta US\$ 5 MM

**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.

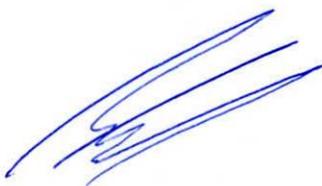
**Categoría A1(uy):** Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de las emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

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 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 Fondo 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.



**FIX SCR URUGUAY**  
 CALIFICADORA DE RIESGO SA



**FIX SCR URUGUAY**  
 CALIFICADORA DE RIESGO SA

## Fuentes

- Balances generales al 30/04/19.
- 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.

## Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. Registrado ante el Banco Central del Uruguay, disponible en [www.bcu.gub.uy](http://www.bcu.gub.uy).

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 calificadoras, ha recibido los 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](http://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.